

ECONOMISCH-STATISTISCHE BERICHTEN

UITGAVE VAN DE STICHTING HET NEDERLANDSCH ECONOMISCH INSTITUUT

15 oktober 1969

54e jrg.

No. 2717

Verschijnt wekelijks

COMMISSIE VAN REDACTIE:

H. C. Bos; R. Iwema; L. H. Klaassen;
H. W. Lambers; P. J. Montagne; A. de Wit

REDACTEUR-SECRETARIS:

P. A. de Ruiter

ADJUNCT REDACTEUR-SECRETARIS:

J. van der Burg

COMMISSIE VAN ADVIES VOOR BELGIË:

F. Collin; J. E. Mertens de Wilmars;
J. van Tichelen; R. Vandeputte; A. J. Vlerick

SECRETARIS COMMISSIE VAN ADVIES VOOR BELGIË:

J. Geluck

INHOUD

Bedrijfseconomische problemen ...	993
<i>Dr. Mr. P. W. Huizenga:</i>	
Het wetsontwerp op de jaarrekening van ondernemingen	994
<i>Drs. J. Bulte en Drs. F. Krens:</i>	
Verslaggeving en concentraties van ondernemingen	997
<i>Prof. Dr. R. Slot:</i>	
Hoogovens in de groei	1002
<i>W. J. de Ridder:</i>	
Het jaarverslag van de aannemingsmaatschappij	1005
<i>Drs. J. van Helleman en Drs. Ph. J. Maat:</i>	
Mulder-Vogem, „het getrouwe beeld” en het ontwerp van wet op de jaarrekening	1010
Mededelingen	1014
Geld- en kapitaalmarkt	1015
Boekennieuws	1016

AUTEURSRECHT VOORBEHOUDEN

Bedrijfseconomische problemen

worden in *ESB* niet al te frequent aangesneden, zoals de lezer weet. Het blad is nu eenmaal vooral macro-, sociaal- of algemeen-economisch georiënteerd. En dat zal ook wel zo blijven. Niettemin kan het geen kwaad van tijd tot tijd eens een belangrijke bedrijfseconomische „issue” in het blad ter discussie te stellen.

Dat gebeurt dit keer zelfs in de vorm van een speciaal nummer. Dit is in zijn geheel gewijd aan *verslaggeving*. Belangrijk is dit onderwerp om tweeërlei reden. Allereerst is daar het vorig jaar verschenen wetsontwerp op de jaarrekening van ondernemingen, dat — naar verwacht — binnen niet al te lange tijd wet zal worden. In de tweede plaats is daar de verslaggeving, zoals zij in de praktijk gestalte krijgt. En die is helaas nog maar al te vaak onvoldoende en ondoorzichtig. Hierdoor kunnen verwachtingen worden gewekt, die achteraf weinig realistisch blijken. Een modern-industriële samenleving is — al was het slechts terwille van een juiste besluitvorming — gebaat bij een open, doorzichtige en duidelijke verslaggeving.

Vanuit verschillende gezichtshoeken wordt de verslaggeving in dit nummer behandeld. Allereerst is er de meer algemene problematiek rond het reeds genoemde wetsontwerp. Dr. Mr. P. W. Huizenga somt enkele leemten in het wetsontwerp op. Hij kan dat met enig gezag doen; hij promoveerde enige tijd geleden namelijk op *De jaarrekening van ondernemingen; beschouwingen over de voorstellen tot wettelijke regeling*.

Het concentratieverschijnsel vult praktisch dagelijks de financieel-economische kolommen van de dagbladen. Een belangrijke rol in dit concentratieproces speelt uiteraard de verslaggeving. Essentieel probleem immers is in dit proces de waardering van de overgenomen onderneming op de balans van de combinatie. Daarover schrijven in dit nummer Drs. J. Bulte en Drs. J. Krens. Zij besteden vooral veel aandacht aan de Amerikaanse visie op dit probleem.

Sprekend over het concentratieverschijnsel kan men moeilijk voorbijgaan aan de fusie-activiteiten in de bouwnijverheid. Daar wordt wat afgefuseerd. De belangstelling voor bouwaandelen is dan ook groot, zo ook — uiteraard — voor de desbetreffende jaarverslagen. Hier wordt men echter met een doolhof van waarderingsregels en balansopstellingen geconfronteerd. Vandaar de bijdrage van de heer W. J. de Ridder. Daarin worden enige aspecten van de jaarverslaggeving van aannemingsmaatschappijen besproken.

Twee besprekingen van afzonderlijke jaarverslagen completeren het geheel. Voorbeelden van „hoe verslaggeving wel moet” (Hoogovens, door Prof. Dr. R. Slot) resp. „hoe zij niet moet” (Mulder-Vogem, door Drs. J. van Helleman en Drs. Ph. J. Maat).

Dit nummer is een co-productie tussen Utrecht en Rotterdam. Om preciezer te zijn, tussen het Economisch Instituut van de R.U. te Utrecht (Huizenga en Slot) en het Bedrijfseconomisch Instituut van de NEH te Rotterdam (Bulte, Van Helleman, Krens, Maat en De Ridder). De redactie is beide instituten en hun bemanning zeer erkentelijk.

dR

Het wetsontwerp op de jaarrekening van ondernemingen

INLEIDING

Reeds spoedig na de tweede wereldoorlog werd van regeringszijde een poging gedaan de structuur van de onderneming tot onderwerp van studie te maken met de bedoeling om aan de maatschappelijke ontwikkeling passende juridische vormen te geven. Bij gebrek aan overeenstemming in de Stichting van de Arbeid kon echter geen advies worden uitgebracht. In 1960 werd ingesteld de Commissie Ondernemingsrecht onder voorzitterschap van Prof. Mr. P. J. Verdam. Deze commissie kreeg tot taak een onderzoek in te stellen naar de vraag of de rechtsvorm van de onderneming herziening behoeft, en daarbij in het bijzonder aandacht te besteden aan het bestuur en toezicht bij de grote onderneming, alsmede aan de publieke verantwoording van de onderneming.

Een grote sprong voorwaarts was de verschijning van het Rapport van de commissie-Verdam *Herziening van het ondernemingsrecht* in 1965, waarin velerlei onderwerpen werden behandeld met voorstellen tot wettelijke regeling, zoals die inzake het enquêterecht, de ondernemingsraden, de jaarrekening van ondernemingen en de structuur van de naamloze vennootschap. Voor ons is hier van belang hoofdstuk IV, waarin een voorontwerp van Wet op de jaarrekening van ondernemingen, vergezeld van een toelichting, wordt aangeboden.

Dr. J. R. M. van den Brink beschouwde dit hoofdstuk als één van de belangrijkste, rijpste en evenwichtigste van het gehele rapport, dat echter door zijn schijnbaar vaktechnisch karakter minder publieke aandacht kreeg dan het verdiende. Naar zijn vaste overtuiging zal de praktijk leren, dat de voorstellen inzake de jaarrekening de grootste en de meeste positieve invloed op de functionering van ons ondernemingswezen hebben gehad¹.

We kunnen instemmen met de mening, dat het voorontwerp van wet, en nog meer het wetsontwerp, een aanzienlijke verbetering is, vergeleken met de huidige voorschriften; toch blijft een voorspelling over het resultaat van wettelijke bepalingen altijd moeilijk. Bij de wet van 1928 werden door velen heilloze gevolgen verwacht van de publikatieplicht voor open NV's, zulks geheel ten onrechte. Anderzijds is van de bedoeling van deze wet — die ook strafrechtelijk gesanctioneerd is — dat de jaarrekening een juist beeld zou geven van vermogen en resultaten, weinig terecht gekomen.

WETSONTWERP

In 1968 verscheen het wetsontwerp op de jaarrekening van ondernemingen met de Memorie van Toelichting, dat op enkele punten verbeteringen behelsde van het voorontwerp, doch in hoofdlijnen daaraan gelijk was. Van de zijde van de Tweede Kamer verscheen een Verslag van een commissievergadering tot het horen van personen en het

Voorlopig Verslag, in juli 1969 gevolgd door de Memorie van Antwoord van de Minister, samen met een Nota van Wijzigingen (Bijlagen *Handelingen Tweede Kamer*, Zitting 1968-1969, 9595, nrs. 1-7).

Naar verwachting kan het wetsontwerp binnen enkele maanden wet worden. Jaren van voorbereiding mogen hieraan vooraf zijn gegaan, deze tijd is nog maar kort vergeleken met die, welke gemoed was met de pogingen tot herziening van de wettelijke regeling van het vennootschapsrecht van 1838, die na een wetsontwerp in 1871, een Staatscommissie in 1879, een wetsontwerp in 1910 met een verslag van de Tweede Kamer in 1919 en een gewijzigd ontwerp in 1925, leidden tot de wet van 2 juli 1928, welke thans nog van kracht is als onderdeel van het Wetboek van Koophandel, art. 36-56h. De ontwikkeling van de wetgeving moge voor versnelling vatbaar zijn, men richte zijn klachten niet tot de regering of het parlement, doch in eerste instantie aan het maatschappelijk leven, dat de feilen in eigen boezem dient te bestuderen, zo mogelijk te verhelpen en wegen moet wijzen ter verbetering. Pas de laatste jaren is dit op gang gekomen.

Het wetsontwerp beoogt voorschriften te geven voor de jaarrekening, d.w.z. de balans, de winst- en verliesrekening en de toelichting, en zulks niet alleen voor naamloze vennootschappen, doch ook voor de andere rechtspersonen, waarin gewoonlijk een bedrijf wordt uitgeoefend, nl. de coöperatieve vereniging en de onderlinge waarborgmaatschappij.

Daarbij is wel de vraag gesteld of niet ook de commanditaire vennootschap op aandelen moet worden genoemd, zoals ook het geval is in de eerste Richtlijn van de EEG van 9 maart 1968.

INZICHT IN DE FINANCIËLE POSITIE

De jaarrekening moet volgens artikel 3 van het wetsontwerp getrouw en stelselmatig de grootte en de samenstelling van vermogen, en resultaat van de onderneming weergeven. Dit ter bereiking van het doel van de jaarrekening volgens artikel 2, nl. dat zij een verantwoord oordeel mogelijk moet maken over het vermogen en het resultaat en, voorzover de aard van een jaarrekening dat toelaat, over de solvabiliteit en de liquiditeit. Deze beperking kwam niet voor in het voorontwerp en is toegevoegd op advies van de SER, die deze beperking ook wilde laten gelden voor het vermogen en de rentabiliteit. Deze zinsnede lijkt ons niet direct noodzakelijk. De regering trouwens meent in een ander verband, dat grote besloten NV's alleen een verkorte balans dienen te publiceren; dit zou voldoende zijn om

¹ Rede voor het departement Amsterdam van de Nederlandse Maatschappij voor Nijverheid en Handel op 8 december 1965 (niet in de handel).

crediteuren een zeker inzicht in de liquiditeit en de solvabiliteit te geven (Memorie van Toelichting, blz. 11). G. L. Groeneveld² en J. Brands³ achten genoemde beperking vooral van belang voor de liquiditeit.

A. F. Tempelaar wijst op andere middelen om daarin een goed inzicht te verkrijgen, nl. vergelijkende cijfers van vorige jaren. Het is merkwaardig, dat de regering dit afwijst, hoewel van praktisch alle kanten daarom gevraagd is, en vrijwel alle jaarrekeningen de cijfers van het vorige jaar en vele die van vijf of tien jaren geven. Zonder de cijfers van het vorige jaar kan men uit het jaarverslag niet eens het gemiddelde vermogen over het verslagjaar aflezen.

Vergelijkende cijfers bieden reeds inzicht over het verloop van de liquiditeit in het verleden als basis voor die van de toekomst. Daarnaast wordt steeds meer gewezen op de wenselijkheid van een prospectief karakter van de jaarrekening, omdat de verschillende belanghebbenden inzicht wensen in de nabije toekomst, die de huidige waarde van de onderneming en haar resultaten goeddeels bepalen.

Vele bepalingen van het wetsontwerp wijzen reeds in deze richting. Men denke aan de looptijd van de schulden, aan het vermelden van langlopende verplichtingen, o.a. inzake belangrijke investeringen (art. 25). Bij de waardering der posten verlangt de Memorie van Toelichting (blz. 12), dat rekening gehouden wordt met feiten na de balansdatum. Het wetsontwerp noemt niet het splitsen van de voorzieningen naar de termijn, hetgeen wij wél gewenst achten. In de toelichting of in het bestuursverslag kunnen velerlei gegevens over de toekomst een plaats vinden, die ook over de toekomstige liquiditeit en solvabiliteit een inzicht geven, zoals het Werkgeversrapport van 1962 nadrukkelijk vroeg (blz. 48, 49). Men denke verder aan gegevens over de kredietpositie en de orderportefeuille.

Het wetsontwerp stelt echter geen eisen aan het bestuursverslag. Dit moge voorshands een begrijpelijke beperking zijn, de ontwikkeling gaat verder en zowel het voorontwerp-Sanders voor een Europese NV als een voorontwerp van Europese accountants nemen het bestuursverslag op in hun ontwerpen. Wij herinneren voorts aan de mening van A. Goudekot, dat in de toekomst de accountantsverklaring het gehele jaarverslag zal betreffen.

DE WAARDERINGSGRONDSLAGEN

Wellicht het belangrijkste punt uit het wetsontwerp is de formulering van de waarderingsgrondslagen in artikel 5, die moeten voldoen aan „normen, die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd”. Bij deze vage omschrijving is het gevaar groot, dat verouderde normen die nog steeds worden toegepast blijven gelden. Enerzijds is het niet onbegrijpelijk, dat de Minister zich op de vlakke houdt gezien de verscheidenheid in de praktijk. Anderzijds heeft een wettelijke regeling pas zin, als zij doelbewust verouderde opvattingen verwerpt en de weg baant voor betere inzichten. Het maatschappelijk verkeer heeft namelijk geen gelijke tred gehouden met de bedrijfseconomische inzichten. Hofstra stelt het nogal scherp, als hij opmerkt, dat het bedrijfsleven dikwijls verward is in een al te voorzichtige commerciële praktijk, die in vele gevallen meer op willekeur dan op bedrijfseconomisch inzicht berust en dat de gepubliceerde jaarverslagen vaak meer gericht zijn op het verbergen van de winst dan op een reële berekening daarvan.

Het lijkt daarom beter om de term „goed koopmansgebruik” in te voeren; ook genoemd in de Regelen Beroepsuitoefening Registeraccountants en bijv. door R.

Burgert en Th. S. IJsselmuiden voorgestaan. Deze term heeft in de fiscale jurisprudentie bedrijfseconomische inhoud gekregen en de interne jaarrekening is dikwijls gelijk aan de fiscale, afgezien van speciale fiscale privileges en verbodsbepalingen. De gepubliceerde jaarrekening zal na inwerkingtreding van de wet wel gelijk moeten zijn aan de interne. Dit zou men althans kunnen afleiden uit het feit, dat beide door dezelfde accountant worden gecontroleerd. Bij afwijkingen tussen beide lijkt het gewenst, dat hiervan melding wordt gemaakt. Het wetsontwerp stelt deze eis echter helaas niet.

In de Memorie van Toelichting (blz. 14), beveelt de Minister aan, dat het bedrijfsleven en de accountancy de waarderingsgrondslagen zouden inventariseren en toetsen, en blijkens de Memorie van Antwoord (blz. 6) verheugt het de Minister, dat deze instanties contact met elkaar hebben opgenomen. Op korte termijn kan hiervan echter naar onze mening weinig worden verwacht.

Als concrete waarderingsgrondslag zouden wij de vervangingswaarde voorgeschreven willen zien. Het Werkgeversrapport van 1962 beval deze aan (blz. 32, 33). H. H. M. Foppe stelde, dat alleen een balans op basis van de vervangingswaarde een getrouw beeld geeft. Dit klemte te meer, nu vele bedrijven die niet naar vervangingswaarde waarden toch op deze basis afschrijven. Burgert stelt o.i. terecht voor terwille van de objectiviteit, dat een splitsing zal plaatsvinden in de toelichting van historische kostprijs en van de herwaardering op basis van indexcijfers. Van vele kanten is ook gewezen op de wenselijkheid de reden te vermelden van wijziging der waarderingsgrondslagen. Ook dit wordt echter in het wetsontwerp niet genoemd.

STILLE RESERVES

Het is duidelijk, dat waardering op basis van historische kostprijs vrijwel steeds stille reserves doet ontstaan, die door artikel 6 worden verboden. Een andere bron zijn de voorzieningen: het wetsontwerp dient duidelijk te vermelden, dat vorming en wijziging van voorzieningen afzonderlijk dienen te worden vermeld en toegelicht, zoals het dit wel ten aanzien van reserves heeft voorgeschreven.

De mogelijkheid voor bankbedrijven om reserves onder de post Crediteuren te verbergen, lijkt ons niet meer urgent. Het voorontwerp bood zelfs de mogelijkheid om bankgebouwen op f. 1 te waarden, als zijnde een internationaal gebruik. De waarde van dit argument daargelaten, juist thans wordt door grote bankbedrijven dit standpunt verlaten! Daaruit valt te zien, dat niet te gemakkelijk vastgehouden moet worden aan wat in sommige sectoren van de maatschappij als aanvaardbaar wordt beschouwd.

Om stille reserves te weren is het van groot belang, dat de duurzame activa beter worden gespecificeerd, nl. de basiswaarde, de geaccumuleerde afschrijvingen, de afschrijving over het verslagjaar, de afschrijvingssystemen en -percentages, alles per categorie. Voorts de jaarlijkse investeringen en onttrekkingen. Het is teleurstellend, dat vermelding van alleen de boekwaarde mogelijk blijft. Bij de immateriële activa is het van belang de in aanmerking komende activa in de balans op te voeren en de afschrijvingen afzonderlijk te vermelden. Daarnaast dienen de

² Zie voor deze en andere auteurs onze publikatie *De jaarrekening van ondernemingen. Beschouwingen over de voorstellen tot wettelijke regeling*, Deventer 1969. Aldaar niet genoemde bronnen worden hier vermeld.

³ J. Brands: „Openheid bij de naamloze vennootschap”, *ESB* van 27 augustus 1969, blz. 825.

jaarlijkse uitgaven voor immateriële activa vermeld te worden. Beide laatstgenoemde wensen vermeldt het wetsontwerp niet.

Een tweetal voorbeelden van stille reserves van recente datum zij hier genoemd. Bij de overneming van De Verzekerings-Unie kwam het bod uit op een koers van 4375%, terwijl de incurante advieskoers 650% was (*Het Financieele Dagblad* van 28 juli jl.). Bij het bod op De Nederlandsche Vlasspinnerij bleek, dat terreinen en gebouwen op de balans stonden voor vier ton, doch dat de werkelijke waarde enkele miljoenen bedroeg (*De Volkskrant* van 2 september jl.).

DEELNEMINGEN

Deze materie is in het wetsontwerp nogal uitvoerig en ingewikkeld geregeld, terwijl juist op dit terrein naar onze mening de discussies nog niet tot voldoende eenheid van gedachten hebben geleid. In het wetsontwerp wordt tevens een formeel criterium gehanteerd, zodat een kapitaalsdeelname van 25% in ieder geval als deelneming moet worden beschouwd. Een materieel criterium, zoals van verschillende zijde is bepleit, lijkt ons juister, nl. het feitelijk beheersen van de deelneming, tenzij dit van tijdelijke aard is of niet past in het kader van de onderneming.

RESULTATENREKENING

De omzet behoeft slechts te worden aangeduid met verhoudingscijfers ten opzichte van het vorige jaar. Aan het concurrentie-argument tegen het vermelden van de absolute cijfers kan worden tegemoetgekomen door van ondernemingen met heterogene activiteiten een splitsing te verlangen van de kosten en de winst per produktgroep. De Amerikaanse Securities and Exchange Commission heeft dit onlangs voorgeschreven voor ondernemingen met produktgroepen, die minstens 15% tot de omzet of de winst bijdragen (10% voor bedrijven met meer dan \$ 50 mln. omzet, *Het Financieele Dagblad* van 19 juli jl.).

Ook is van belang een goede splitsing van zowel de bijzondere baten als de bijzondere lasten, die beide over de resultatenrekening dienen te lopen. Een methode als van Bensdorp Internationaal N.V., wier geconsolideerde jaarrekening een verlies vertoont van f. 71.000, doch die rechtstreeks van de vrije reserves één miljoen afboekt wegens termijnmarktverliezen en drie ton wegens dividendbetaling, lijkt niet aan te bevelen (*Het Financieele Dagblad* van 25 juli jl.). In het wetsontwerp wordt een dergelijke handelwijze niet nadrukkelijk uitgesloten.

In dit verband zij nog gewezen op het winstbegrip van de statuten van vele N.V.'s, goedgekeurd door het Departement van Justitie. Dit winstbegrip, na de zgn. reserveringen boven de streep, door Van der Grinten de vennootschappelijke winst genoemd, heeft niets meer gemeen met de winst van de meeste jaarverslagen en met het winstbegrip van het wetsontwerp.

SANCTIES

De vraag rijst, hoe men kan nagaan of de besloten onderneming voldoet aan de wet op de jaarrekening. Wij merken hierbij op, dat van de open NV's slechts een minderheid ter beurse genoteerd is, en dat de overige moeten publiceren, omdat zij aandelen aan toonder hebben uitstaan (of wier statuten de mogelijkheid daartoe openen), die op de incurante markt worden verhandeld. Vele besloten

NV's, van wie aandelen op naam incurant worden verhandeld, geven trouwens vrijwillig een jaarverslag uit, evenals sommige andere besloten NV's, bijv. DAF, de SHV, Verenigde Papierfabrieken Eerbeek.

Bij de grote besloten NV denkt de Minister alleen aan de publikatie van een verkorte balans. Dit strijdt echter met de eerste Richtlijn van de EEG, die ook deponering van een winst- en verliesrekening voorschrijft.

Voor de kleinere besloten onderneming, die niets behoeft te publiceren, zien we geen voldoende sancties aanwezig. Deze behoeven zelfs geen accountantscontrole, en de weg van een procedure door een aandeelhouder bij de ondernemingskamer lijkt ons in het algemeen niet veel hulp te bieden.

Wat de open en de grote besloten onderneming aangaat, zou men aan de volgende stappen kunnen denken, waarbij de Kamers van Koophandel een meer actieve rol kunnen spelen, zoals ook in het Voorlopig Verslag door enkele leden is gevraagd:

1. De Kamer van Koophandel controleert aan de hand van de wet, waarbij ook de statuten nagegaan moeten worden, of een onderneming haar jaarrekening moet deponeren bij het Handelsregister.
2. De Kamer van Koophandel gaat na, of er een accountantsverklaring is, en beziet ook zelf of de onderneming globaal aan de wettelijke eisen voldoet.
3. Klaarblijkelijke gevallen van overtreding worden gemeld aan de Procureur-Generaal van het Gerechtshof te Amsterdam, zodat deze kan overwegen een geding bij de ondernemingskamer aanhangig te maken. Dit kan tevens geschieden door anderen die jaarverslagen bestuderen, waarbij op vermeende tekortkomingen wordt gewezen. Wij denken hierbij bijv. aan de financiële pers, die systematisch jaarverslagen pleegt te analyseren. De Procureur-Generaal kan echter alleen een rechtsvordering instellen op grond van het openbaar belang; dit is althans bij Nota van Wijzigingen voorgesteld. Gezien deze clause en de lijdelijkheid van de rechterlijke macht, vooral ten aanzien van de economische wetgeving, is langs deze weg wellicht niet veel te bereiken. Daarom zou de vraag naar een vennootschapskamer, die ambtshalve jaarrekeningen kan controleren, naar onze mening toch weer gesteld kunnen worden.

De handhaving van de economische wetgeving is altijd moeilijk geweest, wellicht mede omdat overtreding daarvan niet voldoende in het rechtsbewustzijn is geworteld. Moeilijk ook door de inrichting van het economisch leven met concurrentie, strijd om het bestaan en streven naar winst.

In het bovenstaande hebben wij getracht enkele leemten in het wetsontwerp aan te duiden. Het komt ons voor, dat vooral in de Memorie van Antwoord niet voldoende is getracht aan de talrijke bezwaren tegemoet te komen, die in de literatuur en in het Voorlopig Verslag zijn gesteld. Indien aan deze bezwaren wordt tegemoet gekomen menen we, dat het wetsontwerp een belangrijke stap kan zijn naar betere verslaggeving, nu nog steeds vele vooraanstaande bedrijven op essentiële punten tekort schieten en nog regelmatig frappante staaltjes van misleiding naar voren komen, vooral bij overnames. Een wettelijke regeling alleen is echter niet voldoende. De leiding der ondernemingen, de accountancy en de rechterlijke macht zullen beziel moeten zijn met de geest der wettelijke regeling, wil deze aan haar doel beantwoorden.

Dr. Mr. P. W. Huizenga

Verslaggeving en concentraties van ondernemingen

Enkele beschouwingen over de betekenis van het karakter van een concentratie voor de verslaggeving

INLEIDING

Het tot stand komen van concentraties van ondernemingen¹ heeft zich in de laatste jaren sterk ontwikkeld. In vrijwel alle sectoren van het bedrijfsleven komt dit concentratieverschijnsel voor. De oorzaken van deze ontwikkeling zijn genoegzaam bekend: toenemende concurrentie, de invloed van de EEG, de noodzaak tot groei, en de wens tot spreiding van risico-kunnen als voornaamste factoren worden genoemd.

Er is een grote mate van diversiteit in technische concentratievormen, waarvan als voornaamste worden genoemd:

- a. Het winstpoolingscontract;
- b. de Holding Company constructie, waarbij de Holdingmaatschappij door ruil van eigen aandelen, de aandelen van de te combineren ondernemingen verwerft;
- c. het oprichten van een nieuwe werkmaatschappij, waar alle activa en passiva van de deelnemende ondernemingen worden ingebracht;
- d. de verwerving van een onderneming door een andere onderneming, hetzij d.m.v. ruil van aandelen, hetzij door betaling per kas.

In dit artikel zullen wij enige aspecten van de verslaggeving van concentraties van ondernemingen behandelen, *met name de betekenis van het karakter van de concentratie voor deze verslaggeving*. Als uitgangspunt is het gewenst te memoreren, dat een concentratie (fusie) vaak het karakter zal hebben van²:

- a. Een verwerving van de ene onderneming door een andere;
- b. een combinatie van ondernemingen zonder dat daarbij sprake is van verwerving van de ene onderneming door een andere.

In beide gevallen kan hetzij betaling per kas, hetzij aandelenruil plaatsvinden.

Uitdrukkelijk stellen wij, dat de problematiek van de waardebeoordeling van ondernemingen als zodanig niet aan de orde komt. Zoals reeds gesteld gaat het in dit artikel alleen om de verslaggeving. Het essentiële probleem bij de verslaggeving van concentraties is de waardering van de overgenomen onderneming op de balans van de combinatie. D.w.z. hetzij de wijze van waardering van de post deelnemingen op een niet-geconsolideerde balans, hetzij de wijze van waardering van de activa en passiva op een geconsolideerde balans. In de Verenigde Staten van Amerika is hierover reeds jarenlang een diepgaande discussie gaande. De voorlopige conclusies kunnen wij als volgt samenvatten:

Bij betaling per kas zal waardering tegen verkrijgingsprijs in overeenstemming zijn met goed koopmansgebruik (deze uitdrukking wordt door ons in dit artikel gehanteerd als equivalent voor de Amerikaanse uitdrukking „generally accepted accounting principles”, afgekort g.a.a.p.). Bij ruil van aandelen zal de verkrijgingsprijs (beurswaarde van de ten behoeve van de verkrijging uitgegeven aandelen) dan wel de intrinsieke waarde van de aandelen bepalend zijn voor de waardering.

Met betrekking tot de post deelnemingen zal het bovenstaande voor zichzelf spreken, evenzo met betrekking tot de waardering van de activa en passiva afzonderlijk naar intrinsieke waarde. Bij waardering van de afzonderlijke activa en passiva naar verkrijgingsprijs houdt het in, dat de totale verkrijgingsprijs wordt verdeeld over deze afzonderlijke activa en passiva (zie hierna).

De keuze tussen de verschillende waarderingwijzen is echter niet vrij, maar wordt bepaald door het karakter van de gevormde combinatie. Deze binding van de waarderingwijze aan het karakter van de samenwerking is — voor zover ons bekend — in Nederland niet of nagenoeg niet aan de orde gekomen. Wij menen, dat hier te lande in deze sprake is van een pragmatische benadering. Een duidelijker probleemstelling — zoals in Amerika — ontbreekt.

Het lijkt ons interessant deze Amerikaanse visie en de verderre ontwikkeling daarvan in dit artikel nader te bespreken en voor zover mogelijk de praktische uitwerking van deze visie te vergelijken met de Nederlandse opvattingen.

DE AMERIKAANSE VISIE

Bij de vorming van combinaties van ondernemingen maakt men een onderscheid tussen twee typen, te weten de „purchase” en de „pooling of interests”. Dit onderscheid is van groot belang, omdat de wijze van waardering van de deelnemende ondernemingen per type combinatie verschilt. Dit is een gevolg van een verschil in karakter van de concentratie dat aan bovengenoemde typen-indeling ten grondslag ligt.

¹ Onder een concentratie of combinatie van ondernemingen verstaan wij het samengaan van voordien zelfstandig geleide ondernemingen onder één centrale leiding. Een fusie dus in de ruime betekenis van het woord.

² Ontleend aan J. F. Haccou: *De fusie als vorm van concentratie*.

In essentie is een „pooling of interests” een combinatie van ondernemingen waarbij de eigenaars (aandeelhouders) van deze tot dusver zelfstandige ondernemingen eigenaars worden van de nieuwe onderneming — de combinatie — die alle activa e.d. van de oorspronkelijke ondernemingen bezit, hetzij direct, hetzij indirect. De belangen van de eigenaars worden gecontinueerd.

Verdere karakteristieken van een „pooling” zijn o.m. dat de deelnemende ondernemingen als zodanig blijven bestaan, dat er continuïteit is in de leiding en dat het ondernemingen betreft van ongeveer gelijke grootte. Deze criteria zijn neergelegd in de *Accounting Research Bulletins* no. 40, 43 en 48 (van resp. 1949, 1954, 1957), waarbij zij opgemerkt, dat in deze respectievelijke ARB's het criterium „continuïteit van de belangen van de eigenaars” steeds van belang is geacht, terwijl aan de grootte van de onderneming als criterium later vrijwel geen aandacht meer is besteed.

In essentie is er sprake van continuïteit in de belangen van de eigenaars (ownership continuity) — volgens ARB no. 48 — als de (nieuwe) aandelen, die de aandeelhouders van de overgenomen onderneming(en) ontvangen, in de combinatie verhoudingsgewijs een zelfde belang vertegenwoordigen als de aandeelhouders voordien in de oorspronkelijke ondernemingen bezaten. Bovendien mogen de stemrechten van de aandeelhouders niet substantieel veranderd worden. Daar komt nog bij, dat noch vóór de vorming van een combinatie, noch kort daarna een belangrijke verandering in de samenstelling van de groep aandeelhouders mag optreden.

Wordt bij een concentratie van ondernemingen aan bovengenoemde criteria niet voldaan, dan wordt de combinatie geacht een „purchase” te zijn. Over de invloed hiervan op de verslaggeving het volgende.

Bij een combinatie gekarakteriseerd als een „pooling”, ontstaat geen nieuwe „basis of accountability”. De activa en passiva van de deelnemers worden onveranderd — dus tegen boekwaarden — in de combinatie overgenomen. Gestort kapitaal en reserves worden eveneens zo overgenomen, tenzij correctie i.v.m. de ruiltransactie noodzakelijk is.

Bij een „purchase” worden de activa en passiva van de opgekochte onderneming in principe gewaardeerd tegen verkrijgingsprijs, die in geval van aandelenruil veelal wordt gesteld op de beurswaarde ten tijde van de ruil. De bij de opgekochte onderneming tot dusver ingehouden winst wordt niet als zodanig overgenomen in de balans van de combinatie; deze is verdisconteerd in de verkrijgingsprijs³.

Opgemerkt zij hierbij nog dat bij „pooling” in de balans van de combinatie steeds de afzonderlijke activa en passiva zullen worden opgenomen, terwijl daarentegen bij „purchase” het alternatief bestaat alleen een post deelneming op te nemen.

Ter illustratie dient het volgende — aan een feitelijke situatie ontleende — cijfervoorbeeld⁴:

	Onderneming A	Onderneming B
Activa	\$ 189.200.000	\$ 7.600.000
Eigen vermogen, waarvan	„ 189.200.000	„ 7.600.000
Ingehouden winst	„ 115.000.000	„ 5.800.000
Netto winst (laatste jaar)	„ 14.200.000	„ 2.000.000
Beurskoers (gemiddelde laatste kwartaal)	„ 72,82	„ 55,25
Aantal uitstaande aandelen ...	4.287.000	542.000

Onderneming A emitteert 542.000 nieuwe aandelen en ruilt deze voor aandelen B.

Zoals reeds gesteld zal de combinatie een „pooling” dan wel een „purchase” zijn, afhankelijk van de vraag of al dan niet voldaan wordt aan vorengenoemde, voor een „pooling” geldende criteria. Bezien wij de uitwerking van deze twee alternatieven:

	Balans combinatie	Purchase	Pooling
Activa, waarvan	\$ 228.668.000	\$ 196.800.000	
Deelneming a)(542.000 aandelen à 72,82)	„ 39.468.000		
Eigen vermogen, waarvan	„ 228.668.000	„ 196.800.000	
Ingehouden winst	„ 115.000.000	„ 120.800.000	
Netto winst	„ 14.607.000b)	„ 16.200.000	

a) Mogelijk is ook een splitsing naar afzonderlijke activa en passiva.

b) Aangenomen is een amortisatie over 20 jaar van het verschil tussen verkrijgingsprijs en intrinsieke waarde: (\$ 39.468.000 — \$ 7.600.000) × 5% = \$ 1.593.000, waarmee de netto winst wordt verminderd. Netto winst: \$ 16.200.000 — \$ 1.593.000.

Duidelijke verschillen in presentatie treden aan de dag. De betekenis van deze verschillen ligt vooral in de gevolgen daarvan voor de uitkomsten van een aantal voor de financiële analyse relevante grootheden. Afhankelijk van de gekozen verslaggevingsmethode zullen deze grootheden een andere waarde krijgen. Hieronder volgt een resumé van enkele van dergelijke financieel-analytische gegevens voor het boven vermelde voorbeeld:

	Onder-neming A	Onder-neming B	Purchase	Pooling
Activa per aandeel	\$ 44,13	\$ 14,02	\$ 47,35	\$ 40,25
Netto winst per aandeel ...	\$ 3,31	\$ 3,69	\$ 3,02	\$ 33,36
Rentabiliteit totale vermogen			7,12%	8,2%
Idem na amortisatie			6,4%	

Het is denkbaar, dat er in dit geval aanleiding is om van een „pooling” te spreken. De voorstanders daarvan zullen dan dit geval als een „pooling” aanmerken als de belangen van de eigenaars worden gecontinueerd.

De redenering verloopt daarbij als volgt⁵:

Hoewel de aandelen van beide ondernemingen gedurende de (fusie-)onderhandelingsperiode voortdurend worden verhandeld en vele aandelen van eigenaar verwisselen, blijft het totaal geïnvesteerde eigen vermogen niettemin constant. De aandeelhouders als groep voegen noch vermogen toe, noch onttrekken vermogen aan de ondernemingen. De totale belangen blijven gehandhaafd.

Anderzijds is het denkbaar, dat men dit geval als een „purchase” beschouwt. De voorstanders daarvan zullen erop wijzen dat de koop van een onderneming in wezen niet verschilt van de koop van bijv. een enkel actief en dat dus in beide gevallen dezelfde handelwijze zal moeten worden gevolgd. Volgens „generally accepted accounting principles” brengt dit dan logischerwijs met zich een waardering naar verkrijgingsprijs⁶.

³ Zie ook Jack H. Fisch and Martin Mellman: „Pooling of Interests: The status of the criteria” (*Journal of Accountancy*, augustus 1968).

⁴ Ontleend aan R. C. Lauer: „The Case for Pooling” (*The Accounting Review*, januari 1966).

⁵ R. C. Lauer, op. cit.

⁶ Voor een uitvoeriger behandeling zie A. R. Wyatt: *A Critical Study of Accounting for Business Combinations*, 1963, (Accounting Research Study, No. 5).

Een belangrijk voordeel van de „pooling”-handelwijze is dat in feite het probleem van het verwerken van de goodwill in de jaarrekening wordt omzeild. Het essentiële verschil tussen beide methoden is de behandeling van de overwaarde (verrijingsprijs - intrinsieke waarde). Zou men bij „purchase”, bij opnemng van de afzonderlijke activa en passiva, de overwaarde direct afboeken, dan komen beide methoden op hetzelfde neer, met dien verstande echter dat de creditzijde van de balans van de combinatie verschillen blijft vertonen m.b.t. de samenstelling van het eigen vermogen. Essentieel hierbij is dat men van oordeel is, dat bij „purchase” de ingehouden winst van de overgenomen onderneming niet als zodanig mag worden overgenomen, omdat de post „retained earnings” alleen de door de onderneming in kwestie zelf ingehouden winst mag bevatten.

Zoals reeds gesteld is de consequentie van een „purchase” dat een bedrag, zijnde het verschil tussen verrijingsprijs en boekwaarde van de activa en passiva van de overgenomen onderneming, in de balans van de combinatie moet worden opgevoerd, nl. hetzij als goodwill, hetzij zodanig verdeeld over de activa dat men tot een „fair value” (ca. vervangingswaarde) van deze activa komt, hetzij door een combinatie van beide.

Deze behandeling acht men in Amerika te behoren tot de „generally accepted accounting principles”. In de periode 1949-1960 hebben van 175 ondernemingen 57 een post goodwill opgevoerd, waarop in 32 van de gevallen geleidelijk werd afgeschreven (zie de tabel). Indien de activa worden geherwaardeerd stapt men af van de historische uitgaafprijs-gedachte en worden verschillende waarderingsgrondslagen in de balans van de combinatie naast elkaar toegepast, hetgeen door velen als een belangrijk nadeel wordt gezien. Andere consequenties van „purchase” zijn, dat de verrijingsprijs wordt geaccentueerd en dat de ingehouden winst van de overgenomen onderneming als zodanig verdwijnt.

Concluderend kunnen wij stellen, dat de „purchase”-behandeling de grootste comptabele problemen met zich brengt en dat velen vermoedelijk juist daarom de voorkeur geven aan „pooling”. Dit betekent dat men bij de keuze het karakter van de combinatie in feite niet als basis neemt, terwijl juist dit het essentiële uitgangspunt moest zijn. Daarbij moet men bedenken dat, alhoewel veel aandacht is besteed aan het formuleren van de criteria m.b.t. het karakter van de combinatie, door een grote verscheidenheid in interpretatiemogelijkheden een duidelijk richtsnoer in feite afwezig bleek.

Mede om tot een duidelijker standpunt in deze te komen, verrichtte Wyatt ⁷ in 1963 een studie, waaruit wij enkele aanbevelingen hier overnemen.

1. Wanneer een combinatie van ondernemingen in essentie neerkomt op „an exchange transaction” tussen onafhankelijke ondernemingen, zal de behandeling overeenkomstig „purchase” moeten plaatsvinden.

2. Wanneer een combinatie tot stand komt, waarbij geen substantiële veranderingen plaatsvinden, zoals bijv. het geval is bij een combinatie van twee juridisch zelfstandige, maar voordien reeds samenwerkende, ondernemingen zal een waardering zo nauwkeurig mogelijk aansluitend bij de bij afzonderlijke ondernemingen aangehouden „bases of accountability” moeten plaatsvinden. Dus „pooling”.

3. Wanneer een combinatie tot stand komt van onder-

Verslaggeving bij „purchase” m.b.t. het verschil tussen verrijingsprijs en boekwaarde (Amerikaanse situatie) a)

	Aantal combinaties			Aantal combinaties met geleidelijke amortisatie		
	1949-1952	1954-1956	1958-1960	1949-1952	1954-1956	1958-1960
Het verschil behandeld als:						
1. Positief verschil						
toevoeging aan:						
— Vaste activa	12	10	17	9	9	12
— Goodwill	7	20	17	1	8	13
— Goodwill en activa	1	8	4	1	6	3
— Immateriële activa, andere dan goodwill	0	0	5			3
ten laste van:						
— Afschrijvingsreserve	1	0	0			
— Ingehouden winst (direct) ..	12	1	0			
— Gestort kapitaal (direct) ..	0	2	0			
2. Negatief verschil						
ten laste van:						
— Goodwill	9	5	3			
— Vaste activa	1	1	4			
toevoeging aan:						
— Ingehouden winst	1	0	0			
— Diversen/onbekend	10	8	16			
	54	55	66	11	23	31

a) A. R. Wyatt, op. cit.

nemingen, die van ongeveer gelijke grootte zijn en waarbij het moeilijk is uit te maken welke onderneming in feite de koper is, zal van de zgn. „fair value pooling”-conceptie moeten worden uitgegaan. De combinatie is dan in feite een nieuwe onderneming en men geeft deze een „fresh start”, door een herwaardering van alle activa van alle ondernemingen op vervangingswaarden („fair value”) aan te bevelen.

Wyatt voegt hieraan toe, dat „fair value pooling” vrij weinig zal voorkomen en dat „purchase” zal overheersen. Wij zijn van mening, dat ook deze formulering van de relevante criteria niet als eenduidig kan worden aange-merkt, zodat — evenals dit met de vroeger geformuleerde criteria het geval is — er alle ruimte is voor verschil van opinie omtrent de in een concrete situatie te volgen handelwijze.

Dat de discussie in Amerika zo hoog oplaat verbaast ons geenszins. Aldaar wordt aan de presentatie van balans en resultatenrekening meer aandacht besteed dan in Nederland. Het indrukwekkende werk van Paul Grady, *Inventory of generally accepted accounting principles for business enterprises*, geeft hiervan duidelijk blijk en verdient met name in Nederland een ruimere aandacht te krijgen. Het is daarbij interessant te vermelden, dat de g.a.a.p. niet zijn ontstaan vanuit een bepaalde theorie, maar duidelijk vanuit een pragmatische aanpak.

De problematiek van het opstellen van de jaarrekening wordt praktisch bestudeerd teneinde oplossingen te vinden, die daarna — indien algemeen geaccepteerd — resulteren in nieuwe „accounting principles”. Deze inductieve wijze van benaderen van de problemen heeft goede resultaten opgeleverd, mede door de intensieve samenwerking tussen o.a. de effectenbeurzen, de S.E.C. en vooral de accountants-organisaties als The American Accounting Association en The American Institute of Certified Public Accountants. De dynamiek wordt daarbij geenszins uit het oog verloren.

⁷ A. R. Wyatt, op. cit.

Ondanks het feit, dat momenteel „pooling” is geaccepteerd als een g.a.a.p. blijft de discussie voortgaan. Wyatt's studie geeft hiervan een duidelijk voorbeeld door „pooling” in principe af te wijzen en „purchase” aan te bevelen. Daarbij moeten wij toch wel opmerken, dat juist door deze handelwijze een waardering naar vervangingswaarde zijn intrede doet, die door de Amerikanen in principe wordt afgewezen. Door de concentraties als een „purchase” aan te merken komt men echter tot deze daaruit logisch voortvloeiende waardering.

Niettemin blijft het probleem van de goodwill bestaan. Wij menen hierin de kern te onderkennen van de gehele waarderingproblematiek. Bij afzonderlijke opnemings van de activa en passiva van de overgenomen onderneming op de balans van de concentratie, wordt goodwill opgevoerd als het restant van het verschil tussen verkrijgingsprijs en boekwaarde van de activa, nadat eerst een deel van dit verschil over de activa van de opgekochte onderneming verdeeld is teneinde deze op vervangingswaarden te brengen. Dit restant komt afzonderlijk op de balans te staan en moet volgens Amerikaanse opvatting over een reeks van jaren geamortiseerd worden. Directe afboeking is volgens g.a.a.p. niet toegestaan. Dat in Amerika thans sommigen het direct afschrijven van dit restant toch aanbevelen, zij hier slechts terzijde opgemerkt.

In Nederland is het veelal gebruikelijk bij consolidatie betaalde goodwill direct, althans zo vlug mogelijk, af te boeken. Het voorzichtigheidsbeginsel speelt hierbij een belangrijke rol. Als willekeurig voorbeeld ontleen wij aan het jaarverslag van Unilever over 1968 (blz. 21):

„M.i.v. het boekjaar 1953, wordt ingeval bij de verwerving van nieuwe deelnemingen de kostprijs der verkregen aandelen de waarde van het door die aandelen vertegenwoordigde netto materiële actief te boven gaat, in de geconsolideerde jaarrekeningen het verschil ten laste van de reserves gebracht”.

GOODWILL

Goodwill kunnen wij omschrijven als het verschil tussen de rentabiliteitswaarde van een onderneming en haar — op vervangingswaarde gebaseerde — intrinsieke waarde. Het is de gekapitaliseerde overwinst van een onderneming. Op de berekeningswijze zullen wij niet nader ingaan, wél op de vraag, of op goodwill die bij de vorming van concentraties ontstaat al dan niet moet worden afgeschreven.

De jaarrekening dient onder meer kapitaalverschaffers inzicht te verschaffen in de financiële positie van een onderneming. De informatie over de „earning power” staat hierbij centraal. Een belangrijk gegeven hierbij is de in het verleden behaalde winst. De jaarrekening wordt opgesteld met behulp van een aantal principes, waaronder het „realisatie-principe” wel als belangrijkste kan worden onderkend. Het gaat hierbij om het toerekenen van ontvangsten en uitgaven als opbrengsten, resp. kosten aan die perioden waarop zij betrekking hebben. Deze handelwijze wordt toegepast op alle individuele ontvangsten en uitgaven, die als zodanig zelfstandig te identificeren zijn, m.a.w. een zelfstandige waarde hebben los van die van de onderneming in haar geheel.

Een visie is nu, dat goodwill geen zelfstandige identiteit heeft en dat een behandeling overeenkomstig andere activa, die wel een zelfstandige waarde hebben los van de onderneming als geheel (en alleen deze merkt men normaliter als activa aan), onjuist is. In samenhang daarmee wordt afschrijven op betaalde goodwill als inconsequent beschouwd. Wij achten dit argument weinig overtuigend.

Logischer lijkt ons de redenering, dat de grootte van de te betalen goodwill afhangt van factoren als de winstverwachtingen (waarbij de tot dusverre behaalde winsten in feite alleen een handreiking bieden), de meningen van de kapitaalverschaffers, e.d.; zodat deze goodwill wordt bepaald. De factoren die de omvang van de goodwill bepalen zijn dus moeilijk of in het geheel niet te identificeren en diens gevolg zal iedere amortisatie arbitrair zijn. Wij zijn van mening, dat een zo groot mogelijke objectiviteit van de jaarrekening wenselijk is en menen daarom een dergelijke amortisatie te moeten afwijzen als zijnde te subjectief. Wij achten dus direct afschrijven van betaalde goodwill ten laste van het eigen vermogen opportuun.

Toch wordt direct afschrijven van betaalde goodwill ook om andere redenen wel bepleit⁸. De redenering hierbij is als volgt: Goodwill draagt niet bij tot een bepaalde winstgrootte, maar is een gevolg daarvan en wordt pas „terugverdiend” bij realisatie van de winstverwachtingen⁹. Betaalde goodwill staat tegenover de verwachte overwinst, en amortisatie zou betekenen het terugdringen van de winst tot een „normaal” niveau; hetgeen het inzicht in de juiste winstgevendheid van de onderneming zou vertroebelen. Daarom zal betaalde goodwill direct moeten worden afgeboekt van het eigen vermogen. Principieel hierbij is, dat de uitgave geen toekomstige kosten vormt m.b.t. een „actief” dat wordt opgeofferd teneinde opbrengsten te verwerven.

Wij menen tegen deze zienswijze bezwaren te moeten aanvoeren. Inderdaad ontstaat goodwill door winstverwachtingen, met name door de overwinst, maar deze wordt veroorzaakt door een aantal factoren, die als „immaterieel actief” aan het bedrijf gebonden zijn én blijven, hetzij continu, hetzij tijdelijk. Staet voor deze categorie wordt betaald en hiertegenover staan toekomstige opbrengsten. Wij zien geen principiële verschil tussen het kopen van een machine teneinde toekomstige opbrengsten mogelijk te maken en het kopen van een zgn. immaterieel actief. Uitgaande van een beperkte levensduur zal op ieder actief moeten worden afgeschreven. Dat men door op goodwill af te schrijven de overwinst niet zou laten zien, kan worden ondervangen door de amortisatie in de jaarrekening duidelijk op te nemen.

Onze conclusie blijft echter dat om praktische redenen — de argumenten hiervoor hebben wij reeds genoemd — directe afschrijving het meest zinvol is.

Komen wij terug op de „purchase”-behandeling bij het tot stand komen van concentraties en nemen wij als uitgangspunt, dat „purchase” zal overheersen, dan komen wij tot de volgende conclusies:

— De opgekochte onderneming wordt gewaardeerd naar

⁸ Zie ook George R. Catlett en Norman O. Olson: *Accounting for goodwill*, 1968, (Accounting Research Study, No. 10).

⁹ Het is hierbij interessant te vermelden dat Prof. Drs. R. Burgert van mening is, dat goodwill een betaling aan vroegere winstgerechtigden vormt voor de verwerving van een „new opportunity” en door winstinhouding — naarmate de winstverwachtingen ook inderdaad worden gerealiseerd — moet worden goedge maakt. Hij wil goodwill dan ook in de jaarrekening als een reductie op het eigen vermogen voorstellen; naarmate de winst overeenkomstig de verwachtingen wordt gerealiseerd, kan bij de winstbestemming deze reductie van het eigen vermogen weer worden aangevuld. Zo wordt een op zichzelf storende en willekeurige post „afschrijving goodwill” bij de winstbepaling vermeden en vervangen door een aanvulling van het door het verwerven van goodwill aangetaste eigen vermogen bij de winstbestemming (Prof. Drs. R. Burgert — doctoraal college balans- en winstbepalingsvraagstukken, 1968-1969).

verkrijgingsprijs (hoe deze verkrijgingsprijs tot stand komt is voor ons vraagstuk irrelevant);

- De afzonderlijke activa worden gewaardeerd naar vervangingswaarden;
- Het restant van de verkrijgingsprijs wordt geboekt op goodwill en direct afgeschreven van de reserves;
- Een negatieve goodwill kan onder de reserves worden opgenomen.

Het bezwaar, dat de balans van de concentratie nu zowel historische uitgaafprijzen als vervangingswaarden zou bevatten delen wij niet, omdat de activa van de opgekochte onderneming in feite tegen voor de concentratie historische prijzen in de balans van de concentratie zijn opgenomen, nl. werkelijk betaalde prijzen door de onderneming die heeft opgekocht. Het bezwaar vervalt zeker als — zoals in Nederland het geval kan zijn — te allen tijde naar vervangingswaarden wordt gewaardeerd. De betaalde goodwill is aldus op gelijke wijze behandeld als de niet-betaalde goodwill, die bij de opkopen onderneming zou kunnen bestaan.

Voor het geval een geheel nieuwe onderneming bij de concentratie zou ontstaan achten ook wij het overnemen van de oorspronkelijke waarden van de activa in de boeken van de deelnemende ondernemingen in de balans van de concentratie zinvol. Met dien verstande, dat bij de deelnemende ondernemingen gelijke waarderingssystemen worden toegepast, waarbij onze voorkeur uitgaat naar waardering volgens vervangingswaarde. Deze procedure is bijv. gevolgd bij de fusie van Key en Kramer NV met Cindu NV, waarbij een nieuwe holding werd opgericht die, tegen ruil van eigen aandelen, de aandelen van de twee deelnemende ondernemingen overnam. De pro-forma geconcipeerde geconsolideerde balans per 30 juni 1968 is in feite een optelsom van de balansen van de afzonderlijke ondernemingen per die datum (opgemerkt moet worden, dat men daartoe m.b.t. de vaste activa tot éénzelfde waarderingssysteem is gekomen, maar dat bij de waardering

van voorraden deze logische handelwijze niet is doorgetrokken).

SLOT

De discussie in Amerika blijft voortgaan. Het definitieve antwoord is nog geenszins gegeven. Wij hebben gemeend aan deze problematiek enige aandacht te moeten besteden, niet omdat de handelwijze hier te lande zo totaal verschillend zou zijn, maar wel omdat onder meer de Amerikaanse accountantsorganisaties een grote belangstelling tonen voor deze problematiek en met name de betekenis hiervan voor de presentatie en de analyse van de jaarrekening. Zeker in het kader van de nieuwe wet op de jaarrekening leek ons een behandeling zinvol. Het voorontwerp laat ons in deze veel ruimte en geeft geen duidelijk antwoord.

Volgens artikel 11 mogen immateriële activa (waaronder goodwill) op de balans worden opgenomen ten hoogste tot het bedrag van de uitgaven die de onderneming zich daarvoor heeft getroost, verminderd met het bedrag der afschrijvingen. Indien wij op de tekst van deze wet afgaan is vermelding niet noodzakelijk, dus lijkt directe afboeking toegestaan. In deze mening worden wij gesterkt door het feit, dat artikel 12 vermeldt, dat over de „vermogenswaarde” van deelnemingen zo getrouw mogelijke inlichtingen moeten worden verstrekt. Zou de vermogenswaarde betrekking hebben op de verkrijgingsprijs dan is directe afboeking niet mogelijk. Logischer lijkt ons echter om deze waarde te interpreteren als het eigen vermogen op basis van vervangingswaarden, en zal — destijds ook een aanbeveling van werkgeverszijde — waardering van de deelneming naar intrinsieke waarde moeten plaatsvinden. Een nadere interpretatie lijkt ons alleszins gewenst.

Drs. J. Bulte
Drs. F. Krens

A.B.M.

Amsterdamsche Belegging Maatschappij
Keizersgracht 706, Amsterdam, tel. 67661

**Aandelen A.B.M. zijn aantrekkelijk
voor beleggers die streven naar
groei op langere termijn.**

**Vraag het zojuist
verschenen interim-bericht met
meer bijzonderheden aan.**

Indien als volgt geadresseerd is frankering overbodig:

A.B.M. antwoordnr. 1927, Amsterdam.

Hoogovens in de groei

De afgelopen anderhalf jaar vormt in de geschiedenis van Hoogovens een markante periode. De expansie schreed in snel tempo voort. De produktie van ruwstaal steeg in 1968 tot 3,4 mln. ton (1967: 3,1 mln. ton). In het eerste kwartaal van 1969 werd voor het eerst een niveau bereikt van 1 mln. ton. Voor geheel 1969 wordt een produktie van ruim 4 mln. ton verwacht. Terwijl in de loop van het vorige jaar belangrijke onderdelen van het eerste grote uitbreidingsplan (van 1965) gereed kwamen, werd in juni van datzelfde jaar een nieuw plan bekend gemaakt, gericht op een ruwstaalproduktie van $5\frac{1}{4}$ mln. ton in 1972. In maart jl. werd daarenboven het Maasvlakte-project in de publiciteit gebracht, welk project — van Hoogovens en Hoesch tezamen — gericht is op een capaciteit in 1974 van 2,4 mln. ton en een uiteindelijke jaarcapaciteit van 8 mln. ton ruwstaal.

Deze ontwikkeling moet gezien worden in het kader van de herstructurering der Europese staalindustrie, waaruit te zijner tijd in de visie van de directie van Hoogovens een tiental giganten zal resulteren, waarvan de Hoogovens-Hoeschgroep er één zal zijn met een produktie van ruim 20 mln. ton ruwstaal per jaar¹. In 1968 vierde Hoogovens zijn vijftigjarig jubileum. Het blijkt wel dat de tweede vijftig jaar op spectaculaire wijze is ingezet.

Minder spectaculair is het niveau waarop de huidige zichtbare rentabiliteit van Hoogovens ligt². In het jaarverslag over 1968 spreekt de directie de mening uit dat de rentabiliteit „nog niet geheel bevredigend” is (blz. 14). De oorzaken hiervan liggen voor een groot deel bij de snelle expansie die Hoogovens doormaakt. In zoverre zijn het voorbijgaande negatieve effecten van een positieve ontwikkeling, te beschouwen als de groeipijnen van het concern.

RENTABILITEIT TOTALE VERMOGEN

Mede door de gunstige „staalconjunctuur” lag de omzet in 1968 bijna 15% hoger dan in het voorafgaande jaar. Doordat de kosten echter relatief nog sterker opliepen, nam het bedrijfsresultaat maar weinig toe (tabel 1).

Gesteld tegenover een totaal vermogen dat 10% hoger lag dan een jaar tevoren, leidde dit bedrijfsresultaat voor 1968 tot een rentabiliteit van het totale vermogen welke beneden die over 1967 lag. De oorzaak van deze achteruit-

TABEL 1.

Geconsolideerde winst- en verliesrekening (in f. mln.) a)

	1965	1966	1967	1968
Omzet	1.134	1.201	1.237	1.417
Kosten b)	944	1.039	1.035	1.210
Bedrijfsresultaat	190	162	202	208
Diverse baten en lasten c)	5	12	14	8
Totaal resultaat	195	174	216	216
Betaalde rente	22	28	21	12
Winst vóór belasting	172	146	195	204
Belasting	74	66	88	86
Winst na belasting	98	80	107	118

a) Ontleend aan de gepubliceerde jaarverslagen, maar door ons gehergroepeerd en afgerond in miljoenen guldens.

b) Exclusief rente over eigen en vreemd vermogen.

c) Ontvangen interest plus baten uit niet-geconsolideerde deelnemingen, minus afschrijving goodwill Breedband.

gang was een daling van de winstmarge, die sterker was dan de gelijktijdige toeneming van de omloopsnelheid van het totale vermogen (tabel 2).

Om met het laatste te beginnen: de stijging van de omloopsnelheid van het totale vermogen was voornamelijk toe te schrijven aan de niet geringe toeneming van de omzetsnelheid: bij een omzetstijging van bijna 15% lagen de voorraden in 1968 gemiddeld nauwelijks boven die van een jaar tevoren.

De verkrapping van de winstmarge in 1968 ontstond doordat — bij een ongeveer gelijk gebleven niveau der verkoopprijzen — bepaalde kostenstijgingen door de voortgaande verbetering van de efficiency niet geheel konden worden opgevangen. Ongunstig op het kostenpeil werkte allereerst de stijging van de personeelskosten per werknemer (in 1968 betrekkelijk gematigd: +6,7%). Een belangrijke factor was voorts, dat voor verschillende

¹ Ontleend aan *Het Financieele Dagblad* van 30 juni jl.

² Vergelijk ook onze bespreking van Philips in 1968, in *ESB* van 7 mei jl., blz. 442-445.

(I.M.)

§ N.V. SLAVENBURG'S BANK §

nieuwe installaties aanloopkosten moesten worden gemaakt, terwijl zich tevens — evenzeer normaal voor een bedrijf in expansie — bepaalde disproportionaliteiten voordeden tussen de verschillende deelcapaciteiten, welke kostenverhogend werkten (bijv. door partiële onderbezetting of door de noodzaak van uitbesteding).

In de eerste twee kwartalen van 1969 zette de inkrimping van de winstmarge zich voort. Loonstijging en aanloopkosten werden wederom als oorzaken genoemd; laatstgenoemde factor deed zich vooral gelden in het tweede kwartaal. Voornamelijk hierdoor liep de winstmarge terug tot 15,7% in het eerste en 15,0% in het tweede kwartaal (in 1968 resp. 16,8 en 19,0%), terwijl de totale netto winst in deze beide kwartalen, ondanks een omzettoeneming van 10% resp. 18%, slechts 1,6% resp. 4,3% boven die van een jaar terug lag. De vooruitzichten voor de tweede helft van 1969 worden intussen heel wat beter beoordeeld.

RENTABILITEIT EIGEN VERMOGEN

Ook de rentabiliteit van het eigen vermogen (REV) vóór aftrek van belasting kwam in 1968 lager uit dan in het voorgaande jaar. Oorzaak was de afneming van de RTV. Daarnaast steeg het eigen vermogen in 1968 sterker dan het vreemde vermogen; dit laatste verzwakt op zich zelf het hefboomeffect. Maar doordat de betaalde rentekosten procentueel afnamen, bleef dit effect in absolute zin nagenoeg gelijk. De REV vóór belasting daalde dientengevolge vrijwel pari passu met de RTV. Door een lagere belastingdruk resulteerde voor 1968 evenwel een REV na belasting welke gelijk was aan die over 1967 (tabel 3).

WINST PER AANDEEL EN WINSTBESTEMMING

Hoewel over 1968 een wat grotere winst werd behaald dan in het jaar ervoor, daalde de winst per aandeel in niet geringe mate (tabel 4)³ en wel ten gevolge van de toeneming van het aandelenkapitaal van f. 156 mln. tot f. 202 mln. Deze toeneming kwam tot stand doordat de obligatielening van 1965 werd omgezet in f. 28 mln. aandelenkapitaal terwijl bovendien in 1968 een agiobonus van 10% werd uitgekeerd ad f. 18 mln.

Bij een beurskoers van ca. f. 110⁴ leidt de winst van f. 9,80 per aandeel tot een koers/winstverhouding van circa 11, hetgeen niet overdreven hoog lijkt en in elk geval beneden het gemiddelde voor „internationals” ligt⁵.

De handhaving van het dividendpercentage op 20 ondanks de stijging van het aandelenkapitaal met bijna één derde, bracht met zich dat de winstuitkering steeg met f. 10 mln. Het winstaccres werd hierdoor vrijwel geheel opgeëist en de „pay out” liep op tot 50 (tabel 5).

SOLVABILITEIT EN LIQUIDITEIT

Mede door de conversie in 1968 van de obligatielening-1965 liet de solvabiliteit vorig jaar enige verbetering zien (tabel 6).

³ De netto winst wordt bij deze berekening verminderd met de bedragen die toekomen aan de overige winstgerechtigden: personeel en tantiëmist.

⁴ Beurskoers april 1969; intussen is de koers van het aandeel Hoogovens als gevolg van de algemene neerwaartse ontwikkeling ter beurze en de minder goede ontvangst van het tweede kwartaalbericht teruggelopen tot circa f. 105.

⁵ Vgl. *Kerngetallen van Nederlandse effecten*, uitgave van de Afdeling Effectenresearch van de Amsterdam-Rotterdam Bank, mei 1969.

TABEL 2.

Rentabiliteit van het totale vermogen

	1965	1966	1967	1968
Omzet (× f. mln.)	1.134	1.201	1.237	1.417
Kosten (× f. mln.)	944	1.039	1.035	1.210
Bedrijfsresultaat (× f. mln.)	190	162	202	208
Totaal vermogen (× f. mln.) a)	2.008	2.170	2.350	2.585
Rentabiliteit van het totale vermogen (RTV) b)	9,5	7,5	8,6	8,0
Winstmarge c)	20,1	15,6	19,4	17,2
Omloopsnelheid van het totale vermogen d)	0,47	0,48	0,44	0,47
Omzetsnelheid	3,7	4,0	4,2	4,9

a) Dit is het gemiddelde van de stand per 1 januari en 31 december, exclusief het bedrag van de niet-geconsolideerde deelnemingen en leningen daaraan.

b) In de zin van bedrijfsresultaat als percentage van totaal vermogen.

c) In de zin van bedrijfsresultaat als percentage van de kosten van de omzet.

d) Berekend als quotiënt van kosten van de omzet en totaal vermogen.

TABEL 3.

Rentabiliteit van het eigen vermogen

	1965	1966	1967	1968
RTV volgens tabel 2	9,5	7,5	8,6	8,0
Totaal resultaat (× f. l. mln.)	195	174	216	216
Totaal vermogen gecorrigeerd (× f. mln.) a)	2.247	2.423	2.603	2.837
RTV, gecorrigeerd b)	8,7	7,2	8,3	7,6
REV vóór belasting	12,4	10,2	13,3	12,7
REV na belasting	7,1	5,6	7,3	7,3

a) D.w.z. inclusief niet-geconsolideerde deelnemingen en leningen daaraan.

b) Totaal resultaat als percentage van totaal vermogen, gecorrigeerd. De niet-geconsolideerde deelnemingen brengen ca. 4% per jaar op.

TABEL 4.

Winst per gewoon aandeel van f. 20

	1965	1966	1967	1968
Winst per aandeel in gulden	10,36	8,15	11,31	9,80

TABEL 5.

Bestemming van de netto winst (in f. mln.)

	1965	1966	1967	1968
1. Reservering	50	32	57	59
2. Tantièmes	1,6	1,6	1,4	1,7
Personeel	17	15	17	17
(Dividend)	30	31	31	41
3. Netto winst	98	80	107	118
Pay out: 2 uitgedrukt in % van 3.	49	60	47	50

TABEL 6.

Solvabiliteit (in f. mln.)

	Ultimo 1965	Ultimo 1966	Ultimo 1967	Ultimo 1968
1. Eigen vermogen	1.431	1.423	1.498	1.715
2. Vreemd vermogen	888	1.104	1.182	1.278
3. Totaal vermogen	2.319	2.527	2.680	2.993
Solvabiliteit = (3. : 2.) × 100%	261	229	227	234

Het totale actief steeg met 12%, het vreemd vermogen met slechts 8%. Daar laatstgenoemde toeneming zich echter in hoofdzaak bij het kortlopende vreemd vermogen voordeed (+ 22%), viel de „current ratio” terug tot 2,1. Zij kwam daarmee belangrijk lager te liggen dan de laatste jaren gebruikelijk was (tabel 7). Houdt men er bovendien rekening mee dat van de voorzieningen f. 41 mln. kortlopend was, dan komt de genoemde ratio zelfs beneden de — veelal als minimaal aanvaardbaar beschouwde — 2 te liggen.

TABEL 7.

Liquiditeit (in f. mln.)

	Ultimo 1965	Ultimo 1966	Ultimo 1967	Ultimo 1968
1. Vlottend actief	638	754	706	683
2. Vreemd vermogen op korte termijn	167	186	271	332
„Current ratio” = 1. : 2.	3,8	4,1	2,6	2,1

VOORUITZICHTEN

Het jaarverslag over 1968 waagt zich niet aan een prognose over de netto winst in 1969, gezien de vele onzekere factoren die hierop van invloed zijn. Positief werkt allereerst de gunstige ontwikkeling van de vraag (hoge bezettingsgraad, verbetering van het prijsniveau⁶ met naar schatting 5 à 10%). De kosten van de grondstoffenaanvoer zullen bovendien nog iets omlaag gaan. Negatieve factoren zijn het schoksgewijze verloop van de capaciteitsvergroting, de aanloopkosten daarvan, de toeneming van de personeelskosten (in 1969 ruim 10% per werknemer) en de BTW.

Van andere zijde werd dit voorjaar een winststijging in 1969 in de orde van grootte van zeker 10% een „reële mogelijkheid” genoemd⁷. Vooral het derde kwartaal, dat vorig jaar door bedrijfsstoringen minder gunstig was, zal volgens deze verwachting tot een verbetering bijdragen, ook doordat de stijging der verkoopprijzen vanwege de langlopende orders eerst dan goed in de resultaten doorwerkt. Opvallend hierbij is dat de sinds 1960 bestaande overcapaciteit in de Europese staalindustrie, welke steeds een prijsdrukkende werking uitoefende⁸, in het lopende jaar verdwenen lijkt te zijn. Er is zelfs sprake van een (partieel) gebrek aan staal.

Zou over geheel 1969 inderdaad een 10% hogere winst worden behaald, dan zou tevens enige verbetering van de rentabiliteit van het eigen vermogen kunnen worden tegevoetgezien, daar het eigen vermogen wel met minder dan één tiende zal groeien. Van een bevredigend winst- en rentabiliteitsniveau kan naar onze mening dan nog niet worden gesproken, met name omdat dit niveau niet een zodanige mate van interne financiering der snelle expansie mogelijk maakt, dat solvabiliteit en liquiditeit worden gevrijwaard van een voortgaande verslechtering.

Op wat langere termijn gezien is een gunstige omstandigheid, dat over ongeveer drie jaar het tweede uitbreidingsplan gereed komt, waardoor Hoogovens meer dan thans zal beschikken over moderne, harmonisch opgebouwde, kapitaalintensieve, grote produktie-eenheden. Hiervan zal stellig een gunstige invloed uitgaan op kostenniveau en rentabiliteit. Maar in de jaren daarna zal de produktie te IJmuiden verder moeten uitgroeien van 5¹/₄ mln. ton ruwstaal per jaar tot 8 à 10 mln. ton. Bovendien start

— althans volgens het plan — reeds in 1970 het Maasvlakteproject. De hierboven geschetste groei pijnen blijven dus voorshands min of meer hun invloed doen gelden. De expansie — die vanwege het „expanderen of sterven” een noodzaak is — oefent hierdoor enerzijds een zekere druk uit op het niveau van winst en rentabiliteit, terwijl anderzijds de financiering van diezelfde expansie aan de winsttoeneming zeer bepaalde eisen stelt. Eerst over ongeveer tien jaar zou een zekere afronding zijn bereikt en een belangrijke matiging van het groeitempo te verwachten zijn. Begrijpelijk is dat in verband met het voorgaande en gelet ook op de onzekerheden ten aanzien van de toekomstige staalprijs de voorspelling is gedaan, dat op dividendverhoging niet op korte termijn te rekenen valt en dat ondanks de relatief aanzienlijke agio-reserve (ruim 85% van het aandelenkapitaal) agio-bonussen waarschijnlijk slechts „nu en dan” te verwachten zullen zijn⁹. De hierboven vermelde nogal bescheiden koers/winstverhouding is aldus gezien wel verklaarbaar.

R. Slot

⁶ Directiemededeling ter jaarvergadering.

⁷ *Het Financieele Dagblad* van 10 april jl.; vgl. ook de editie van 30 juli jl. *De Financieele Koerier* hield het op een winststijging van 5 à 10% (11 april 1969). *Amro beursnieuws* achtte kort geleden (7 augustus) een winsttoeneming van 10% over geheel 1969 nog mogelijk ondanks de zeer bescheiden winstverbetering in het eerste halfjaar, mede omdat de aanloopkosten in het tweede halfjaar vermoedelijk van veel minder betekenis zullen zijn.

⁸ Zie: „Hoogovens in 1967: herstel van de rentabiliteit”, in *ESB* van 8 mei 1968, blz. 441-443.

⁹ *De Financieele Koerier* van 11 april jl.

uitgaven van

h. e. stenfert kroese n.v. — leiden

dr. w. a. a. m. de roos

de economische machtspositie

ingenaaid, 204 bladzijden, f 16,70
aspecten van de integratie van kartels en concerns
in het welzijnsstreven van een groter geheel.

dr. ph. a. idenburg

het gezag in de onderneming

ingenaaid, 134 bladzijden, f 11,—

zojuist verscheen :

dr. l. a. ankum

**prijsinflatie,
kostprijsberekening en winstbepaling**

een analyse van hun onderlinge beïnvloeding.
bedrijfseconomische monographieën deel XLV
gebonden, VI + 301 bladzijden, f 32,—
een zowel voor de algemene als bedrijfseconoomist
interessante studie over de wederkerige invloed
van de inflatie en het bedrijfsgebeuren.

verkrijgbaar bij :



de wester boekhandel

nieuwe binnenweg 331
p/a n.e.h., kralingse dreef 50 -
rotterdam — tel. (010) 25 39 41 - 23 20 76

Het jaarverslag van de aannemingsmaatschappij

INLEIDING

De bouwnijverheid is in beweging. Kenmerkend voor deze dynamiek zijn de fusies van „groten in de bouw”, zoals het samengaan van de Amsterdamse Ballast Maatschappij en de Nederlandse Aanneming Maatschappij in de Ballast-Nedam Groep; de overname van de Koninklijke Maatschappij voor Havenwerken door de Verenigde Bedrijven Nederhorst; de fusie van het Ingenieurs-Bureau voor de Bouwnijverheid en Aannemingsmaatschappij „De Kondor”; en van recente datum de overname van het Muwi-concern door de Verenigde Bedrijven Nederhorst en Pakhoed Holding. De vorming van dergelijke grote eenheden treffen wij ook aan in de steeds frequenter opererende bouwcombinaties, waarin aannemingsmaatschappijen participeren teneinde grote bouwwerken te realiseren, terwijl aannemingsmaatschappijen in toenemende mate bereid zijn zich naast bouwactiviteiten ook met projectontwikkeling en verkoop bezig te houden. De participaties van bouwondernemingen in Euro-woningen en Hoog-Catharijne zijn hiervan sprekende voorbeelden.

Deze ontwikkeling, waarop door de aanhoudende stroom van nieuwe gebeurtenissen telkens weer de aandacht wordt gevestigd, heeft de belangstelling voor bouwaandelen sterk vergroot. De velen, die zich een inzicht in de financiële positie van deze ondernemingen willen verschaffen en daartoe uiteraard op de jaarverslagen zijn aangewezen, zullen spoedig het gevoel krijgen in een doolhof van waarderingregels en balansopstellingen terecht te zijn gekomen.

Wij hebben ons ten doel gesteld in dit artikel enige aspecten van de jaarverslaggeving van aannemingsmaatschappijen nader te bespreken. Met name zullen wij aandacht besteden aan de waardering van de post „onderhanden werk”. Voorts zullen wij ingaan op enkele essentiële problemen, die zich voordoen bij het vergelijken van onderscheiden jaarverslagen. Wij besluiten dit artikel met een overzicht van hieruit afgeleide belangrijke verhoudingscijfers.

DE WAARDERING VAN HET ONDERHANDEN WERK

De waardering van de post „onderhanden werk” is — mede gelet op de omvang daarvan — van essentiële betekenis voor de vermogensbepaling enerzijds en de winstbepaling anderzijds. De vraag, die hierbij centraal staat, betreft de invloed van de waarderingwijze op de grootte van de periodewinst of — anders gesteld — het verband, dat bestaat tussen de waarderingwijze en het moment waarop

de winst gerealiseerd kan worden geacht.

Over het moment van realisatie van de winst op bouwobjecten heerst geen eenstemmigheid. We kunnen namelijk een drietal momenten onderscheiden:

1. het moment van oplevering van het bouwobject;
2. de balansdatum;
3. het moment van beëindigen van een fase in de bouw.

Het moment van oplevering is het tijdstip, waarop de aannemer — globaal genomen — aan al de verplichtingen, waartoe hij is gehouden, heeft voldaan. Dit moment is nauwkeurig te bepalen. Beschouwen wij de balansdatum als het moment van realisatie, dan houdt dit in, dat de winst tot uitdrukking wordt gebracht naar de mate, waarin het bouwobject op balansdatum is verwezenlijkt. De derde mogelijkheid omvat de evaluatie van het bouwobject ná het beëindigen van iedere bouwfase. Deze bouwfasen zijn duidelijk van elkaar te scheiden. Zo troffen wij onlangs in een bestek een onderverdeling aan van de bouw van eengezinshuizen in 35 bouwfasen. Het criterium om het moment van beëindiging van een bouwfase als moment van winstrealisatie te hanteren is praktisch toepasbaar, maar administratief omslachtiger.

Uitgaande van verschillende momenten van realisatie kunnen wij verschillende waarderingmethoden van het onderhanden werk onderscheiden. Deze methoden zijn de volgende:

Methode 1a

Stellen wij het moment van oplevering als het moment van winstrealisatie, dan kunnen wij onder de post „onderhanden werk” de directe kosten opvoeren, die op de in uitvoering zijnde werken betrekking hebben. De indirecte kosten worden rechtstreeks ten laste van de resultatenrekening gebracht.

Verwacht men een verlies op een bouwobject te zullen lijden, dan wordt voor het geschatte bedrag ervan meestal een voorziening in de balans opgenomen. Deze passivering is een tot uitdrukking brengen van een verlies, dat men reeds vroegtijdig ten laste van de resultatenrekening wil boeken.

Heeft de aannemer met de opdrachtgever van het onderhanden werk afspraken omtrent het betalen van termijnen gemaakt, dan moeten de vervallen termijnen worden gepassiveerd. Hiertegenover staat de onder de post „debiteuren” tot uitdrukking gebrachte betalingsverplichting van de opdrachtgever. In de Amerikaanse literatuur wordt aanbevolen de post „vervallen termijnen” in mindering te brengen



nv Westlandsche Hypotheekbank

Er is nu,
tot nader bericht, verkrijgbaar de nieuwe

rente-index pandbrief

in stukken van f. 1.000,- tegen de koers van 100%.

Met de nieuwe rente-index pandbrief lanceert de Westlandsche Hypotheekbank een nieuwe gedachte in de beleggingswereld.

Gericht tot allen die zoeken naar een duidelijke manier om geld zó te beleggen dat daaruit gegarandeerd en automatisch elk jaar weer, de hoogst mogelijke rente komt.

Een direct en concreet antwoord op die vraag is de rente-index pandbrief.

Met variabele rente. Dat is nieuw.

Dat betekent dat de rente steeds meegaat met de marktrente. De beginrente is vastgesteld op 8 $\frac{1}{4}$ %.

En u hoeft zich geen zorgen meer te maken over beurs- en koerssituaties.

Want ook volgend jaar krijgt u automatisch de optimale rente van dát moment.

En elk jaar daarop weer. Automatisch.

Het tweede voordeel is de te verwachten koersstabiliteit van deze nieuwe rente-index pandbrief.

Als gevolg van de automatische jaarlijkse renteaanpassing zal immers naar alle waarschijnlijkheid de koers van de rente-index pandbrief nooit ver van de pari-koers afwijken.

Een groot voordeel bij tussentijdse verkoop!

De nieuwe rente-index pandbrieven en alle nadere informatie daarover zijn verkrijgbaar bij uw bank en bij uw commissionair in effecten

en natuurlijk bij alle kantoren van de Westlandsche Hypotheekbank en van de Utrechtsche Hypotheekbank. (Ook voor conversie verkrijgbaar)

8 $\frac{1}{4}$ %

AMSTERDAM (020) 230504 EN 67891; DEN HAAG (070) 184535; ROTTERDAM (010) 117380; UTRECHT (030) 29356; ARNHEM (085) 452041; BREDA (01600) 43950; DORDRECHT (01850) 35332; GELDERMALSEN (03455) 1252; GRONINGEN (050) 39890; HENGEL0 (05400) 18064; 's-HERTOGENBOSCH (04100) 39600; MAASTRICHT (04400) 14946 EN 18991.

Methode 1b. De beide laatstgenoemde stellingen bij methode 1a gelden ook hier volledig. De verbijzondering van de indirecte kosten naar de werken geeft de post „onderhanden werk” echter een hoger realiteitsgehalte.

Methode 2. Hierbij wordt een verlies eerst dan ten laste van de resultatenrekening gebracht, indien deze de winst van het gehele object te boven gaat. Hoewel dit bij methode 1 ook het geval is, zijn de gevolgen van ernstiger aard, aangezien deze methode de winst over de periode van produktie tot uitdrukking wenst te brengen. Dat dit doel niet wordt bereikt maakt het voorbeeld duidelijk. De tegenslag, die de aannemer in het eerste jaar moet incasseren, wordt voor een belangrijk deel ten laste van de winst in het daaropvolgende jaar gebracht. Deze uitkomst is in strijd met de doelstelling van deze methode. Methode 2 geeft — afgezien van bovenstaande lacune — een beter inzicht in de bedrijfsvoering van de onderneming.

Methode 3. Deze methode is te verkiezen boven de hiervoor genoemde. Zij heeft als bezwaar, dat zowel de aannemingsom als de kosten over de verschillende bouwfasen moeten worden verbijzonderd. Dit bezwaar kan voor kleine aannemers of voor aannemers met een verouderde bedrijfsadministratie wel eens onoverkomelijk blijken te zijn. De moderne onderneming echter, die de voortgangscntrole nauwgezet uitvoert, zal de noodzakelijke gegevens uit de boekhouding kunnen afleiden. Het voorbeeld laat duidelijk zien, dat het verlies in het eerste jaar wordt verminderd met de voorgecalculeerde winst van dat jaar.

De produktieresultaten van de verslagperiode worden het beste weergegeven, indien de jaarrekening een winst laat zien welke volgens methode 3 is berekend. De belanghebbenden in de financiële uitkomsten van aannemingsmaatschappijen zullen zeer waarschijnlijk produktieresultaten boven resultaten op gereedgekomen werken prefereren, ook al moeten zij het nadeel, dat de verbijzondering van de winst naar deelobjecten ongetwijfeld met zich meebrengt, daarbij accepteren.

In de praktijk bestaat geen eensgezindheid omtrent de te volgen methode van waardering van onderhanden werk, zoals uit onderstaande opsomming blijkt. Wij merken hierbij evenwel op, dat de toelichting in sommige jaarverslagen zo summier is, dat wij niet volledig kunnen instaan voor een juiste interpretatie van de gegevens.

Aannemingsmaatschappij	Methode van waarden van onderhanden werk
Hollandsche Beton Groep NV Ballast-Nedam Groep NV Internationale Gewapendbeton-Bouw NV NV Ingenieurs-Bureau voor de Bouwnijverheid Werninks Beton en Aanneming Maatschappij NV	methode 1a of variant ervan
NV Bataafsche Aanneming Maatschappij Verenigde Bedrijven Nederhorst NV Van Hattum en Blankevoort NV	methode 1b of variant ervan
Verenigde Bedrijven Bredero NV Aanneming-Maatschappij „De Konodor” NV	methode 2 of 3 of variant ervan

Tory-congres:

White Powell

Volgens politiek Den Haag zou deze week de gulden wel eens naar boven en minister Witteveen naar beneden kunnen gaan.

D'66-enquête:

altijd wel gedacht dat het een soort witte-boordenplan was

Russisch ruimtestation:

of ze al niet genoeg onwillige satellieten hebben.

(ongecorrigeerd)

HET VERGELIJKEN VAN JAARVERSLAGEN

Wij willen thans enige problemen bespreken, die zich voordoen als jaarverslagen van verschillende aannemingsmaatschappijen met elkaar worden vergeleken.

Kapitaalstructuur

Een interessant gegeven in de balansanalyse is de verhouding, waarin het totale vermogen in vaste en vlottende kapitaalgoederen is vastgelegd. De vaste activa worden in de praktijk niet op uniforme wijze gewaardeerd. Ofschoon alle in onze beschouwing opgenomen maatschappijen hierbij van de historische-kostprijs uitgaan, zijn de vaste activa ten gevolge van het hanteren van verschillende afschrijvingsmethoden niet volledig vergelijkbaar.

Bezien wij vervolgens de post „deelnemingen”, dan rijzen nieuwe problemen, omdat uit de gecompliceerdheid van deze post meestal niet is op te maken in welke mate het vast of vlottend kapitaal betreft. Bij vlottende activa valt allereerst de verscheidenheid in waarderingsmethoden bij „onderhanden werk” op, zoals in het voorgaande werd besproken. Daarnaast zijn er in de praktijk geen vaste regels, die aangeven wanneer bouwmaterialen tot „voorraden” of tot „onderhanden werk” moeten worden gerekend. Ook de post „debiteuren”, die bij uitstek afhankelijk is van het tijdstip van facturering en van de met de opdrachtgevers overeengekomen betalingscondities, leent zich niet voor vergelijking van verschillende jaarverslagen. Enige aannemingsmaatschappijen proberen het inzicht in de balansverhoudingen te vergroten door de posten „onderhanden werk”, „debiteuren” en eventueel ook „voorraden” onder het hoofd „geïnvesteerd in werken” op de balans te vermelden. De vlottende activa worden in het hiernavolgende dan ook in hun totaliteit beschouwd.

Vermogensstructuur

Uit de balansen is de grootte van het eigen vermogen te berekenen. Daarbij moet rekening worden gehouden met de mogelijkheid, dat op verscheidene plaatsen op de balans stille reserves kunnen voorkomen. De oorzaak hiervan kan het hanteren van te voorzichtige waarderingsmethoden zijn, zoals methode 1a voor het onderhanden werk en bepaalde afschrijvingsmethoden voor vaste activa. Ook

moet de vraag worden gesteld of de onder het vreemd vermogen te begrijpen voorzieningen niet de functie van winst-egalisereserve vervullen. In dit geval moeten deze voorzieningen tot het eigen vermogen worden gerekend. De outsider kan zich over de aard van de voorzieningen in de meeste gevallen geen oordeel vormen.

Het is voorts mogelijk dat op andere wijze stille reserves tot stand komen. Ter illustratie hiervan vermelden wij een passage uit het jaarverslag 1968 van Aanneming-Maatschappij „De Kondor” NV. Hierin werd melding gemaakt van een afboeking van een bouwreserve, die voor de helft door winstinhouding en voor de rest door boekwinst op onroerend goed was ontstaan, omdat deze als eerste afschrijving op de aanschaf van opstallen was opgevoerd. Van een eenduidige bepaling van de grootte van het eigen vermogen is dan ook geen sprake.

Winst

In het voorgaande is met de waardering van het „onderhanden werk” de winstbepaling reeds aan de orde gekomen. Ondernemingen, die hierbij methode 1 of 2 hanteren, laten in hun jaarverslagen een netto winst zien, die niet met de winst van het vorige jaar vergelijkbaar is. Slechts in het geval, dat de bouwobjecten regelmatig worden opgeleverd en in grootte daarbij niet te veel verschillen, leent de netto winst zich voor toepassing bij de financiële analyse. De winst van bouwmaatschappijen is dan ook noch in de tijd noch in relatie met andere bedrijven een betrouwbaar criterium. Dit heeft onder meer tot gevolg, dat het niet verantwoord is de bij aandelenanalyse gebruikelijke koers/winstverhouding voor bouwmaatschappijen te hanteren, zo deze ratio überhaupt aanvaardbaar kan worden geacht.

Groei

Winstcijfers die voor vergelijking in de tijd niet in aanmerking komen, kunnen evenmin dienen om een groei tot uitdrukking te brengen. Wij zouden deze kunnen benaderen door de trend in de winsten over een lange periode te bepalen. In de praktijk blijkt dit niet mogelijk, aangezien vele fusies en overnamen een goed inzicht in de winstontwikkeling beletten.

Omzet

Er zijn in deze bedrijfstak maatschappijen die in het jaarverslag geen melding maken van de grootte van de omzet. Zij geven dan vaak door middel van indexcijfers de omzetontwikkeling aan. Echter zelfs indien deze cijfers bekend zijn dan nog hebben zij weinig betekenis, omdat bijvoorbeeld

de aannemer, die slechts bouwdirectie is en het werk door onderaannemers laat uitvoeren, een grote omzet zal kunnen laten zien. Deze omzet is in zijn aard niet vergelijkbaar met de omzet van aannemers, die zeer veel werk zelf uitvoeren. Beter is dan ook naast de omzet de „toegevoegde waarde” in de jaarstukken op te nemen; hieruit blijken dan zowel de grootte van het werk waarvoor de aannemer risico draagt als de omvang van de uitvoeringsactiviteiten van de aannemer.

EEN OVERZICHT VAN VERHOUDINGSCIJFERS

Wij hebben uit de jaarrekeningen van ter beurze genoteerde aannemingsmaatschappijen enige verhoudingscijfers berekend. Daarbij zijn wij onder meer als volgt te werk gegaan: de post „deelnemingen” hebben wij tot de vaste activa gerekend; de vlottende activa hebben wij in hun totaliteit beschouwd en hierop de eventuele anticipatieposten, die onder de passiva zijn vermeld, in mindering gebracht; met inachtneming van de saldering van de posten „onderhanden werk” en „gedeclearde termijnen”, zoals bij de vlottende activa is besproken, zijn wij van de gepubliceerde grootte van eigen en vreemd vermogen uitgegaan.

De winst is voor ons overzicht een onmisbaar element. Wij menen aan de bezwaren tegen de winst als onderdeel van de financiële analyse van bouwmaatschappijen enigszins tegemoet te komen door de gemiddelden van drie achtereenvolgende jaren te berekenen. De consequentie hiervan is, dat wij ook alle andere grootheden in de gevallen waarin dit mogelijk was, over een driejarige periode hebben berekend.

Om de waardering van de belegger in onze analyse op te nemen, hebben wij ook de beurskoers er bij betrokken. Deze moet in de eerste plaats een koers zijn, die tot stand is gekomen na het uitkomen van het laatste jaarverslag. Vervolgens mag het geen dagkoers zijn, omdat de veelheid van koersbepalende factoren een dagkoers erg onbetrouwbaar maakt. Wij zijn uitgegaan van de gemiddelde koers, die tot stand kwam op 8, 15, 22 en 29 augustus 1969. Een koers per aandeel is voor ons doel door de uiteenlopende grootte van het nominale aandelenvermogen per fonds niet geschikt.

Wij berekenden dan ook de totale beurswaarde van ieder fonds, hetgeen mogelijk is door de koers met het aantal uitstaande aandelen te vermenigvuldigen, waarna wij de totale beurswaarde aan het eigen vermogen hebben gerelateerd. Wij komen nu tot het onderstaande overzicht.

Gezien de problemen, die zich voordeden bij het opstellen van deze verhoudingscijfers willen wij met nadruk op-

	Kapitaalstructuur	Vermogensstructuur	Netto-winst-ratio	Dividend-ratio	Beurskoers-ratio
Wernink-Beton	1,75	2,73	5,6	4,6	0,51
Nederhorst VB	0,99	1,74	7,2	3,2	0,71
Van Hattum en Blankevoort	0,47	1,17	8,9	3,2	0,76
HBG	0,93	1,62	8,0	3,3	0,79
IBB/De Kondor	1,79	1,40	16,7	6,8	0,82
Ballast/Nedam	1,08	1,17	15,2	4,0	0,88
Bredero VB	1,11	1,77	9,6	4,8	0,93
IGB	3,70	1,31	9,4	6,1	1,06
BAM	1,12	1,27	17,7	7,2	1,36

Kapitaalstructuur : verhouding vaste activa en vlottende activa.

Vermogensstructuur : verhouding vreemd en eigen vermogen.

Netto-winst-ratio : verhouding netto-winst en eigen vermogen in procenten.

Dividend-ratio : verhouding dividend en eigen vermogen in procenten.

Beurskoers-ratio : verhouding totale beurswaarde en eigen vermogen.

merken, dat hantering en beoordeling hiervan uiteraard de nodige voorzichtigheid eisen. De verhoudingscijfers immers zijn opgesteld mede op grond van de — subjectieve — inzichten van de outsider. Desondanks menen wij, dat voor een financiële vergelijking van de bedrijven onderling en de financiële analyse per bedrijf, deze gegevens een nuttige informatie verschaffen.

De ratio's geven ons nog aanleiding om enige relaties tussen verschillende grootheden aan te geven. Wij zullen daarbij de correlatietechniek gebruiken. Die omvat o.m. het berekenen van de correlatiecoëfficiënt. Dit is een getal, dat de graad van samenhang tussen reeksen waarnemingen tot uitdrukking brengt. De correlatiecoëfficiënt kan variëren tussen + 1 en - 1. De absolute waarde ervan geeft aan of de graad van samenhang hoog (dicht bij 1) of laag (dicht bij 0) is (zie hiervoor o.a. P. de Wolff: *Bedrijfsstatistiek*).

Niet alle ondernemingen keren eenzelfde percentage van de netto winst uit. Dit blijkt uit een correlatierekening, die voor de relatie tussen de derde en de vierde kolom een correlatiecoëfficiënt noteerde van 0,76. Opvallend is voorts, dat ondernemingen die relatief met veel vreemd vermogen zijn gefinancierd het hierdoor ontstane financiële risico niet compenseren met een hogere dividenduitkering. De correlatiecoëfficiënt, die van de relatie tussen deze twee grootheden is berekend, bedraagt - 0,13. Tussen de netto winst en de vermogensstructuur bestaat echter wel een verband. De correlatiecoëfficiënt hiervan heeft een waarde van 0,79, zodat het financieren met relatief meer vreemd vermogen en een hogere winst vaak samen zullen gaan. Een hoog dividend en een hoge koers blijken eveneens samen te gaan, hoewel zeker niet van een stringent verband kan worden gesproken, aangezien de correlatiecoëfficiënt ervan 0,807 bedraagt.

De structuren van activa en passiva staan niet in nauwe relatie tot elkaar. De index voor de kapitaalstructuur gecorreleerd met de index voor de vermogensstructuur geeft een coëfficiënt van 0,22.

Er is een aanwijzing dat een totaal vermogen waarin het eigen vermogen een relatief grote plaats inneemt op de koers van gunstige invloed is. Wij berekenden voor deze relatie een correlatiecoëfficiënt van 0,788. Bezien wij de relatie dividend, vermogensstructuur en koers, dan blijkt uit een multiële correlatierekening, dat zowel het dividend als de vermogensstructuur de hoogte van de koers bij benadering verklaren, aangezien de correlatiecoëfficiënt een waarde heeft van 0,835.

Een onderzoek van het cijfermateriaal leert, dat de gegevens van de IBB/De Kondor-groep een afwijkend beeld geven ten opzichte van de andere ondernemingen in de bedrijfstak. Zo blijkt dat de hoge dividenduitkering niet door de koers wordt gehonoreerd. Wij moeten hierbij in aanmerking nemen, dat van de berekende verhoudingscijfers slechts de koers betrekking heeft op de onderneming in haar totaliteit en de andere cijfers van deze onderneming zijn ontstaan door samenvoeging van de gegevens van het IBB en De Kondor afzonderlijk. Deze complicatie doet ons afzien van het aanwijzen van oorzaken van dit afwijkend koersbeeld. Voeren wij de multiële correlatierekening uit zonder deze maatschappij, dan blijkt de correlatiecoëfficiënt een waarde van 0,961 te bereiken, hetgeen betekent, dat in ons cijfermateriaal het dividend en de vermogensstructuur de verklarende factoren van de koers van de aannemingsmaatschappij blijken te zijn.

W. J. de Ridder

Mulder-Vogem „het ge en het ontwerp van w

INLEIDING

Aan het kortstondige bestaan van Mulder-Vogem NV kwam op 4 februari 1969 een voortijdig einde door het uitspreken van het faillissement. De aandelen van deze onderneming werden eerst in 1966 ter beurse genoteerd nadat ze in 1962 op de incurante markt waren geïntroduceerd; in dat jaar vond tevens de oprichting van de vennootschap plaats door de samenvoeging van het in 1956 opgerichte Technisch Handelsbureau „Vogem” en de in 1959 in het leven geroepen vennootschap B.W.M. Mulders Industriële Onderneming NV. De onderneming hield zich voornamelijk bezig met de handel in en de (stuk-)productie van machines en apparaten voor de voedings- en genotmiddelenindustrie en voor de chemisch-farmaceutische industrie, waarbij zij zich speciaal toelegde op de productie van koudgasvaten.

Aanvankelijk had zij in de markt van koudgasvaten een voorsprong, welke zij later echter door toenemende concurrentie moest prijsgeven. In de korte tijd van haar bestaan heeft de onderneming een stormachtige ontwikkeling doorgemaakt, welke onder meer tot uitdrukking kwam in een verveelvoudiging van de omzet, van de activa en van het personeelsbestand. In Europa zowel als in Zuid-Amerika werd een aantal zelfstandige verkoopkantoren en dochtermaatschappijen opgericht, waardoor aanzienlijke aanloopkosten ontstonden. De opbouw van dit „concern” vergde van de jonge onderneming een grote krachtsinspanning; belangrijke posten initiële kosten, kosten voor marktontwikkeling, financierings- en organisatiekosten werden op de balans geactiveerd om tot een enigszins draaglijk resultaat te komen. De liquiditeitspositie is bijna voortdurend zorgelijk geweest. Door deze zwakke financiële structuur en de eenzijdigheid van de onderneming is een stagnering van de afzet in 1968 haar noodlottig geworden.

Het grote optimisme van de directie, die met veel gevoel voor public relations de financiële wereld tegemoet trad, heeft er waarschijnlijk toe bijgedragen, dat tot kort voor het faillissement velen geloofden dat het bij Mulder-Vogem NV niet fundamenteel fout zat. Deze hele zaak kreeg in juni 1969 een interessante wending doordat één van de grote financiers van Mulder-Vogem NV, de Kuwait Foreign Trading Contracting and Investment Company, een eis tot schadevergoeding indiende tegen de directie en de commissarissen en bovendien tegen het accountantskantoor van de vennootschap, omdat de laatste jaarverslagen en het introductiebericht geen getrouw beeld van de werkelijke situatie zouden hebben gegeven. Waarlijk een niet alledaags gebeuren.

„getrouw beeld” op de jaarrekening

Naar aanleiding van deze gebeurtenissen hebben wij getracht na te gaan welk beeld de gepubliceerde jaarstukken van Mulder-Vogem NV gaven en in hoeverre dit geen getrouw beeld van de werkelijkheid was. Vooral het laatste is evenwel een hachelijke bezigheid omdat voor een goed oordeel daarover „inside knowledge” onontbeerlijk is. Vervolgens hebben wij ons afgevraagd of, indien de jaarstukken zouden zijn opgemaakt in overeenstemming met het Ontwerp van Wet op de Jaarrekening van Ondernemingen, betere informatie zou zijn verstrekt.

Teneinde enig inzicht in de financiële positie van Mulder-Vogem NV te verkrijgen, hebben wij uit de gepubliceerde jaarrekeningen de liquiditeit, solvabiliteit en rentabiliteit berekend. De resultaten hiervan zijn neergelegd in tabel 1. De liquiditeit is steeds zeer krap geweest en blijktens de jaarverslagen een voortdurende grote zorg van de directie. Ook de solvabiliteit geeft geen reden tot juichen, hetgeen door de directie nimmer verbloed is, daar enige malen de wens uitgesproken is de positie van het eigen vermogen t.o.v. het vreemde vermogen te verbeteren. Uit de cijfers blijkt dat de directie deze wens niet in daden heeft kunnen omzetten. Over de rentabiliteit tenslotte kan niet zonder meer een uitspraak worden gedaan; daarvoor moet eerst de wijze van berekenen van de winst — een der determinanten van de rentabiliteit — in ogenschouw worden genomen. Deze winstberekening, nauw samenhangend met de waarderinggrondslagen van bezittingen en schulden, is niet zo voorzichtig geweest als in Nederland vaak voorkomt.

Tabel 2 geeft de verkorte balans, tabel 3 de resultatenrekeningen, alle voor de periode 1962-1967 (zie blz. 1013).

DEELNEMINGEN EN VORDERINGEN OP ONDERNEMINGEN, WAARIN IS DEELGENOMEN

De gepubliceerde balans van Mulder-Vogem (1967) is een zgn. geconsolideerde-balans. Het doet echter merkwaardig aan dat er ondanks deze handelwijze toch nog een relatief grote post deelnemingen op de balans prijkt ($\pm 11\%$ van het balanstotaal), waaronder o.a. maar liefst zeven zgn. 100%-deelnemingen en één 90%-deelneming schuilgaan. In 1967 is op deelnemingen f. 488.591 verlies geboekt; de vraag is echter of daarmee alle in feite geleden verliezen tot uitdrukking zijn gebracht. Veelzeggend is namelijk de opmerking in het jaarverslag dat f. 985.000 aanloop- en opbouwkosten door de verkoopkantoren en joint-companies gemaakt waren, die in komende jaren nog moesten worden afgeschreven. Blijkens de toelichting op de balans bestaan de vorderingen op deelnemingen voor een deel uit voorschotten voor aanloop- en opbouwkosten. Hieruit zou men wellicht kunnen vermoeden dat deze aparte NV's waarschijnlijk niet zijn geconsolideerd, om te voorkomen dat op de balans de post aanloop- en opbouwkosten met een groter bedrag zou voorkomen.

Indien deze aanloop- en opbouwkosten inderdaad door een willekeurige consolidatie aan het oog zouden zijn onttrokken, zou geen sprake kunnen zijn van een „getrouw beeld”; de presentatie van deze kosten in de balans zou dan onjuist zijn. Indien deze kosten bovendien voor een te hoog bedrag geactiveerd zouden zijn, zou van een onvoorzichtige winstbepaling sprake zijn. Om dit laatste oordeel te kunnen vellen, zouden wij inzicht moeten hebben

TABEL 1.

Financiële positie Mulder-Vogem NV 1962-1967

	1962	1963	1964	1965	1966	1967
Omzet aan derden	849.000	1.122.000	1.438.000	4.502.000	7.240.000	9.733.000
Eigen vermogen (gemiddeld)	314.000 a)	756.000	2.331.000	4.125.000	6.491.000	8.914.000
Netto winst	74.000	130.000	228.000	399.000	671.000	89.000 b)
Rentabiliteit (eigen vermogen)	23,6%	17,2%	9,8%	9,7%	10,3%	0,9%
Solvabiliteit (eigen vermogen: vreemd vermogen)	0,3	0,5	0,8	0,5	0,7	0,6
Liquiditeit (vlottende activa: vlottende passiva)	0,6	0,8	1,1	0,9	0,95	1,3
Liquiditeit (vlottende activa —/— voorraden): vlottende passiva)	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5
Cash-flow (per f. 1.000 aandelenkapitaal)	1,075	407	290	418	389	192

a) Aan het einde van het jaar; beginvermogen was namelijk onbekend.

b) Exclusief onttrekking aan de reserves van f. 834.000.

in de gerechtvaardigheid van de verwachtingen die de directie t.a.v. de naaste toekomst koesterde en in de gronden waarop deze verwachtingen beruisten. Hoewel grote, krachtige ondernemingen dergelijke kosten veelal niet in de balans activeren, kan men een kleinere, snel groeiende onderneming niet zonder meer verwijten dat zij dit wél doet. Als duidelijke kritiek blijft o.i. wel over, dat de grens tussen wel en niet in de consolidatie betrokken dochters willekeurig getrokken lijkt te zijn. Dit had o.i. in het jaarverslag toegelicht moeten zijn, omdat zulke partiële consolidaties van zich overigens geheel voor consolidatie lenende dochters zinloos en ongebruikelijk zijn.

Het Ontwerp van Wet op de Jaarrekening van Ondernemingen vereist consolidatie, dan wel het opnemen in de toelichting van afzonderlijke of samengevoegde jaarrekeningen van de deelnemingen. Art. 13, lid 1:

„Omtrent de ondernemingen waarin de onderneming rechtstreeks of middellijk voor meer dan de helft van het geplaatste kapitaal deelneemt, worden zo getrouw mogelijk alle inlichtingen verstrekt, die krachtens deze wet in de jaarrekening moeten voorkomen. Aan deze verplichting kan worden voldaan door in de toelichting op de jaarrekening der deelnemende onderneming een geconsolideerde jaarrekening dan wel afzonderlijke of samengevoegde jaarrekeningen van deze ondernemingen op te nemen”.

Van belang hierbij is tevens dat — indien niet is geconsolideerd — art. 29, lid 2 afzonderlijke vermelding van winsten of verliezen uit deelnemingen eist. Het publiceren van de krachtens art. 13, lid 1 en art. 29, lid 2 vereiste gegevens had meer inzicht gegeven in de samenstelling van vermogen en resultaat van de deelnemingen, waardoor ze beter op hun waarde geschat hadden kunnen worden. De door de deelnemingen gemaakte aanloop- en opbouwkosten zouden in dat geval als zodanig openbaar gemaakt zijn.

IMMATERIËLE ACTIVA

Met betrekking tot de post immateriële activa kan vermoedelijk niet worden gesproken van een bestendige gedragslijn. Achtereenvolgens zien we in de toelichting de volgende omschrijvingen:

Jaar	Immateriële activa	Ontwikkelingskosten
1962	Betaalde goodwill bij overname van „Vogem” technisch handelsbureau, balansbedrag f. 52.500	Kosten voor research alsmede voor uitbouw van de administratie-opzet, balansbedrag f. 21.389
1963	Als in 1962, balansbedrag f. 35.000	Kosten voor produktontwikkeling, balansbedrag f. 163.600
1964	Kosten van produkt- en marktontwikkeling en initiële produktiekosten, balansbedrag f. 453.090	Deze post verdwijnt uit de balans: in dit jaar wordt een nieuwe accountant benoemd
1965	Verwervingskosten van produktiecapaciteit te Zaltbommel a) alsmede kosten van produkt- en marktontwikkeling b), balansbedrag f. 286.274	—
1966	Verwervingskosten van produktiecapaciteit te Zaltbommel, balansbedrag f. 204.124	—
1967	Verwervingskosten van produktiecapaciteit te Zaltbommel en ontwikkelingskosten, balansbedrag f. 441.000	—

a) In november 1964 werd het gehele geplaatste aandelenkapitaal van Zalcon NV — f. 75.000 nominaal — geruild tegen nominaal f. 100.000 nieuwe gewone aandelen Mulder-Vogem NV gerechtigd tot het halve dividend 1964. In de balans van 1964 zijn deze aandelen Zalcon NV onder de post „Deelnemingen en vorderingen op ondernemingen, waarin is deelgenomen” opgenomen, gewaardeerd tegen 133½%. In 1965 werd de produktiecapaciteit van Zalcon volledig met die van de andere fabrieken geïntegreerd, waardoor Zalcon NV in administratieve en financiële zin volledig in de vennootschap is opgegaan.

Blijkens het directieverslag 1964 lag het in de bedoeling om in het jaarverslag 1965 te rapporteren over de resultaten van Zalcon NV. Het *boven de nominale waarde* der uitgegeven aandelen in aanmerking genomen bedrag werd beschouwd als een vergoeding voor de verwerving van de produktiecapaciteit van Zalcon NV en is in de balans opgenomen onder de post immateriële activa.

b) Volgens het directieverslag 1965 „dient in aanmerking te worden genomen dat, in tegenstelling tot de jaren tot en met 1964, alle initiële kosten direct ten laste van het exploitatieresultaat zijn geboekt en dat bovendien op de tot en met 1964 geactiveerde immateriële activa ten laste van het exploitatiesaldo versneld is afgeschreven”. Van belang is tevens de opmerking in het directieverslag 1963 dat m.i.v. 1964 de afschrijvingen op geactiveerde ontwikkelingskosten en op immateriële activa niet meer begrepen zullen zijn in de post afschrijvingen, doch verwerkt zullen zijn in het exploitatiesaldo vóór afschrijvingen.

Als gevolg van deze wisseling in omschrijving heeft men niet voldoende informatie over hetgeen als activa is geboekt. Daar de afschrijvingen op de immateriële activa niet voor alle jaren bekend zijn heeft men ook geen inzicht in hetgeen als kosten is geboekt. Evenmin kan worden nagegaan of de afschrijvingen op de immateriële activa systematisch zijn geweest, of op basis van „what the traffic can bear”. Ten aanzien van de immateriële activa vereist het Wetsontwerp (art. 11, lid 2) dat deze gespecificeerd worden vermeld, o.a. de posten goodwill en voorbereidings- en aanloopkosten. Daarnaast eist art. 29, lid 2, dat van de baten en lasten afzonderlijk worden vermeld o.a. de afschrijvingen op vaste activa en de afschrijvingen op immateriële activa.

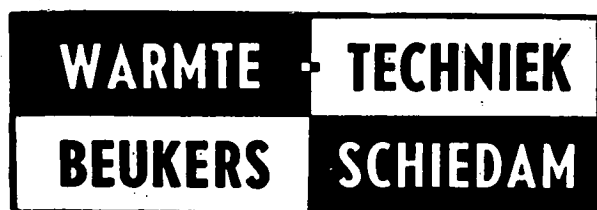
Mulder-Vogem voldeed niet aan deze eisen. Indien de wet van kracht zou zijn geweest, zou Mulder-Vogem de jaarrekening hebben moeten aanpassen, waardoor een beter inzicht in de immateriële activa en de uit dien hoofde geboekte kosten zou zijn verkregen.

ONDERHANDEN WERKEN

Ten aanzien van de waardering van deze balanspost is geen bestendige gedragslijn gevolgd. Tot en met 1966 staat in de toelichting op de balans „dat is gewaardeerd tegen de kostprijs van de verwerkte materialen en lonen, vermeerderd met toeslagen voor indirecte kosten”. In 1967 is daaraan toegevoegd „toeslagen voor verkoopkosten”, waardoor kostenbedragen die in vorige jaren ten laste van de resultatenrekening werden gebracht op de balans werden geactiveerd. In 1967 is de post onderhanden werk met f. 2.600.000 of bijna 120% toegenomen. In 1967 zijn de voorraden, omvattend materiaal en onderhanden werk, toegenomen van f. 3.700.000 tot f. 8.200.000, waardoor meer dan 85% van het eigen vermogen in voorraden is geïnvesteerd, terwijl t.o.v. de omzet de voorraden 84,5% bedragen.

Hierbij dient men te bedenken dat Mulder-Vogem NV een stukproduktie-bedrijf is, waarvoor de post onderhanden werk normaliter betrekking heeft op reeds gemaakte kosten voor nog niet gereedgekomen reeds geboekte orders. Indien het zou gaan om op voorraad geproduceerde producten dan zouden deze niet onder „onderhanden werk”

(I.M.)



TABEL 2.

Balans Mulder-Vogem NV 1962-1967 verkort weergegeven
(x f. 1.000)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967
Vastgelegd						
duurzame activa	824	2.363	5.152	8.901	10.381	10.959
deelnemingen	—	—	226	700	2.889	2.925
immateriële activa	73	226	453	286	204	441
Vlottende activa						
voorraden	214	433	1.497	2.668	3.690	8.212
vorderingen e.d.	242	487	654	1.825	2.810	4.491
Totaal actief	1.353	3.509	7.982	14.380	19.974	27.028
vlottende passiva	713	1.193	2.004	4.592	6.779	9.557
saldo vlottende activa en passiva	—257	—273	147	—99	—279	3.146
In bedrijf werkzame vermogen	640	2.316	5.978	9.788	13.195	17.471
waarvan gefinancierd met:						
Eigen vermogen	314	1.199	3.463	4.788	8.195	9.634
Vreemd vermogen	326	1.117	2.515	5.000	5.000	7.837

TABEL 3.

Resultatenrekening Mulder-Vogem NV 1962-1967
verkort weergegeven
(x f. 1.000)

	1962	1963	1964	1965	1966	1967
Exploitatiesaldo (incl. afschrijvingen op immateriële activa)	142	271	451	884	1.324	1.397
Afschrijvingen	53	90	178	389	573	692
Bedrijfsresultaat	89	181	273	495	751	705
Voorzieningen	—17	—13	—	—	—	+345a)
Diverse baten/lasten	+4	—4	+13	+6	—10	—127
Tantièmes	—	—34	—58	—102	—70	—
Belastingen	—2	—	—	—	—	—
Winst na belastingen	74	130	228	399	671	—923b)
Waarvan aan:						
dividend	—	51	106	203	239	487
algemene reserve	74	79	122	196	432	436c)
	74	130	288	399	671	923

- a) Onttrekking aan de algemene reserve.
b) Ontrokken aan de algemene reserve f. 834.000
t.b.v. — kosten van uitbouw concern f. 345.000
— voorziening op vorderingen op ondernemingen, waarin is deelgenomen f. 489.000
f. 834.000
c) Dit jaar vond een onttrekking plaats van f. 834.000; rekening houdend met de toevoeging van f. 436.000 werd per saldo f. 398.000 aan de reserves onttrokken.

op de balans mogen worden opgenomen, doch zouden ze als „halffabrikaat” of „gereed produkt” moeten worden vermeld. Stagnatie of geheel wegvallen van de afzet zou een waardevermindering van de voorraad halffabrikaat of gereed produkt kunnen betekenen.

Wanneer dan ook zou blijken, dat de voorraden (onderhanden werk) niet betroffen reeds bestelde produkten, doch voorraden die waren ontstaan doordat men zonder orders doorproduceerde om onderbezettingsverliezen te voorkomen, dan zou inderdaad geen getrouw beeld zijn gegeven.

Uit de gepubliceerde gegevens hebben wij dit echter niet kunnen afleiden, daarvoor is thans de inside informatie van de curatoren in het faillissement noodzakelijk. In het directieverslag 1967 wordt slechts melding gemaakt van het sneller dan voorzien toenemen van de omvang van zaken, waardoor de financiering van voorraden, onderhanden werken, debiteuren en deelnemingen meer middelen eiste dan in 1966 werd begroot. Een duidelijke toelichting

op de oorzaken van de toename van de voorraden (onderhanden werk en materialen) werd dus niet gegeven.

Art. 16 van het wetsontwerp eist, dat indien „de onderneming belangrijke voorraden van verschillend karakter (heeft), zoals grondstoffen, hulpstoffen, halfabrikaten, werk in uitvoering, gereed produkt of handelsvoorraden, zodanige groepen afzonderlijk (worden) vermeld”. Indien Mulder-Vogem de post voorraden — omvattend materialen en onderhanden werk — overeenkomstig deze eis zou hebben onderverdeeld, dan zou de presentatie en daarmee het verschaft beeld, beter zijn geweest. Gezien het feit dat Mulder-Vogem in 1968 belangrijke hoeveelheden koudgasvaten als onderpand voor leningen heeft verstrekt is het van belang te wijzen op art. 22, lid 2 van het wetsontwerp: „Aangegeven wordt voor welke groepen van deze schulden (op lange termijn) zekerheid is gesteld en in welke vorm dit is geschied, alsmede ten aanzien van welke groepen schulden de onderneming zich heeft verbonden haar goederen niet te bezwaren”. Deze informatie is echter niet verstrekt.

DEBITEUREN

Bij ondernemingen waar op bestelling geleverd wordt ziet men vaak dat — in geval van projecten van langere duur — met de afnemers wordt overeengekomen dat de totale prijs in termijnen, naar gelang de produktie vordert, in rekening zal worden gebracht. Bij het opleveren van de order dan wel na verstrijken van een zekere garantietermijn wordt dan de laatste termijn in rekening gebracht.

Bij een toeneming van de omvang van zaken mag men dan ook een toeneming van de post „In rekening gebrachte

De jaarrekening van ondernemingen en het recht van enquête

Voor elke onderneming is het van groot belang te weten wat de juridische en administratieve gevolgen zijn van de in deze losbladige uitgave behandelde wet. De zeer deskundige redactie staat er borg voor dat men blijvend goed geïnformeerd is.

Onder redactie van prof. mr. P. Sanders, prof. drs. G. L. Groeneveld en prof. mr. drs. H. Langman.

Losbladig, 1 band, nr. 65.228.999, f. 16,—.

Naamloze en besloten vennootschap

Welke gevolgen vloeien voor de ondernemer voort uit de op til zijnde veranderingen van het vennootschapsrecht? De redactie van deze losbladige uitgave volgt alle ontwikkelingen op de voet.

Een onmisbaar stuk informatie voor ieder die in de praktijk te maken heeft met het vennootschapsrecht.

Onder redactie van prof. mr. J. M. M. Maeijer, mr. A. M. Brenninkmeijer en mr. H. J. M. N. Honée.

Losbladig, 1 band, nr. 65.245.999, f. 18,50:

 **SAMSON**

Alphen aan den Rijn, tel. (01720) 66 33.

Ook verkrijgbaar via de boekhandel.

termijnen" verwachten. In 1967 vertoont deze balanspost bij Mulder-Vogem echter een daling van ong. 40%, terwijl de omzet met ong. 35% en de post debiteuren met ong. 65% steeg. De financieringsmoeilijkheden werden hierdoor verscherpt. Het dalen van de post „In rekening gebrachte termijnen" kan wijzen op een niet op bovenbeschreven wijze afrekenen met de afnemers en op het verstrekken van kredieten aan afnemers door Mulder-Vogem. Het directieverslag vermeldt dat voor een aantal relaties bij derden een aantrekkelijke financiering kon worden verkregen.

In het directieverslag wordt voorts melding gemaakt van de wens van de afnemers de mogelijkheid tot „na-financiering" te openen. Ook hier blijkt weer een gebrekkige informatie. De directie zegt namelijk niet wat onder het begrip „na-financiering" — overigens een ongebruikelijke term — wordt verstaan. Indien het betekent dat aan afnemers krediet (op langere termijn) wordt verstrekt dan zou het opnemen van deze vorderingen onder Debiteuren onjuist zijn; ze zouden als zodanig in de balans moeten worden vermeld, wil een getrouw beeld worden gegeven.

Ook in dit geval zou de werking van het wetsontwerp een verbetering van de informatie hebben gegeven, nl. op grond van art. 17. Dit artikel luidt: „Heeft de onderneming belangrijke, naar hun aard te onderscheiden groepen vorderingen, zoals die op handelsdebiteuren, op afbetalingsdebiteuren, door hypotheek gedekte vorderingen en verleende kredieten, dan vinden deze groepen afzonderlijk vermelding".

VOORUITBETAALDE KOSTEN

In 1967 wijzigt de post „Vooruitbetaalde kosten" van karakter, doordat er mede onder worden verstaan financierings-, organisatie- en opleidingskosten, ter grootte van f. 465.000, zijnde f. 857.000 waarop ten laste van 1967 f. 392.000 is afgeschreven.

Onder vooruitbetaalde kosten verstaat men in het algemeen kosten die reeds in dit jaar zijn betaald, doch op het volgende jaar — hooguit enkele volgende jaren — betrekking hebben. Uit de omschrijving in de balans van 1967 van Mulder-Vogem NV krijgen wij de indruk, dat het niet gaat om normale transitoria doch om geactiveerde kosten met een investeringskarakter. Deze indruk wordt stellig gewekt door het feit dat gesproken wordt over afschrijvingen op deze kosten. Indien het inderdaad zou gaan om activa met investeringskarakter, waarop wordt afgeschreven, dan zijn deze op een onjuiste plaats en met onjuiste omschrijving in de balans vermeld. Daardoor wordt een verkeerde indruk van de werkelijke situatie gewekt; de liquiditeit wordt namelijk te gunstig voorgesteld. Het ware beter geweest ze in de balans onder een juiste benaming op te nemen in plaats van ze samen te voegen met normale vooruitbetaalde kosten.

In het wetsontwerp zijn ten aanzien van deze post geen specifieke bepalingen opgenomen, hetgeen kan wijzen op de geringe betekenis die er aan wordt gehecht. Indien het activa met een investeringskarakter zou betreffen, zou art. 11, lid 2 van het Ontwerp van Wet van toepassing zijn, dat aparte vermelding van o.a. voorbereidings- en aanloopkosten eist.

CONCLUSIE

Uit de voorgaande bespreking van de jaarrekening van Mulder-Vogem NV kan op de uiteengezette gronden het vermoeden worden geput, dat de balans en de winst- en

sinds 1917

sinds 1917

STENOGRAFENBUREAU W. STEMMER & ZN N.V.

Lieven de Keystr. 77, tel. (010) 20 06 86, Rotterdam-14
vervaardigt o.a. de officiële gemeenteraadsverslagen van Arnhem, Baarn, Breda, Dordrecht, Eindhoven, Groningen, Haarlem, Hilversum, Maastricht, Renkum, Rheden, Rotterdam en Veldhoven.

Wij leveren ook

NOTULEN VAN DIRECTIE- EN AANDEELHOUDERSVERGADERINGEN

De jarenlange gedegen ervaring van ons bureau, toepassing van moderne geluidsopnametechniek en vooral onze eerste-klas medewerkers garanderen snel en accuraat werk, uitgevoerd op uiterst betrouwbare en discrete wijze.

(I.M.)

verliesrekening waarschijnlijk geen getrouw beeld van de werkelijke situatie hebben gegeven. De omschrijving en rubricering van een aantal activa in de balans (Deelnemingen, Immateriële activa, Onderhanden werk, Debiteuren, Vooruitbetaalde kosten) is vermoedelijk onjuist geweest.

Of en in hoeverre de winst van de onderneming geflatteerd is voorgesteld laat zich moeilijk beoordelen; de mogelijkheid is echter niet uitgesloten dat de bekritiseerde omschrijving en rubricering der balansposten bovendien nog verbonden zijn met te hoge waardering dezer posten. Ook kan het ontbreken van een bestendige gedragslijn t.a.v. bepaalde posten tot winst- dan wel verliesverschuiving hebben geleid zonder dat daarover informatie is verstrekt.

Indien de jaarrekening in overeenstemming met het Ontwerp van Wet op de Jaarrekening van Ondernemingen zou zijn opgesteld, zou er van betere informatie sprake zijn geweest.

Drs. J. van Helleman
Drs. Ph. J. Maat

Mededelingen

Conferentie beleving sociale verzekering

Op 17 december a.s. organiseert de Nederlandse Vereniging voor het onderzoek van Arbeidsverhoudingen een conferentie over het onderwerp *Beleving van de sociale verzekering*.

De conferentie zal worden gehouden in het gebouw van het Universitair Instituut Vormingswerk Bedrijfsleven, Oostmaaslaan 80 te Rotterdam. Sprekers zijn:

— Drs. Q. van Bijsterveld: medewerker op het Instituut voor Arbeidsvraagstukken te Tilburg.

— Mr. J. G. Rietkerk: lid van de Tweede Kamer der Staten-Generaal.

— De heer H. Berens: Secretaris van het Nederlands Verbond van Vakverenigingen.

De conferentie zal aanvangen te 10.30 uur en eindigen ca. 16.00 uur. Geïnteresseerden in deze conferentie kunnen zich aanmelden door storting van een bijdrage ad. f. 10 per persoon, studenten f. 5 per persoon (inclusief lunch) op postrekeningnummer 1583868 ten name van de Penningmeester van de N.V.A. te Roden (Dr.) onder vermelding van „Conferentie Beleving Sociale Verzekering".

Geld- en kapitaalmarkt

GELDMARKT

Onder invloed van de verwachting, dat na het oplopen van de waarde van de Duitse Mark, sedert deze op 29 september geen vaste pariteit meer heeft, ook de gulden zou worden gerevalueerd, is er speculatief kapitaal naar Nederland gestroomd. Speculatieve houders van D.M. hebben de winst binnengehaald en hun saldi in D.M. gerepatrieerd. Verder vinden in de goederensfeer geen vooruitbetalingen meer plaats. Ook in de beleggingsfeer leidde de Duitse maatregelen tot reacties. Als gevolg steeg de deviezenvoorraad van de Nederlandsche Bank in de eerste week van oktober met f. 115 mln.

Toch bevreemdt de reactie van de markt enigszins. Immers de toevloed van middelen uit het buitenland is samengegaan met het sterk drainerende binnenlandse effect van de betaling van vennootschapsbelasting. Het is waar, dat een onbekend deel van de Staatsontvangsten uit deze hoofde weer door de Staat naar de markt moest worden teruggevoerd in verband met de aflossing van de eertijds opgenomen kasgeldleningen, maar per saldo steeg in de week tot 6 oktober 's Rijks kas met ruim f. 400 mln. Uit de na-ultimo-inkrimping van de bankbiljettencirculatie kwam de markt f. 68 mln. ten goede. Verder hebben de banken zich kunnen veroorloven hun verplicht depositosaldo sterk te laten teruglopen. Zij hebben in de afgelopen weken sedert half september een zo groot saldo aangehouden, dat zij kort vóór het einde van de depositoperiode, die half oktober afloopt, in staat waren hun tegoeden bij de centrale bank tot f. 19 mln. te laten teruglopen. Zoals bekend is het compenserend deposito gemiddeld f. 144 mln. Een beperkte vermindering van de schuld aan de Nederlandsche Bank met f. 47 mln. was nog mogelijk.

In de afgelopen week heeft de binnenstroming van middelen versterkt plaatsgehad. Dit blijkt uit de sterke daling van de tarieven van korte-termijnkredieten. De rente voor daggeldleningen bijv. is van $6\frac{3}{4}\%$ tot $3\frac{1}{2}\%$ gedaald. De invloed van de steeds dreigende revaluatie van de D.M. is verdwenen, waarbij komt dat ook de Amerikaanse banken bezig zijn de opgenomen middelen op de Euro-dollarmarkt af te lossen, zodat in geheel Europa een ontspanning van de markt plaats heeft.

KAPITAALMARKT

In de afgelopen week is de kapitaalmarktrente, gemeten aan het gemiddelde effectieve rendement van langlopende Staatsleningen, in enigszins van belang zijnde mate gedaald. Eind december 1968 bedroeg de rente 6,63%. Geleidelijk voltrok zich een stijging, waarbij op 28 maart de 7% werd gepasseerd. Begin mei werd reeds de $7\frac{1}{4}\%$ bereikt, op 27 juni zelfs $7\frac{1}{2}\%$. De 8%-grens werd na 19 september overschreden; op 26 september kwam de rente op 8,11% terecht. Hierop volgde een vrij plotselinge daling tot 8%.

ESB 15-10-1969

Zonder twijfel heeft de wijziging in de nationale liquiditeitspositie onder invloed van de internationale monetaire gebeurtenissen hier de hoofdrol gespeeld. Houders van D.M.-obligaties hebben waarschijnlijk op grote schaal deze stukken te gelde gemaakt en de opbrengst in guldenobligaties belegd, daarbij een niet onaanzienlijke koerswinst makend.

Voor zover de verwachting van een revaluatie van de gulden een rol heeft gespeeld is een incidentele factor aan het werk geweest. Immers de kans op zodanige pariteitswijziging lijkt bijzonder klein. Echter, wanneer wijzigingen in de Amerikaanse verhoudingen van belang zijn en men ten opzichte van de D.M. een andere houding aanneemt is er sprake van een meer blijvende invloed. Hieruit volgt dat de rentestand zijn hoogste punt zou hebben bereikt.

KOERSSTAAT

Indexcijfers aandelen (1963 = 100)	30 dec. 1968	H. & L. 1969	3 oktober 1969	10 oktober 1969
Algemeen	121	130 — 108	114	115
Internationale concerns	127	138 — 113	120	120
Industrie	119	129 — 107	113	114
Scheepvaart	89	94 — 78	78	79
Banken en verzekering	98	127 — 97	110	110
Handel enz.	122	133 — 105	110	111

Bron: A.N.P.-C.B.S., Prijscourant.

Aandelenkoersen ¹

Kon. Petroleum	f. 182,90	f. 160,75	f. 159,35
Philips	f. 59,40	f. 63,05	f. 62,70
Unilever, cert.	f. 125,30	f. 111,90	f. 111,40
Zout-Organon	f. 181,60	f. 142,10	f. 124,40
Hoogovens, n.r.c.	f. 101,80	f. 105,40	f. 104,90
A.K.U.	f. 123,20	f. 119,05	f. 119,15
AMRO-Bank	f. 61,20	f. 53,10	f. 52,90
Nat. Nederlanden	f. 72,70	f. 96,30	f. 96,—
K.L.M.	f. 212,—	f. 204,30	f. 205,—
Robeco	f. 243,30	f. 243,—	f. 243,70

New York

Dow Jones Industrials

945

808

807

Rentestand

Langlopende staatsobligaties ²

6,63

8,16

8,01

Aandelen: internationales ²

3,4

lokales ²

3,9

Disconto driemaands schatkist-

papier

5

6

6

¹ Aangepast voor kapitaalwijzigingen.

² Bron: Amsterdam-Rotterdam Bank.

Prof. Dr. C. D. Jongman

ESB

onmisbaar bij het kritisch volgen van
het (sociaal-) economisch gebeuren

Belastingwetten. Met een inleiding van Prof. Mr. Ch. P. A. Geppaart. Æ. E. Kluwer, Deventer 1969, 393 blz., f. 9,50.

In deze beknopte tekstuutgave is er naar gestreefd dat deel van de belastingwetgeving bijeen te brengen dat bij de theoretische en praktische beoefening van het belastingrecht de grootste toepassing vindt. Niet opgenomen zijn onder meer de verdragen ter voorkoming van dubbele belasting en de tabellen als zodanig. De wetten zijn in afdelingen en min of meer samenhangende groepen bijeengebracht. De korte inleiding van Prof. Geppaart geeft een beknopte karakteristiek van het moderne belastingrecht.

Drs. E. van der Wolk: Directie-informatie. Directie-data, deel 1. Nederlands Centrum van Directeuren, herdruk 1969, 32 blz., f. 3,25.

Lysbeth Tonckens: De directeur aan het woord. Directie-data, deel 12. Nederlands Centrum van Directeuren, 1969, 71 blz., f. 4,50.

Het eerstgenoemde boekje is een licht bewerkte herdruk van het boekje, waarmee de serie Directie-Data in 1963 van start ging. Het tweede boekje handelt over de kunst van communicatie, toegesneden op de directeur. Zonder theoretische uitweidingen zijn hier hoofdregels bijeengebracht over het tweerichtingsverkeer dat communicatie is: goed spreken... én goed luisteren.

Van ruilverkaveling naar inrichting van landelijke gebieden. Wiardi Beckman Stichting, Amsterdam 1969, 18 blz. + schema, f. 4.

De agrarische sectie van de WBS rapporteert in deze publikatie of de ruilverkaveling, die zich allengs ver-


legd heeft van zuiver agrarische doelstellingen naar een instrument dat ook dienstbaar is aan vele niet-agrarische doelstellingen, daarom geen andere wettelijke begeleiding en een verbeterde besluitvorming vraagt.

**Met ESB
een beter
economisch-politiek
inzicht**

*** ZO NIJST VERSCHENEN**

**wat elke
belegger moet weten
staat in...**

**de wegwijzer
voor de
belegger**
DR. F. L. G. SLOOFF



* Slooff
De Wegwijzer
voor de Belegger
Reuzenpocket:
137 pagina's
f. 8,50

Een kleine investering met hoog rendement.

In voor iedereen begrijpelijke taal, maakte Dr. F. L. G. Slooff eenvoudig wat moeilijk lijkt. De nieuwe, vierde druk is uitgebreid, volledig herschreven en up-to-date gemaakt. Het boekje maakt u wegwijz, met helder gestelde informatie, op een terrein dat zonder gids ontoegankelijk is. Een uiterst leesbare reuzenpocket, die de aankomende belegger op het goede spoor zet, de gevestigde belegger tot geheugensteuntje dient.

Wacht niet met bestellen - want de vraag is groot - en wendt u daarvoor tot uw boekhandelaar dan wel rechtstreeks tot de uitgever.

N.V. KONINKLIJKE NEDERLANDSCHE BOEKDRUKKERIJ H.A.M. ROELANTS
Postbus 42 - Schiedam - Telefoon (010) 26 02 60 - Postrekening 5858



PROVINCIE OVERIJSEL



Bij de provinciale planologische dienst is plaats voor een

sociaal-geograaf of econoom-geograaf

Taak: Toegepast sociaal-wetenschappelijk onderzoek met betrekking tot regionale ruimtelijke vraagstukken.

Gevraagd: Doctoraal examen planologie of sociale geografie. Economisch-geografische scholing strekt tot aanbeveling.

Salaris: Binnen de grenzen van f 1239,- tot f 1923,- per maand, afhankelijk van ervaring en opleiding. De premie A.O.W./A.W.W. is voor rekening van de werkgever.

Bijzondere regelingen: Verplaatsingskostenregeling en ziektekostenregeling (IZR) zijn van toepassing.

Sollicitaties: Binnen twee weken na verschijning van dit blad te richten aan de directeur van de provinciale planologische dienst, Stationsweg 5 te Zwolle.

Inlichtingen: Bij de adj.-directeur tijdens de kantooruren (tel. 05200 - 1 15 33).