

DE WAARDERING VAN MINDERHEIDSBELANGEN

door H. D. Gelderloos

Inleiding

Zijn er gedurende de laatste jaren regelmatig publicaties geweest met betrekking tot de waardering van deelnemingen, deze publicaties hebben zich voornamelijk gericht op die deelnemingen, die door de begripsomschrijvingen meerderheidsbelangen of deelnemingen, waarin de houdstermaatschappij een controlerend belang heeft, worden omvat. Deelnemingen, waarbij zich het kwantitatieve zowel als het kwalitatieve aspect van genoemde begripsomschrijvingen in spiegelbeeld voordoen, brengen evenzeer als eerstgenoemde groep bezien vanuit het aspect van de waardering in de jaarrekening van de houdstermaatschappij hun eigen problematiek met zich.

Het is begrijpelijk dat de literatuur zich gedurende decennia wat de waardering van deelnemingen in de jaarlijkse verantwoording van de moedermaatschappij betreft, primair heeft beziggehouden met de groep die thans korthedshalve als meerderheidsbelangen zal worden aangeduid. Het relatieve belang in het totaalbeeld van de eigen jaarrekening is voor de groep van de 50-100 % deelnemingen evident, terwijl ook het verschaffen van inzicht in vermogen en rentabiliteit dwars door de al dan niet met bepaalde bedoelingen aanwezige juridische formaties heen volgens de gegroeide en thans algemeen onderschreven opvattingen voor een juist beeld onontbeerlijk is.

De ontwikkeling van het waarderingssysteem voor meerderheidsdeelnemingen van de kostprijs van het verworven belang tot de intrinsieke waarde gebaseerd op de vervangingswaarde - eventueel verhoogd in verband met bij de verwerving betaalde goodwill - mag bij de lezer als bekend worden verondersteld. Hetzelfde geldt voor de problematiek van de uniformiteit in waarderingsgrondslagen bij moedermaatschappij en deelnemingen indien tot consolidatie wordt overgegaan.

Enige problemen rond de waardering van belangen in vennootschappen, waarin de houdstermaatschappij een minderheidsbelang heeft zullen hierna aan de orde worden gesteld. Buiten beschouwing zullen blijven niet in een consolidatie betrokken meerderheidsbelangen en aandelen in andere ondernemingen die als belegging worden aangehouden.

Gevolgde waarderingmethoden

Welke waarderingmethoden met betrekking tot de minderheidsbelangen komen wij in de praktijk tegen?

- a. in vele jaarrekeningen treffen wij de methode van waardering tegen kostprijs aan, in verschillende gevallen is de omschrijving aangevuld met de woorden „of lager”;
- b. een andere methode die wordt toegepast is die waarbij de minderheidsbelangen worden gewaardeerd op het aandeel van de houdstermaatschappij in het uit de balans van de onderneming - waarin een deelneming is verworven - bijkende vermogen;
- c. vervolgens treft men aan waardering tegen intrinsieke waarde; hierbij is het dikwijls niet duidelijk op welke wijze deze intrinsieke waarde is vastgesteld; deze methode kan uiteraard tot dezelfde uitkomst leiden als de methode sub b;

d. een op het oog meer voorzichtige methode is die welke het belang waardeert tegen de laagste van kostprijs en intrinsieke waarde.

Terloops zij geconstateerd dat de rentabiliteitswaarde zowel als de rendementswaarde als waarderingsgrondslag in deze opsomming ontbreken. Het lijkt niet gemotiveerd te veronderstellen dat de waargenomen redacties als „kostprijs of lager” of „op voorzichtige wijze” (een nietszeggende omschrijving) bedoelen te indiceren dat rentabiliteit of rendement als norm voor de waardering zijn gehanteerd.

De wijze van waardering der minderheidsbelangen heeft uiteraard zijn consequenties voor de verantwoording van het resultaat van die belangen in de jaarrekening van de houdstermaatschappij. Hier komen als toegepaste methoden naar voren:

- a. verantwoording van het ontvangen c.q. vastgestelde dividend in de resultatenrekening van de houdstermaatschappij;
- b. verantwoording van het evenredig aandeel van de winst in de resultatenrekening van de houdstermaatschappij;
- c. verantwoording van het dividend in de resultatenrekening en boeking van het aandeel in de winst verminderd met dat dividend ten gunste van de reserve-rekening, d.w.z. een directe bijtelling bij het eigen vermogen;
- d. conform c., doch met dien verstande dat het niet getoucheerde vermogenssurplus wordt geboekt ten gunste van een voorziening op deelnemingen.

Evenals bij de waardering van meerderheidsbelangen rijst bij minderheidsbelangen, indien een andere waarderingsmethode dan die tegen kostprijs wordt gehanteerd, het probleem van de verwerking van het verschil tussen de kostprijs en de intrinsieke waarde of het evenredig deel van de balanswaarde van het netto-actief op het moment van de verwerving.

Een ander probleem doet zich voor indien de grondslagen waarvan de moedermaatschappij zich bij de waardering van haar activa en passiva bedient, afwijken van de grondslagen die de onderneming, waarin een minderheidsbelang bestaat, hanteert. Deze afwijking zal mede gevolgen hebben voor de verantwoording van het aandeel in het resultaat van de minderheidsdeelneming in de jaarrekening van de houdstermaatschappij.

Relatie houdstermaatschappij - minderheidsbelang

Het lijkt gewenst allereerst te schetsen welke de relatie tussen de houdstermaatschappij en de minderheidsdeelneming is, om vervolgens te zoeken naar een waarderingsmethode die de feitelijke verhouding zo goed mogelijk naar voren doet komen.

De relatie tussen houdstermaatschappij en minderheidsdeelneming is zodanig, dat eerstgenoemde onmiddellijk noch middellijk het eigendomsrecht bezit van 50 % of meer van het vermogen en de winst van laatstgenoemde. Deze relatie sluit echter niet uit dat tengevolge van een verspreid bezit bij de overige aandeelhouders een sterke gebondenheid kan bestaan van het beheer der dochtermaatschappij aan de richtlijnen van een belangrijke minderheidsbelanghouder.

Eveneens kan een vermogensparticipatie van minder dan 50 % gepaard gaan met een overwegende invloed op het beheer der dochtermaatschappij, doordat via

andere meerderheidsdeelnemingen een grotere dan met de directe plus indirecte eigen vermogensparticipatie evenredige zeggenschap bestaat.

Behoudens in beide laatstgenoemde gevallen is de relatie tussen houdstermaatschappij en minderheidsdeelneming derhalve zo, dat eerstgenoemde als zijnde verschaffer van risicodragend vermogen, zowel wat de instandhouding van het overgedragen vermogen als wat de rentabiliteit daarvan betreft afhankelijk is van de mate waarin het bestuur van de vennootschap, waarin wordt deelgenomen, doch waarop geen invloed kan worden uitgeoefend, daarin slaagt.

Ter vereenvoudiging van de waarderingsproblematiek wordt aangenomen dat de deelneming niet is geschied en gehandhaafd met het oogmerk door uitbreiding tot een zodanig overwegende invloed te komen als waarover door houders van meerderheidsbelangen kan worden beschikt.

Voorts betreft een minderheidsdeelneming niet een belegging van liquide middelen, die normaliter door de houdstermaatschappij in haar jaarstukken onder de post effecten zou worden verantwoord.

Het motief tot verwerving van het minderheidsbelang kan zijn de wens duurzaam geïnteresseerd te zijn in een bedrijf dat al dan niet tot dezelfde bedrijfstak behoort als de houdstermaatschappij. Hierbij kan de behoefte aan spreiding van risico en interesse een rol spelen. Terwille van de rechtlijnigheid van het betoog zou een bijzondere relatie leverancier-afnemer kunnen worden uitgesloten, indien deze verhouding tot een zekere invloed zou kunnen leiden.

Waardering bij verwerving van minderheidsbelangen

Hoe is nu de situatie op het moment van de verwerving van het minderheidsbelang?

Het belang in de deelneming kan tot stand komen:

- a. door deel te nemen bij de oprichting van de vennootschap;
- b. door verkrijging van een minderheidspakket bij een verdere emissie;
- c. door overname van één of meer aandelen van één of meer andere aandeelhouders;
- d. door afstoting van een deel van een meerderheidsbelang c.q. door fusie van de onderneming waarin een meerderheidsdeelneming bestond.

Alleen in geval a. is aan te nemen, dat de kostprijs wordt bepaald door de intrinsieke waarde, behalve indien door de oprichters mede een goodwill wordt ingebracht, waardoor de rentabiliteitswaarde tevens een rol speelt.

In geval b. zal bij de berekening van de emissiekoers van het te verkrijgen pakket behalve aan de intrinsieke waarde aan factoren als rentabiliteit of rendement aandacht kunnen worden geschonken.

In geval c. kan gedacht worden aan een geïsoleerde transactie tussen twee belanghebbenden, terwijl tevens verwerving op een markt zonder monopolistische posities onder deze categorie kan worden gerangschikt. In dit geval zal het accent bij de prijsbepaling meer op het rendement althans op de rendementsverwachtingen liggen naarmate minder van geïsoleerde ruil sprake is. Een groter aantal marktpartijen includeert een sterkere betrokkenheid bij het rendement los van andere de prijsbepalende factoren.

In geval d. tenslotte zullen in verband met de mate waarin de transactiepartners

bij het gebeuren betrokken zijn de prijsbepalende elementen een rol spelen die ook in geval b. van belang zijn, te weten de intrinsieke waarde, de rentabiliteit en het rendement.

Resumerend kan gesteld worden dat het zojuist genoemde drietal waardebepalende elementen bij de waardering een sterkere rol zullen kunnen spelen - waarbij niet zij gesteld dat alle drie factoren in dezelfde mate van belang zullen zijn - naarmate op het moment van de verwerving van het minderheidsbelang meer mogelijkheid tot kennisname van interne bedrijfsgegevens bestaat. Met andere woorden indien en voorzover het bestuur van de vennootschap waarvan de aandelen in andere handen overgaan, door zijn medewerking bij de aan te gane transactie van voorlichting kan dienen, is de kans geringer dat de prijsstelling uitsluitend op de meer extern bepaalde rendementsverwachtingen berust.

In het voorgaande is geconstateerd, dat de verkrijgingsprijs van een minderheidsbelang op geheel verschillende wijze kan tot stand komen. De mogelijkheid bestaat dat de koper zich heeft kunnen vergewissen van de intrinsieke waarde. Hij weet dan in hoeverre hij ten opzichte van die intrinsieke waarde al dan niet een goodwill heeft betaald. Duidelijk is tevens dat de kostprijzen van minderheidsbelangen door de verschillende wijzen waarop deze kunnen worden verworven, niet steeds volgens een vaststaande formule zullen zijn bepaald.

Waardering tegen kostprijs van een complex op verschillende tijdstippen verworven minderheidsbelangen heeft daardoor een weinig homogene presentatie van dit actief tengevolge. Hetgeen overigens niet wil zeggen dat aan een andere waarderingsmethode de voorkeur moet worden gegeven.

Andere waarderingsmethoden

Van de waarderingsmethode tegen kostprijs als zijnde een historisch gegeven op grond van het voorgaande voorlopig afziende, dient te worden nagegaan welke de betekenis is van een minderheidsdeelneming voor de houdstermaatschappij. Deze vraagstelling die behalve voor de post minderheidsbelangen ook van belang is voor de andere al dan niet complementaire bedrijfsactiva van de moedermaatschappij, culmineert bij deze groep deelnemingen in een tweetal punten:

- a. wat is de indirecte opbrengstwaarde?
- b. wat is de directe opbrengstwaarde?

Alvorens op deze beide punten nader in te gaan komt het gewenst voor te onderzoeken of de waarderingsmethode voor minderheidsbelangen die in verschillende jaarverslagen wordt omschreven als „intrinsieke waarde” of „het evenredig deel in het netto-actief van de betreffende vennootschappen” tot een waardering leidt die de betekenis van de deelneming voor de moedermaatschappij beter weergeeft dan de waardering tegen kostprijs.

Waardering van deelnemingen tegen de intrinsieke waarde of het aandeel in het netto-actief heeft onmiskenbaar de aantrekkelijkheid, dat een meer recent gegeven dan bij waardering tegen de kostprijs wordt overgelegd.

Aantrekkelijk is ook, dat een gegeven wordt verschaft, dat niet is opgebouwd uit cijfers die historisch op geheel verschillende tijdstippen zijn ontstaan en die **zonder meer worden getotaliseerd**. Het aspect van presentatie van **contemporaine cijfers** wordt in de moderne jaarrekening bewerkstelligd door bij de waardering

van activa en passiva en bij de resultatenberekening zich te baseren op de vervangingswaarde.

Toepassing van deze waarderingswijze is voor jaarcijfers van deelnemingen die in de consolidatie worden betrokken uiteraard geboden. Konsekvent deze lijn doortrekkend mag worden gesteld dat terwille van de uniforme toepassing van de waarderingsgrondslagen ook de intrinsieke waarde respectievelijk het aandeel in het netto-actief van minderheidsparticipaties op basis van de vervangingswaarde zou dienen te worden berekend. Ervan uitgaande dat over de benodigde gegevens van de betreffende vennootschappen kan worden beschikt - hetgeen in verband met bestaande machtsverhoudingen niet onder alle omstandigheden mogelijk zal zijn - kan twijfel rijzen ten aanzien van de vraag of deze konsekvente behandeling geschikt en deugdelijk is voor deze laatste categorie van deelnemingen. Deze twijfel spruit voort uit de omstandigheid dat het bestuur van de houdstermaatschappij, dat in zijn jaarrekening verantwoording aflegt omtrent het gevoerde beheer, daarin dan waarden en resultaten verwerkt op het niveau waarvan het - behoudens bij de eerdergenoemde gevallen van afwijkende verhoudingen tussen de mate van participatie en zeggenschap - geen overwegende invloed heeft of heeft gehad.

De activa en passiva van de ondernemingen waarin minderheidsbelangen bestaan zullen evenals de activa en passiva bij de houdstermaatschappij en de meerderheidsdeelnemingen een functie vervullen in de kringloop van goederen en geld en zodoende hun bijdrage in het resultaat leveren. Dit motiveert echter nog niet dat in het vermogen van de houdstermaatschappij het evenredig deel van het saldo van de activa en passiva van de minderheidsdeelnemingen - berekend tegen dezelfde waarderingsregels als de eigen activa en passiva - wordt begrepen. Analooog geldt dit voor het evenredig deel van de door de minderheidsdeelnemingen verantwoorde winsten.

Het aandeel in het netto-actief van de minderheidsdeelnemingen evenals het aandeel in de winst daarvan onttrekt zich veelal aan de directe beïnvloeding van de zijde van het bestuur van de houdstermaatschappij. Dit bestuur heeft ten aanzien van het belang in genoemd netto-actief slechts de keus tussen aanhouden of afstoten. Ten aanzien van het aandeel in de winst beperken zijn invloed en verantwoordelijkheid zich tot het in de vorm van dividend daarvan gerealiseerde deel.

Het komt gewenst voor bij de wijze van verantwoording van het bestaan en de opbrengst van minderheidsdeelnemingen laatstgenoemde elementen te doen prevaleren, indien géén meer dan evenredige zeggenschap bestaat, omdat op deze wijze de tot de invloedssfeer van het bestuur van de houdstermaatschappij behorende factoren een adequate verslaglegging krijgen.

Keren wij thans tot eerdergenoemde vraagstelling terug, dan kan ten aanzien van de indirecte en de directe opbrengstwaarde het volgende worden opgemerkt.

De voorkeur moet uitgaan naar het systeem van waardering tegen de indirecte opbrengstwaarde dat is de rendementswaarde. Gezien de doelstelling die bij de verwerving van minderheidsbelangen aanwezig wordt verondersteld, te weten het aantrekken van een duurzaam belang in een bepaalde richting, ligt afstoting van dit belang alleen voor de hand bij een teleurstellend verloop van de getoucheerde en minder goede verwachtingen omtrent nog te toucheren dividenden. Tot afstoting zal als regel slechts kunnen worden overgegaan tegen een waarde die een eventuele koper het door hem gewenst geachte rendement over de koopprijs verschafft. Indien het door de huidige eigenaar en de eventuele koper van het

minderheidsbelang gestelde normatieve rendement gelijk is, zullen directe en indirecte opbrengstwaarde samenvallen. Streeft een eventuele koper andere aspiraties na dan de huidige houdstermaatschappij, bijvoorbeeld het verkrijgen van een meerderheidsbelang door de additionele koop, dan kan de directe opbrengstwaarde voor de minderheidsbelanghouder de indirecte opbrengstwaarde overtreffen.

Deze redenering leidt tot de aanbeveling de rendementswaarde als maatstaf te hanteren voor de waardering van minderheidsbelangen in die gevallen waarin de mate van zeggenschap niet tot overwegende invloed leidt. De verantwoording van de getoucheerde dividenden op minderheidsdeelnemingen in de jaarrekening van de houdstermaatschappij is met deze methode in overeenstemming.

De directe opbrengstwaarde zal zoals hiervoor is vermeld in incidentele gevallen afwijken van de indirecte opbrengstwaarde. In verband met dit incidentele karakter komt deze waarderingsmethode niet voor bestendige toepassing in aanmerking.

Uiteraard zijn aan de vaststelling van de rendementswaarde van minderheidsdeelnemingen meer problemen verbonden, dan in het kader van dit artikel, dat slechts bedoelt het onderhavige probleem ter discussie te stellen, kunnen worden behandeld. Een continue bezinning op het vraagstuk van het als normatief te stellen rendement is hierbij een eerste vereiste. De voor het resultaat van investeringen in andere activa gestelde normen kunnen hierbij tot richtsnoer dienen. Hierbij dient er acht op te worden gegeven, dat de aan de investering verbonden risico's ofwel de mate van vertrouwen in de toekomstige handhaving van het dividend, van invloed kunnen zijn op het gewenste rendement. Het ten tijde van de verkrijging gehanteerde normatieve rendement behoeft niet bij voortduring voor de waardering van de betreffende deelneming van toepassing te zijn. Veranderingen in de algemene rentevoet en verbetering van het risico kunnen leiden tot een hogere of lagere norm voor het gecalculerde rendement.

Rendementswaarde versus intrinsieke waarde

Een vergelijking van de hiervóór als bruikbaar en aanvaardbaar beschouwde methode van waardering der minderheidsbelangen tegen rendementswaarde met de in de praktijk meer en meer voorkomende waardering tegen intrinsieke waarde leidt tot de volgende opmerkingen.

Bij waardering tegen rendementswaarde speelt het intern door de houdstermaatschappij als normatief gehanteerde rendement een belangrijke rol.

Dit rendement zal zowel door interne als door externe overwegingen worden bepaald. Het bepalen van de wijze waarop het beschikbare vermogen in de meest lucratieve doch verantwoorde richting zal worden aangewend is een zaak van alternatieven waarvoor meer vermogensbezitters staan. Indien geen nevenfactoren in het spel zijn betrokken, kan worden gesteld, dat de kostprijs van een minderheidsbelang wordt bepaald door het verwachte rendement. Abstraherend van die nevenfactoren kan daarom worden gesteld, dat kostprijs en rendementswaarde ten tijde van de verwerving van het belang de neiging zullen hebben samen te vallen.

De intrinsieke waarde van een onderneming omvat kort gezegd het eigen vermogen, ofwel het netto-actief.

Aannemend dat het eigen vermogen is berekend met hantering van dezelfde

waarderingsgrondslagen als de houdstermaatschappij toepast, is met betrekking tot het totale vermogen van de dochteronderneming een bruikbare en vergelijkbare waardering in het uit de balans blijkende netto-actief aanwezig. Is de vermogen-winst-verhouding normaal bezien vanuit het gezichtspunt van een gewenste rentabiliteit, dan zullen intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde onderling niet belangrijk deviëren. Ligt de rentabiliteit op een te laag niveau, dan zal afhankelijk van de mate waarin een ombuiging in een meer gewenste richting mogelijk is, de waarde van het totale pakket aandelen lager moeten worden gesteld dan de intrinsieke waarde. Deze overwegingen bij de houdstermaatschappij gelden voor het gehele pakket aandelen, doch tevens voor een deel van dit pakket, dat een zodanige omvang heeft, dat de eigenaar daarvan een overwegende invloed op het beheer van de onderneming kan uitoefenen. De houder van alle of een meerderheid der aandelen kan middels zijn zeggenschap het beheer der vennootschap in de door hem gewenste verhoudingen leiden, dan wel met dat beheer van mening zijn dat de rentabiliteit niet is op te voeren tot een met de intrinsieke waarde adequaat niveau. In dit laatste geval accepteert hij een verlies op de gedane investering dat als een lagere waarde van het complex van activa der deelneming, dan wel als voorziening op de deelneming kan worden verantwoord.

Een houder van een minderheidsbelang is kwantitatief doch ook kwalitatief niet in dezelfde mate bij de deelneming betrokken als een houder van alle of een meerderheid der aandelen. De voor laatstgenoemde houder geldende overwegingen zijn voor een houder van een minderheidsbelang dan ook in mindere mate relevant. Bij het uit de balans van de deelneming blijkend vermogen is hij niet betrokken, veelal zelfs niet op zodanige wijze dat hij in evenredigheid daarop zijn geringe invloed kan uitoefenen. Het is daarom ook onjuist te achten voor het betreffende pakket dezelfde waarderingsmethode te hanteren als de houder van alle of een meerderheid der aandelen doet.

Conclusie

Op grond van hetgeen hiervoor is opgemerkt is voor de houdstermaatschappij van minderheidsbelangen de intrinsieke waarde in het algemeen een minder aantrekkelijke waarderingsmethode dan de rendementswaarde.

Deze regel lijdt uitzondering indien de houdstermaatschappij ondanks de kwantitatieve minoriteit over een overwegende invloed in de minderheidsdeelneming beschikt. In dit geval past een bij de waardering van meerderheidsbelangen behorende werkwijze. Een aan de niet geconsolideerde meerderheidsbelangen analoge behandeling - op grond van het voorgaande de waardering tegen intrinsieke waarde of lagere rentabiliteitswaarde - ligt daarbij voor de hand.

De rendementswaardemethode houdt in dat in de resultatenrekening van de moedermaatschappij van de winst door de minderheidsdeelneming behaald slechts het uitgekeerde dividend als bate wordt verantwoord. Niet alleen om praktische redenen, doch ook op grond van de wenselijkheid van het synchroon tonen van beleid en verantwoording daarover, ligt boeking van het ontvangen dividend ten gunste van de eigen resultatenrekening over het jaar van de betaalbaarstelling voor de hand. Verhogingen of verlagingen van de rendementswaarde als gevolg van mutaties in het gehanteerde normatieve rendement of wijzigingen in het niveau van de door de minderheidsdeelneming gedeclareerde dividenden behoren in deze ziens-

wijze door de houdstermaatschappij als herwaarderingsverschillen te worden beschouwd en buiten de resultatenrekening gehouden, tenzij door een lagere waardering een verlies ten opzichte van de kostprijs ontstaat.

Diverse opmerkingen

- a. Bij toepassing van het hiervoor aanbevolen systeem van waardering van minderheidsbelangen tegen de rendementswaarde is het in de praktijk weinig bevredigend werkende systeem van afschrijving op ten opzichte van de intrinsieke waarde betaalde goodwill niet meer of in verhoudingsgewijs geringere mate aanwezig.

De kans op een belangrijke deviatie tussen kostprijs en rendementswaarde is namelijk geringer dan de kans op een afwijking tussen kostprijs en intrinsieke waarde. Het element van een extra betaling voor overwinst boven het rendement over het intrinsieke vermogen speelt bij de waardering tegen rendementswaarde in feite geen rol.

- b. Aantrekkelijk is voorts, dat in de jaarstukken van de houdstermaatschappij een doorzichtige verhouding wordt verkregen tussen het in minderheidsdeelnemingen vastgelegde vermogen en het daarop behaalde rendement. Deze verhouding wordt niet beïnvloed door als regel niet medegedeelde afboekingen op betaalde goodwill.
- c. De verslaglegging van de houdstermaatschappij kan worden aangevuld met een toelichting vermeldend de intrinsieke waarde of het aandeel in het netto-actief. Een oordeel omtrent het al dan niet gemotiveerd zijn van de afwijking tussen de waardering op rendementswaarde en intrinsieke waarde is echter zonder verdere toelichting niet mogelijk.

Aangezien de intrinsieke waarde van minderheidsdeelnemingen in de verhoudingen als hiervoor geschetst is gedegradieerd tot een rekengrootheid, lijkt het geen bezwaar te ontmoeten van het vermelden van dit gegeven af te zien.

- d. De verantwoording van niet meer dan het getoucheerde dividend in de jaarrekening van de houdstermaatschappij geeft in vergelijking met de verantwoording van het evenredig deel in de behaalde winst een beter inzicht in de door het bestuur van de houdstermaatschappij zelve gevoerde politiek van winst-inhouding, terwijl de berekening van statutaire winstuitkeringen bij laatstgenoemde vennootschap niet tot onjuiste bedragen leidt.