

ECONOMIE

Tijdschrift voor Algemeen Economische,
Bedrijfs-Economische en Sociale Vraagstukken

Twee en twintigste jaargang

No. 9

juni 1958

CONCENTRATIE VAN BEDRIJVEN

door

Prof. Dr. M. J. H. SMEETS

1. In verband met hetgeen in de laatste tijd is geschreven over de concentratie van bedrijven, is het wellicht van belang, dat ook in dit tijdschrift daaraan enige aandacht wordt besteed. Het ligt niet in de bedoeling in hetgeen hierna volgt een uitvoerige uiteenzetting te geven; het gaat meer om een inleidend en globaal overzicht van de problemen, welke met dit onderwerp verband houden. Daarbij kan tevens worden gewezen op enkele nadelen, welke m.i. in de schaduw zijn gebleven.

De met dit onderwerp samenhangende vraagstukken zijn vele. Niet alleen het fiscale recht stelt degenen, die zich met deze materie bezig houden, voor tal van moeilijkheden, doch ook in het economische vlak zijn er vele facetten. Niettemin zal in een groot aantal gevallen samenwerking tussen bedrijven, meermalen gevolgd door fusie of een andere vorm van concentratie, noodzakelijk zijn, wil ons land een hem toekomstige plaats op de Euromarkt kunnen verwerven en behouden.

2. Samenwerking tussen verschillende ondernemingen zal in tal van gevallen aan een fusie of een andere vorm van concentratie vooraf gaan. Zolang deze ondernemingen daarbij haar eigen zelfstandigheid behouden, liggen er op het fiscale gebied weinig moeilijkheden. Ook de zgn. pool-overeenkomst brengt zo goed als zeker weinig fiscale obstakels mede. In een arrest van 8 jan. 1947, B¹⁾ 8257, werd de H.R. geplaatst voor een geval, waarin een Nederlandse n.v. met vier buitenlandse fabrieken had geregeld: de verdeling van de afzetgebieden, een centrale vaststelling van de fabricage (t.a.v. het door elk der contractanten te vervaardigen aantal soorten goe-

¹⁾ Zie het lijstje van afkortingen aan het slot van dit artikel.

deren), een verdeling van de totale winsten volgens een zekere sleutel. De r.v.b. te Amsterdam had vastgesteld, dat de overeenkomst tot een vergroting van de gezamenlijke winst door samenwerking leidde en dat de verdeling van de totale winst daarom moest worden beschouwd als een bedrijfshandeling. In hoofdzaak op deze grond besliste de H.R., dat voor elke der samenwerkende vennootschappen het bedrijfsresultaat na de onderlinge verrekening als winst moet worden beschouwd en dat een door de Nederlandse n.v. uitgekeerd bedrag derhalve als een bedrijfslast behoorde te worden opgevat en niet als een uitdeling van winst.

Het is niet geheel zeker of de H.R. in alle opzichten is teruggekomen van twee oudere arresten, nl. van 27 mei 1925, B. 3606, en van 5 febr. 1941, B. 7301, betrekking hebbende op de vroeger geheven dividend- en tantiëmebelasting. Daarover kan men in de literatuur lezen, dat het arrest van 8 jan. 1947 uitsluitend zou betrekking hebben op de pool-overeenkomsten, die ten doel hebben de bedrijfsuitoefening van de partijen te beïnvloeden en de winst door samenwerking te vergroten. T.a.v. pool-overeenkomsten, welke niet anders zijn dan een regeling van de winstverdeling van de n.v., zouden de genoemde arresten B. 3606 en 7301 nog gelding hebben¹⁾.

Commercieel is het echter de vraag of een dergelijke samenwerking lang kan duren zonder nadere voorzieningen te treffen. Een winstpooling vereist b.v. reeds uniforme wijze van winstbepaling bij iedere contractant; gewoonlijk zullen dan bepaalde activiteiten niet langer door alle aangesloten n.v.'s mogen worden verricht. Dit vereist verplaatsing van machines, mogelijk ook van personeel.

Men kan uiteraard beginnen met op een bepaald punt tussen ondernemingen een samenwerking tot stand te brengen, bijv. een gezamenlijk verkoopapparaat of een gezamenlijk research-apparaat. Er is echter alle kans, dat indien de samenwerking gelukt, deze steeds tot andere terreinen wordt uitgebreid en dat men dan op een gegeven moment tot een of andere vorm van concentratie moet komen. Indien in zo'n geval niet van te voren de voorwaarden zijn vastgelegd, waaronder men de bedrijven wil concentreren, geeft dit in het latere stadium grote moeilijkheden; zijn deze voorwaarden wèl tijdig vastgesteld, dan zal men niettemin komen te staan voor problemen van de aard als hierna worden genoemd.

3. Uitbreiding van bedrijven kan uiteraard zodanig geschieden,

¹⁾ Zie terzake Doedens, noot op B. 8257 en van Soest-Peeters-van Soest, Belastingen, 8e druk, blz. 278.

dat een grote onderneming een kleinere koopt. In het hierna volgende wordt verondersteld, dat zowel de grote als de minder grote onderneming de n.v.-vorm hebben.

Onderneming A kan in de allereerste plaats de aandelen van onderneming B kopen. Indien aandeelhouders van de n.v. B een aanmerkelijk belang hebben in de zin van art. 19 Inkomstenbelasting¹⁾, dan zullen deze aandeelhouders inkomstenbelasting moeten betalen over het verschil tussen de verkoopprijs van de aandelen en het bedrag, dat voor de aandelen is betaald²⁾; deze winst wordt belast met een percentage van ten hoogste 40.

Het is mogelijk om met gebruikmaking van de bevoegdheid van de Wet Herkapitalisatie 1957 eerst het aandelenkapitaal in de n.v. B te verhogen door het uitreiken van bonus-aandelen aan de oude aandeelhouders; deze vergroting van het aandelenkapitaal is echter slechts mogelijk tot maximaal 80% van de zichtbare vrije reserves op de fiscale balans bij het begin van het boekjaar, waarin de herkapitalisatie plaats vindt. In dat geval betalen de aandeelhouders 20% inkomstenbelasting over de nominale waarde van de bonus, waartoe de n.v. de aandeelhouders in staat kan stellen door naast de bonus een dividend in contanten van 25% uit te keren. Ook dit dividend in contanten is dan aan het tarief van 20% inkomstenbelasting onderworpen. Hiermede kan niet alleen worden verkregen, dat het tarief, dat anders ter zake van de winst, verworven bij de vervreemding van het aanmerkelijk belang, zou zijn geheven, voor een belangrijk gedeelte wordt teruggebracht tot 20%, doch bovendien kan de n.v. op deze wijze haar aandeelhouders in staat stellen om deze 20% inkomstenbelasting te betalen (nl. door het genoemde extra dividend in contanten). Maar de n.v. boet in een tijd waarin zij juist belangrijk moet investeren, aan liquiditeit in; m.a.w. herkapitalisatie kan ten hoogste enig soulaas brengen bij zeer liquide n.v.'s.

In een geval als hierboven wordt bedoeld komt het meer dan eens voor, dat de aandelen worden opgekocht tegen een hogere waarde

¹⁾ Dit artikel belast als opbrengst van een bedrijf de winst, welke bepaalde aandeelhouders verkrijgen uit *vervreemding* (aan derden of aan de n.v. zelf) van *niet tot het bedrijfsvermogen behorende aandelen en winstbewijzen in n.v.'s* e.d.; voorwaarde daartoe is, dat zij in *die lichamen* een „aanmerkelijk belang” hadden. Het laatste is het geval, indien iemand tezamen met zijn naaste verwanten gedurende de laatste vijf jaren voor meer dan $\frac{1}{4}$ gedeelte van het nominale kapitaal van de n.v. aandeelhouder is geweest.

²⁾ Indien de houder van het aanmerkelijk belang de aandelen door *erfenis* of *schenking* heeft verworven, geldt als verkrijgingswaarde de waarde bij vererving of schenking.

dan de beurskoers, mogelijk zelfs tegen een hoger bedrag dan de intrinsieke waarde aangeeft. Dit is ook verklaarbaar, omdat een sterke koper op de reeds beperkte markt optreedt en het deze sterke koper niet alleen te doen is om de activa van de onderneming economisch in zijn bezit te krijgen, doch bovendien bereid is voor de goodwill van de kleinere onderneming een belangrijke vergoeding te geven. Voorbeelden hiervan zijn uit de laatste jaren bekend. Met opzet noem ik dit geval van hoge koersvorming reeds hier, omdat het gevaar aanwezig is, dat men bij concentratie van bedrijven een te grote betekenis toekent aan de intrinsieke waarde van de aandelen. Deze intrinsieke waarde is niet primair van betekenis; zij moet naar mijn mening op de achtergrond blijven. Hierop kom ik in het hierna volgende terug¹⁾).

4. Een tweede methode van uitbreiding door het kopen van een andere onderneming is deze, dat de n.v. A niet de aandelen van de n.v. B verkrijgt doch de activa van de n.v. B koopt, bijv. tegen betaling in contanten. Daarbij is het ook mogelijk, dat de n.v. A een of meer schulden (een goed voorbeeld is bijv. een hypothecaire schuld) van de n.v. B overneemt.

In dit geval ontstaat in de n.v. B een winst, welke in totaal genomen het verschil is tussen de verkregen koopsom en de boekwaarden van de verschillende activa; deze winst zal bovendien ten dele bestaan uit een vergoeding voor de goodwill, die in de meeste gevallen — nl. wanneer de n.v. deze zelf heeft gekweekt — niet op de commerciële balans en ook niet op de fiscale balans voorkomt. Over de totale winst wordt de n.v. B vennootschapsbelasting verschuldigd, dus ook over eventuele stille reserves, die als gevolg van de vergoeding voor alle overgenomen activa te voorschijn komen.

Het is uiteraard mogelijk, dat vervolgens de n.v. B wordt ontbonden. Indien in dat geval hoge uitkeringen geschieden op de aandelen, worden deze uitkeringen bij de aandeelhouders belast op grond van art. 31 van het Besluit op de Inkomstenbelasting; de liquidatieuitkering van een n.v. wordt nl. gelijkgesteld met dividend. Hier-

¹⁾ Een variatie op het in deze paragraaf behandelde vormt de betaling van de gekochte aandelen in de n.v. B met aandelen in de n.v. A, in plaats van in contanten (in één keer of in termijnen). In deze situatie moeten de oude aandeelhouders van de n.v. B eveneens inkomstenbelasting betalen over de door hen gemaakte aanmerkelijk-belang-winst; indien zij zelf over voldoende contanten beschikken, is dit uitvoerbaar, maar dit zal wel een uitzondering zijn. Van de kant van de n.v. A vereist dit uitbreiding van het gestorte aandelenkapitaal; indien zij er in slaagt op deze wijze alle aandelen van de n.v. B te verwerven, kan zij vragen de twee n.v.'s samen als een fiscale eenheid te beschouwen.

bij is echter het gematigde tarief van art. 48 Inkomstenbelasting van toepassing, hetgeen betekent, dat ten hoogste 40% wordt geheven over het verschil tussen hetgeen op een aandeel wordt uitgekeerd en hetgeen op dat aandeel gemiddeld was gestort.

Men kan natuurlijk ook de n.v. B laten voortbestaan. Zij zal dan misschien gaan behoren tot de categorie van de slapende n.v.'s. Men kan er ook een belegging-maatschappij van maken, doch dan moet de n.v. B, zolang zij besloten blijft, aan haar aandeelhouders 60% van de ontvangen dividenden uitkeren. In de praktijk wordt ook wel getracht om in een dergelijk geval een holding (met een laag aandelenkapitaal) boven de n.v. te bouwen; deze holding — hierna te noemen n.v. Z — koopt dan de aandelen van de oude aandeelhouders in de n.v. B. Het is dan van groot belang, wie in de n.v. Z de macht in handen krijgt, hetgeen meermalen zal betekenen wie er directeur wordt. Want de laatste stemt in de aandeelhoudersvergadering van de n.v. B.

Bij het overgaan van de aandelen B naar de n.v. Z worden de oude aandeelhouders van de n.v. B, die daarin een aanmerkelijk belang hebben, doorgaans inkomstenbelasting verschuldigd over de vordering, die zij op de Z krijgen, minus het bedrag, dat voor de aandelen B is betaald. Het tarief belooft ten hoogste 40% (zie § 3). De belasting over deze aanmerkelijk-belang-winst tracht men wel eens te ontgaan doordat de aandeelhouder in de B eerst de aandelen B tegen bijv. 100% aan de kinderen verkoopt, hetwelk doorgaans een materiële schenking medebrengt, waarover schenkingsrecht wordt betaald, dat echter geringer is dan de inkomstenbelasting over de aanmerkelijk-belang-winst. Niettemin zitten aan dergelijke holdings bezwaren van commerciële en andere aard (familie-verhoudingen) vast, welke men in elk speciaal geval grondig dient te bekijken. In feite bereikt men met dergelijke constructies een min of meer langdurig uitstel van het betalen van inkomstenbelasting. De moeilijkheden worden naar de toekomst verschoven en inmiddels kunnen zich bij de verdeling van open gevallen boedels problemen over de waardering voordoen, die onbillijkheden naar boven en naar beneden kunnen meebrengen; te meer omdat de aandelen in de holding, die een geringe nominale waarde hebben, „topzwaar” worden, indien de holding haar winsten niet of slechts in beperkte mate uitkeert en de haar toebehorende aandelen in de oorspronkelijke n.v.'s mogelijk ook nog in waarde toenemen.

5. Naast de in de §§ 3 en 4 besproken methoden kan de n.v. A de activa en de schulden aan derden van de n.v. B overnemen op de

wijze, die is geregeld in art. 18 van het Besluit op de Vennootschapsbelasting. Volgens dit artikel kan de n.v. A alle activa en de schulden van de n.v. B overnemen tegen de actuele waarden; de daardoor ontstane overdrachtswinst blijft bij de n.v. B vrij van vennootschapsbelasting mits voldaan wordt aan deze twee voorwaarden:

- a) de n.v. A moet de activa en de schulden in haar fiscale balansen opnemen tegen de boekwaarde, waarvoor zij op de dag van het overnemen in de boeken van de n.v. B voorkomen;
- b) de n.v. A mag de n.v. B niet in contanten betalen; zij mag evenmin een schuld aan de n.v. B krijgen, doch zij moet de n.v. B voldoen in aandelen in de n.v. A.

Men noemt dit wel de „geruisloze herkapitalisatie”, welke bovendien niet aan een limiet is onderworpen; zij mag nl. plaats hebben tot de redelijke reële waarde van de dag, zodat alle open reserves en zelfs de stille reserves mogen gaan behoren tot de vrij van belasting zijnde overdrachtswinst.

Het is duidelijk, dat de belasting-vrijstelling slechts hierdoor verklaarbaar is, dat de n.v. A op haar fiscale balans de lage boekwaarden van alle activa en overgenomen schulden behoort op te nemen, welke in de n.v. B laatstelijk voorkwamen. M.a.w. de n.v. A moet in de toekomst de vennootschapsbelasting betalen, die de n.v. B eigenlijk verschuldigd was bij de overdracht; er is dus weer sprake van uitstel van belasting-betaling. Het is daarom commercieel noodzakelijk, dat de n.v. A deze uitgestelde belastingschuld althans zeker voor de contante waarde in aanmerking neemt bij het bepalen van het bedrag waarvoor zij de activa en de passiva van de n.v. B zal overnemen. Dat dit tot ingewikkelde boekingen aanleiding zal geven, is duidelijk; een uiteenzetting daarvan zou in dit artikel tot omvangrijke beschouwingen aanleiding kunnen geven en wordt daarom nagelaten. Wel moet er de aandacht op worden gevestigd, dat indien de n.v. A gebruik maakt van art. 18 Vennootschapsbelasting, zij op de overgenomen duurzame activa fiscaal doorgaans tot geringere bedragen afschrijft dan commercieel voor haar mogelijk is; m.a.w. in dit opzicht worden haar fiscale winsten hoger dan de commerciële.

Op korte termijn zijn er in dit geval geen fiscale bezwaren. Toch kunnen deze in de toekomst rijzen, indien nl. de n.v. A hetzij op de beurs hetzij bij een institutionele belegger aandelen zou plaatsen met agio of met de claimconstructie. In het laatste geval komen de claimbedragen ten goede niet aan de aandeelhouders van de n.v. B doch aan de n.v. B zelf. Men kan verdedigen, dat de claimbedra-

gen mogen worden afgeboekt op de kostprijs van de aandelen A, die in de boeken van de n.v. B voorkomen. Wanneer echter de n.v. A meer dan één keer emitteert, waarbij hoge claimbedragen kunnen worden bedongen, zou deze boekwaarde bij de n.v. B kunnen dalen tot nul. Mocht de n.v. B de ontvangen claimbedragen geheel of ten dele uitkeren aan haar aandeelhouders, dan moeten dezen daarover inkomstenbelasting betalen; hetzelfde geldt, indien de n.v. B terug ontvangen agio aan haar aandeelhouders zou doorgeven.

Het is mogelijk van de n.v. B een beleggingmaatschappij te maken; in dat geval kunnen de claimbedragen worden geboekt in het credit van de rekening „Koersverschillenreserve”, waardoor waarschijnlijk lang uitstel (echter geen afstel) van belastingbetaling wordt verkregen. Vgl. mijn uitvoerige beschouwingen in de Naamlooze Vennootschap van april 1956.

Indien men zou opmerken, dat de n.v. B kan worden ontbonden, dan luidt het antwoord, dat dit inderdaad mogelijk is, doch dan komen dezelfde bezwaren naar voren, waarop in § 4 is gewezen. Hier komt nog bij, dat de n.v. B in hoofdzaak slechts beschikt over aandelen A, die bij de liquidatie worden uitgereikt aan de aandeelhouders van de n.v. B. Zij moeten dan inkomstenbelasting betalen over een overheersend niet-liquide verkrijging; dit feit zal de liquidatie bemoeilijken.

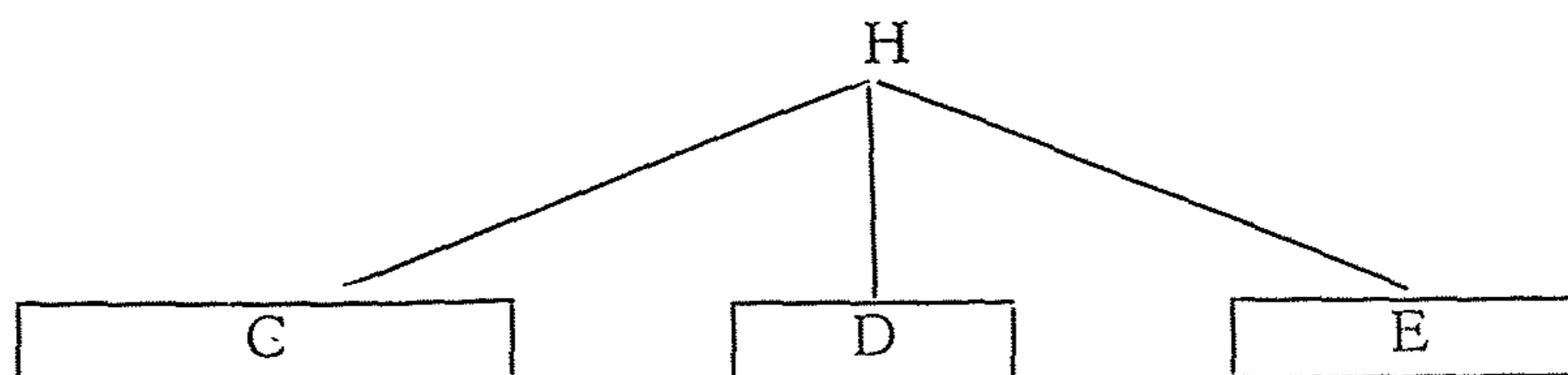
De bestuurders van een n.v., die alle activa en schulden aan derden van een andere n.v. volgens de constructie van art. 18 Vennootschapsbelasting overneemt, dienen zich zeer goed te realiseren, dat zij daarmee voor de overgenomen n.v. en voor de aandeelhouders van de laatste in de toekomst moeilijkheden kunnen ontketenen. Art. 18 Vennootschapsbelasting kan inderdaad in een aantal gevallen uitkomst bieden, bijv. indien in ons geval in de n.v. B een verlies aanwezig was geweest dat wordt gecompenseerd door de overdrachtswinst. In dat geval zal de liquidatie van de n.v. B waarschijnlijk voor haar aandeelhouders met geen of geringe fiscale kleerscheuren kunnen geschieden. In een dergelijke situatie blijft echter bij de n.v. B haar recht op *fiscale* verliescompensatie ongebruikt; Dit is uiteraard nadelig. Daarom verdient het in een dergelijke omstandigheid aanbeveling om zo mogelijk de in § 4 bedoelde methode te volgen. Uit publicaties van de laatste tijd valt af te leiden, dat een n.v. B is ontbonden op een wijze als in deze alinea of in de vorige paragraaf is bedoeld.

Ook is art. 18 Vennootschapsbelasting van betekenis indien de n.v., die de activa van een andere onderneming heeft opgekocht, in de toekomst nooit aan de beurs zal komen of nooit gelden buiten

de besloten kring van haar huidige aandeelhouders zal behoeven aan te trekken. Het laatste zal echter wel een uitzondering zijn, gezien de noodzaak tot concentratie als gevolg van de openstelling van Euromarkt en Euratom en de daaruit voortvloeiende omvangrijke investeringen.

6. In de §§ 3, 4 en 5 is gesproken over het opgaan van een onderneming in een andere onderneming. Waarschijnlijk zal echter in de naaste toekomst meer sprake zijn van het concentreren van ondernemingen in een nieuwe onderneming.

In de eerste plaats is gepleit om de n.v.'s, die willen gaan samenwerken, vooralsnog als werkmaatschappijen te behouden en daarboven een overkoepelende n.v. op te richten, die de aandelen in de desbetreffende n.v.'s koopt van haar aandeelhouders. Die overkoepelende n.v. wordt en blijft een „holding” van de aandelen van de samen gaande ondernemingen; geleidelijk zal zij echter ook de productie van die ondernemingen kunnen overnemen. De volgende eenvoudige tekening moge dit duidelijk maken.



Verondersteld wordt, dat de n.v. H de aandelen C overneemt van de huidige aandeelhouders C_1 , C_2 en C_3 tegen betaling van $3\frac{1}{2}$ aandeel H voor één aandeel C. De H (= Holding) verkrijgt de aandelen D van D_1 en D_2 tegen vergoeding van 3 aandelen H tegen één aandeel D en verwerft de aandelen E van E_1 , E_2 , E_3 en E_4 in de verhouding één aandeel E = 4 aandelen H.

Indien een of meer van de aandeelhouders C_1 E_4 een aanmerkelijk belang in zijn oude n.v. had — hetgeen herhaaldelijk het geval zal zijn —, dan wordt deze transactie beschouwd als een vervreemding van het aanmerkelijk belang en dan moet hij over de waarde van de verworven aandelen H, verminderd met het bedrag, dat voor de aandelen C (resp. D of E) is betaald, ten hoogste 40 % inkomstenbelasting betalen. Men bedenke, dat in deze constructie deze belasting wordt gevraagd, hoewel de aandeelhouder geen constanten of andere liquide middelen ontvangt. In een tijd waarin het toch reeds uiterst moeilijk is om de noodzakelijke uitbreidingen in industrie, handel en landbouw te financieren, worden dus de aandeelhouders van besloten n.v.'s, die grote risico's op zich gaan ne-

men, geplaatst voor het ter tafel brengen van belangrijke bedragen aan inkomstenbelasting, hoewel zij economisch in deze verwisseling van hun oude aandelen in aandelen H veel meer een ruil zien, althans slechts een verandering in de juridische vorm van de deelgerechtigheid in hun onderneming.

Van Dijk heeft in W.F.R. 4398 en in de Katholieke Werkgever van 10 mei 1958 betoogd, dat in Duitsland en in de Verenigde Staten deze verandering van aandelenbezit niet belastbaar is, hoewel men ook daar bepalingen kent, die met de aanmerkelijk-belangconstructie overeenkomen. Hij verdedigt, dat een overdragen van aandelen, waarbij de contraprestatie niet in liquide middelen wordt gerealiseerd, ook in Nederland onder de geldende wetgeving onbelast dient te blijven. Men bedenke echter, dat in deze uiteindelijk slechts de Hoge Raad een beslissing kan geven; dit op zichzelf reeds maakt het moeilijk en tijdrovend om een proces terzake te beginnen. De Minister van Financiën is tot dusver niet bereid gebleken in deze een tegemoet komende houding aan de inspecteurs voor te schrijven. Terecht is in de brochure van de Amsterdamsche Bank „Concentratie van bedrijven en Euromarkt” (blz. 22) bepleit, dat de verkrijgingskosten van de aandelen in de H voor iedere aandeelhouder worden gelijkgesteld met de verkrijgingskosten van de afgestane aandelen.

Een andere zeer belangrijke kwestie is de waarde waartegen de n.v. H de aandelen C, D en E uit ons voorbeeld overneemt. Dat ook hier de aandeelhouders van de C, D en E in een beperkte markt tegenover zich een koper vinden, die bereid is een hoge koers voor hun aandelen te bieden, is duidelijk. Dientengevolge mag bij de waardering van de aandelen in een andere besloten n.v. niet op deze uitzonderlijke koersvorming een beroep worden gedaan.

In de literatuur wordt verdedigd, dat daarbij moet worden uitgegaan van de rentabiliteitswaarde en de intrinsieke waarde van de onderneming (de laatste berekend op basis van de vervangingswaarde) en slechts zeer bijkomstig van de rendementswaarde van de aandelen. Over dit uitgangspunt dien ik enkele theoretische aantekeningen te maken, die echter ook van praktisch belang zijn en omdat de fiscus alsmede de Hoge Raad bij de waardering van de aandelen voor de vermogensbelasting en het successierecht zeer grote invloed toekennen aan de intrinsieke waarde en omdat de Schattingscommissie voor Incourante Fondsen bij de waardering van aandelen voor de vermogensheffing ineens ook betekenis heeft gehecht aan de rentabiliteitswaarde van de onderneming en daarbij kwam tot een hogere waarde dan de intrinsieke waarde.

De rendementswaarde van de aandelen.

De waarde van elk objekt (en dus ook van aandelen) hangt primair af van het nut, dat het in de toekomst aan de eigenaar van dat objekt (of van een andere rechthebbende op de nutsprestaties) kan verschaffen. Wanneer het gaat om de waarde van de aandelen, betekent dit dus, dat primair van betekenis is het redelijk te verwachten rendement van die *aandelen*, d.i. primair het dividend in contanten of stocks, volgens sommigen ook een bonus¹⁾). Omdat bij besloten n.v.'s meermalen de dividendpolitiek wordt beheerst door een noodzaak, althans een neiging, tot intern reserveren, is het van belang om hier te stellen, dat de waarde van een aandeel in een besloten n.v. primair afhangt van het *potentiële* rendement, van de bedrijfseconomisch toelaatbare dividend²⁾).

Het is echter mogelijk, dat in het bijzonder de koper van een pakket aandelen in een n.v. naast het dividend in de toekomst ook nog andere nutsprestaties kan verwachten; men denke aan claimbedragen³⁾, een hoge liquidatie-uitkering en aan een directeurs- of commissaris-functie. In dat geval dient men theoretisch de rendementswaarde (in enge zin) van het aandeel te verhogen met de contante waarde van die te verwachten nutsprestaties.

De rentabiliteitswaarde van de onderneming.

Bij de rentabiliteitswaarde van de *onderneming* stelt men zich eveneens op het theoretisch juiste uitgangspunt: men waardeert de toekomstige nutsprestaties, de toekomstige winsten (uiteeraard na aftrek van de daarover te betalen inkomsten⁴⁾) of vennootschapsbelasting. Men tracht de „*earning capacity*” van de onderneming te berekenen, een moeilijk te benaderen grootheid. In het geval van de n.v.'s C, D en E wordt uitgegaan van de situatie vóór de concentratie.

¹⁾ Voor een uitvoerige uiteenzetting moge ik verwijzen naar mijn recensie van het proefschrift van de K.V. Antal in *Rechtsgeleerd Magazijn-Themis*, 1958, afl. 6, blz. 532 e.v.

²⁾ Zie de in de vorige noot bedoelde resensie, blz. 535.

³⁾ Deze zijn vrij van inkomstenbelasting bij aandeelhouders, die geen aanmerkelijk belang hebben; is het laatste wel het geval, dan kunnen de claims vroeg of laat tot de aanmerkelijk-belang-winst gaan behoren.

⁴⁾ Ik noem hier welbewust ook de inkomstenbelasting, omdat de ondernemer bij het afwegen van toekomstige risico's rekening zal houden met hetgeen hij na afrek van de inkomstenbelasting *beschikbaar* houdt. Overigens is dit onderwerp te omvangrijk om het hier geheel toe te lichten; wel wil ik, ter voorkoming van misverstand, opmerken, dat dit standpunt niet tot gevolg heeft, dat de inkomstenbelasting zou worden afgewenteld.

Het is m.i. niet juist om de rentabiliteitswaarde van de *onderneming* in het geding te brengen wanneer zoals in bovenstaand geval de n.v. H niet de onderneming van een andere n.v., niet haar activa koopt (onder overneming tevens van de schulden), doch de *aandelen*, in die andere n.v. Dit geeft niet alleen een theoretisch maar ook een praktisch verschil tussen de rentabiliteitswaarde van de onderneming en de rendementswaarde van de aandelen (beide vóór de concentratie te nemen).

Bij de laatste worden slechts de in de toekomst aan aandeelhouders *uitkeerbare* winsten in aanmerking genomen; de bij deze waarde op te tellen contante waarde van de reserves zal niet groot zijn, wanneer de uitkering hiervan ver in de toekomst ligt; deze contante waarde stijgt uiteraard, wanneer een uitkering uit de reserves of claimbedragen min of meer spoedig te verwachten is.

Bij het benaderen van de rentabiliteitswaarde gaat men uit van de *gehele* winst van de onderneming (naar ik aanneem, onder aftrek van de tantièmes); daarbij wordt rekening gehouden met de te betalen vennootschapsbelasting, doch dit is m.i. niet altijd voldoende.

De eigenaar van een onderneming die niet in de n.v.-vorm wordt gedreven (eigendom van een zelfstandige ondernemer of van een v.o.f.), is in het algemeen „bij” met het betalen van de jaarlijkse inkomstenbelasting (met uitzondering van de stille reserves, die men o.a. bij de overdracht van de onderneming zou kunnen realiseren); de zelfstandige ondernemer of ieder van de vennoten moet verder de belasting over de overdrachtswinst afdragen (ten hoogste 40%).

Bij de winsten uit een onderneming, die „ingekapseld” is in een n.v., worden echter twee fiscale barrières gepasseerd, voordat die winsten — ook eventueel de overdrachtswinst — geheel in het bezit van *haar* aandeelhouders kunnen komen. Immers behalve de vennootschapsbelasting over de winsten, welke die n.v. heeft behaald, behoren die aandeelhouders inkomstenbelasting te voldoen over het dividend, dat de n.v. tengevolge van die winsten vroeg of laat aan hen uitkeert; bij uitkering van de reserves moet eveneens nog de uitgestelde inkomstenbelasting worden betaald. Die uitkeringen zullen lang niet altijd onder het tarief van ten hoogste 40% inkomstenbelasting vallen. M.a.w. bij de berekening van de rentabiliteitswaarde van een onderneming, die de n.v.-vorm heeft, dient men mede te wegen het excedent van vennootschaps- + inkomstenbelasting (over alle door de n.v. gemaakte en nog niet uitgekeerde winsten)

boven uitsluitend de inkomstenbelasting verschuldigd door een ondernemer-natuurlijk-persoon.

In het geval van de overdracht van de aandelen C, D en E aan de n.v. H kan echter het laatste betoog van minder belang zijn; een uitwerking van deze uitzondering zou mij te ver voeren. Ook in dat geval geldt echter hetgeen aan het slot van deze paragraaf wordt gesteld.

Ik wil trachten het bovenstaande nog iets te verduidelijken in verband met het gegeven voorbeeld (desgewenst kan de lezer dit betoog in kleine letters overslaan).

C1, C2 t/m E4, aandeelhouders-natuurlijke personen, bieden hun aandelen op een beperkte markt ten verkoop aan; zij zullen èn individueel èn voor hun groep trachten een zo voordelig mogelijke prijs voor die aandelen te verkrijgen.

De (enige) vrager op deze beperkte markt is de op te richten n.v. H, die dan bovendien niet wil betalen in geld doch in incurante aandelen H. Normaal brengt het laatste een waarde-drukkende factor mee, want geld geeft een ruimere bestedingsmogelijkheid dan (incurante) aandelen. Het is normaal, dat een vrager een voor hem aanvaardbare prijs biedt.

Achter de n.v. H (in oprichting) staan in dit geval echter dezelfde personen C1, C2 E4, nu dus in een andere functie. Op zich zelf al een merkwaardig iets, maar dat komt omdat zij via een n.v. (een rechtspersoon, welk feit men ook economisch niet kan verwaarlozen) een combinatie tot stand willen brengen. Mogelijk wijken de schattingen van C1, C2 en C3 over hetgeen de n.v. H voor de aandelen D en E dient te bieden af van de bedragen, die D1 en D2 voor aandelen D en E1 t/m E4 voor de aandelen E willen besteden. Dezelfde mogelijkheden zijn aanwezig voor de aandeelhouders D1 en D2 alsmede E1 t/m E4 t.a.v. aandelen C; enz.

In elk geval wordt in de voorbesprekingen het spel van loven en bieden niet op de normale wijze gespeeld; in de plaats daarvan treden vrij nauwkeurige en verantwoorde berekeningen, opgemaakt door deskundige buitenstaanders, die daarbij volgens de literatuur op dit punt dienen uit te gaan èn van de intrinsieke (vervangings)waarde èn van de rentabiliteitswaarde van de ondernemingen C, D en E.

Verkoopt de n.v. H aandelen C, dan word de winst vroeg of laat met vennootschapsbelasting getroffen; hetgeen hiervan aan de aandeelhouders H word uitgekeerd, wordt bij hen in de inkomstenbelasting getroffen. Als de n.v. C liquideert, kan de n.v. H deze liquidatie-uitkering belastingvrij innen (met behulp van art. 10 Vpb.); indien de n.v. H daarna zou liquideren, zou deze omweg voor C1, C2 en C3 geen nadeel betekenen, want zowel rechtstreeks als indirect wordt in feite inkomstenbelasting over de liquidatie-uitkering van de C voldaan. Dezelfde moeilijkheden kan men opnoemen t.o.v. de groepen aandeelhouders D en E.

Het bezit van aandelen in een n.v. is, op lange termijn gezien, in Nederland¹⁾ fiscaal het gunstigst, indien ze tot iemands privé-vermogen behoren. Zitten aandelen X in een n.v. Y waarvan Y1 alle aandelen bezit, dan zullen een of meer fiscale barrières méér moeten worden gepasseerd, voordat de baten in het persoonlijk eigendom van Y1 komen, zelfs al zou de n.v. Y beleggingmaatschappij worden.

¹⁾ Ons land belast een aantal winstbestanddelen van een n.v. dubbel, bijv. de dividenden. In België, dat de regel „non bis in idem” kent, is dit niet het geval.

De opwerping, dat men met verkoop van de aandelen C, D of E, of met overdracht van de bedrijven geen rekening behoeft te houden, omdat dit niet in de bedoeling ligt, gaat mij te ver. Aangenomen, dat die verkoop nooit tot stand zal komen, is het dan absoluut zeker, dat na de concentratie in de n.v. H nooit een verdere concentratie zal volgen?

De intrinsieke waarde van de onderneming (en van de aandelen).

Na het bovenstaande betoog moet ik nog aandacht vragen voor de intrinsieke waarde. Ook al zou men deze op de vervangingswaarde berekenen, zij geeft mede aan, dat in het verleden als gevolg van de bedrijfsuitoefening reserves konden worden gevormd. Meermalen moet op de berekende intrinsieke waarde een aftrekpost worden toegepast, bijv. terzake van onvoldoende pensioenverplichtingen jegens het personeel, onvoldoende aanpassing van het apparaat aan moderne eisen, onvoldoende staf-personeel; men noemt dit wel „negatieve reserves”.

De intrinsieke waarde op zich zelf kan niet een juiste uitdrukking zijn van de actuele waarde van de onderneming of van de aandelen; die intrinsieke waarde kan bij een n.v. wèl van betekenis zijn in zoverre zij een verwachting kan inhouden (hoge reserves), dat de n.v. ook in de toekomst, mogelijk zelfs in ongunstige jaren, een behoorlijk dividend zal kunnen uitkeren. Wat heeft men aan de intrinsieke waarde van een modern uitgeruste onderneming in een doelmatige nieuwe fabriek, indien opeens de omzet- en winstverwachtingen ten aanzien van de door deze fabriek geproduceerde produkten komen te vervallen? Zijn er geen voorbeelden, ook uit de laatste tijd, dat de waarde van een onderneming, de waarde van de aandelen, welke die onderneming representeren, niet afhangt van het geaccumuleerde vermogen, dat intrinsiek in een onderneming aanwezig is, doch primair van hetgeen in de toekomst aan winsten resp. aan dividenden kan worden verwacht?

Het voorafgaande slaat op de intrinsieke waarde, berekend op de basis van de historische kostprijs. De voorstanders van de vervangingswaarde schakelen terecht bij de intrinsieke waarde op de opbrengstwaarde over, zodra de laatste lager is dan de intrinsieke waarde. Maar is dit niet een bevestiging van het standpunt, dat de rentabiliteitswaarde en de rendementswaarde theoretisch juist zijn dan de intrinsieke waarde? Die lagere opbrengstwaarde is immers het gevolg van lagere winst- of rendementsverwachtingen.

Dat niet alleen de fiscus doch ook anderen in de praktijk zulke grote betekenis aan de intrinsieke waarde toekennen, is begrijpelijk. Zij valt in de praktijk aan de hand van de laatste winstbepalende balans met minder onzekerheid te bepalen dan bij de rentabiliteits-

waarde van een onderneming en bij de rendementswaarde van aandelen mogelijk is. Maar dit mag onze ogen niet doen sluiten voor de gevaren van een te grote betekenis, welke aan deze waarde wordt gehecht.

Ik bevind mij overigens, wat mijn uitgangspunt betreft, ook t.a.v. de praktijk in een goed gezelschap. Blijkens de verslagen in de Maasbode en de Nieuwe Rotterdamse Courant van resp. 18 en 19 juni jl. heeft ir F. J. Philips op de jaarvergadering van de Draka o.a. betoogd: „de intrinsieke waarde (is) altijd maar betrekkelijk. De werkelijke waarde is de winst- en groeimogelijkheid van een bedrijf”. En verder: „al zou de Draka meer kunnen uitkeren, dan blijven hoge dividendpercentages toch vrijwel onbereikbaar. Aandeelhouders moeten niet geloven, dat zij bijv. ooit 30 pct. zouden ontvangen.”

Afgescheiden van deze theoretische opwerpingen, is de kans vrij groot, dat bij het vaststellen van de waarde waarvoor in ons voorbeeld de n.v. H de aandelen C, D en E zal verwerven, meer wordt gelet op de *onderlinge verhouding* tussen die drie n.v.'s dan op de theoretisch meest juiste koers. Dit is mogelijk, omdat de belangen van de drie n.v.'s voor een gedeelte parallel lopen — anders dan in het geval bedoeld in § 3, waar de belangen van de grote en de kleine onderneming eerder kunnen botsen —, zodat de koers van inbreng van elk der aandelen C, D en E vrij hoog kan komen te liggen. Maar het feit is er, dat niet die onderlinge verhouding de *hoogte* van het aandelenkapitaal bepaalt, doch de koersen waartegen de aandelen C, D en E in de n.v. H. worden ingebracht.

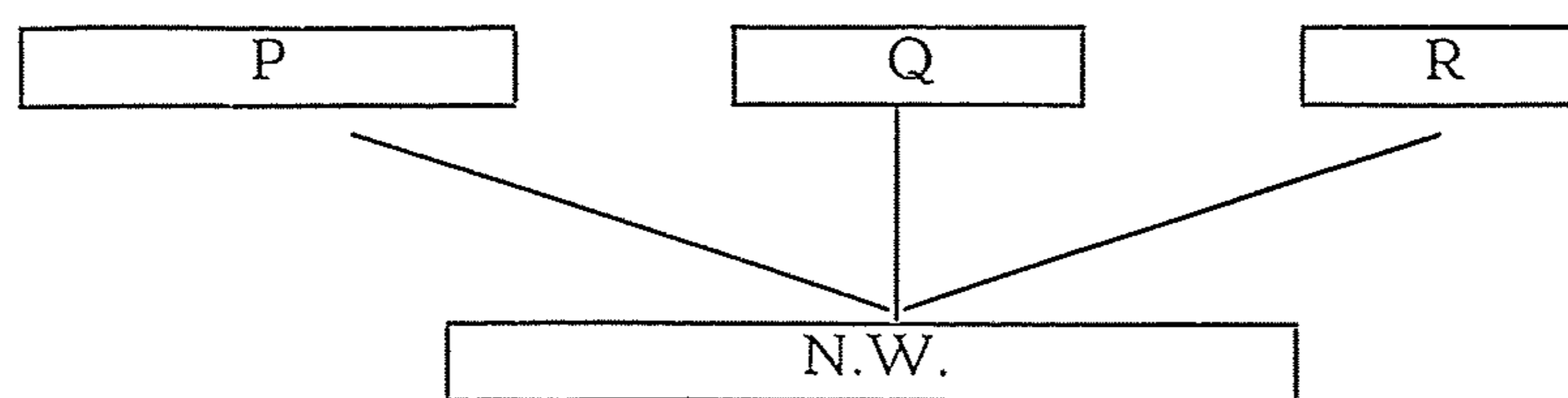
Dat te hoge koersen van inbreng voor de n.v. H nadelig kunnen worden bij een toekomstige emissie, heeft de financiële-overzichtenschrijver van De Maasbode in het nummer van 14 juni jl. uiteengezet; de beleggers zullen zich dan van dergelijke emissies afkeren.

Voor het laatste kan ook de volgende reden aanleiding geven. Men kan n.l. constateren, dat bij een berekening van de verkoopkoers van de aandelen C, D en E op de wijze, welke hierboven is aangegeven, de participanten in vele gevallen niet alleen de open reserves in de koersen vergoed krijgen maar ook stille reserves (de laatste uiteraard na aftrek van de daarover verschuldigd wordende vennootschapsbelasting). Hiertegenover staat, dat de aandeelhouders van tal van n.v.'s die in de achter ons liggende hausse-jaren een emissie aan de beurs hebben tot stand gebracht, in het bedongen agio of in de verworven claimbedragen gewoonlijk niet eens

een voldoende vergoeding voor het afstand doen van hun recht op de open reserves hebben ontvangen; aan een vergoeding voor de stille reserves behoefde men nauwelijks te denken. Voorzichtigheid bij de waardering van de koersen waartegen de aandelen C, D en E in de n.v. H worden ingebracht, zij, in verband met de gevolgen bij latere emissies door de n.v. H, aanbevolen. Want de inschrijvers op die emissies gaan uit van het *rendement* dat zij op de *aandelen* H kunnen verwachten; intrinsieke en rentabiliteitswaarde van de onderneming staan dan op het tweede plan.

Of — om het anders te zeggen —: indien het te voorzien is, dat de n.v. H toch aandelenkapitaal van derden moet aantrekken, dan doet zij verstandiger van de aanvang af zich (mede) in te stellen op de waarde, welke vreemden (op de beurs) straks voor haar aandelen zullen geven. De courantheid van de aandelen H — op zich zelf buitengewoon aantrekkelijk voor de aandeelhouders van de n.v.. H — vergt dan het prijs geven van de rentabiliteitswaarde van de ondernemingen C, D en E boven de m.i. theoretisch lager uitvallende rendementswaarde (in ruime zin) van de aandelen C, D en E en, na concentratie, van de aandelen H.

7. De in § 6 bedoelde n.v.'s C, D en E zouden ook anders te werk kunnen gaan dan in de aanhef van § 6 omschreven is; zij kunnen o.a. een nieuwe werkmaatschappij stichten. De volgende figuur moge dit verduidelijken. Ter voorkoming van verwarring met § 6 zijn de letters veranderd. Verder zijn verhoudingen gebezigd, die in de praktijk zó niet zullen voorkomen; dit is geschied om het te schetsen gevaar duidelijk te stellen.



De n.v.'s P, Q en R worden holdings van aandelen N.W. (= Nieuwe Werkmaatschappij).

n.v. P krijgt 400 aandelen in de n.v. N.W.

n.v. Q krijgt 200 aandelen in de n.v. N.W.

n.v. R krijgt 100 aandelen in de n.v. N.W.

700

Het is duidelijk, dat hier bedoeld wordt op de toepassing van art. 18 Vennootschapsbelasting. De oude n.v.'s worden ieder voor zich holding van aandelen N.W. De N.W. gaat later eventueel naar de beurs met een emissie of klopt aan bij een institutionele belegger om bij hem een aandelenpakket te plaatsen. Alles wat in § 5 over daaraan in de toekomst klevende fiscale bezwaren is gezegd, zal bij een dergelijke situatie nog sterker gaan spreken.

Afgezien hiervan treedt echter nog een belangrijk economisch bezwaar op.

In het bovenstaand voorbeeld heeft de n.v. P de meerderheid van de aandelen N.W.; aandeelhouders van de n.v. P zijn:

P₁; deze heeft 60 aandelen P
 P₂; deze heeft 15 aandelen P
 P₃; deze heeft 12 aandelen P
 P₄; deze heeft 13 aandelen P

100

Daar de n.v. P de meerderheid van de aandelen in de N.W. heeft en P₁ de meerderheid heeft van de stemmen, die op de vergaderingen van de n.v. P worden uitgebracht, beheerst P₁, met een indirect belang van $\frac{60}{100} \times \frac{400}{700} = \pm 34\%$ in de N.W., *in feite* de gehele nieuwe werkmaatschappij. Ook nadat de N.W. bijv. door een emissie 700 aandelen bij het publiek heeft geplaatst, heeft de n.v. P praktisch op de aandeelhoudersvergadering van de N.W. alles te zeggen, althans zolang het de N.W. goed gaat. De nieuwe aandeelhouders komen immers gewoonlijk eerst met behoorlijke aantallen stemmen ter vergadering, als het een n.v. slecht gaat.

Natuurlijk zal in de praktijk een dergelijke situatie zich nauwelijks voordoen, omdat in het algemeen slechts ongeveer even grote ondernemingen tot concentratie overgaan. Maar ook bij andere verhoudingen is een geval als hierboven te scherp is belicht, mogelijk. Het is hier de plaats om een van de vele behartenswaardige wenken uit de brochure van de Amsterdamsche Bank (blz. 16) te onderstrepen: „de gedachten (gaan) uit naar die gevallen waarin één of meer . . . bedrijven . . . fusionneren zonder dat van een in de fusie-structuur tot uitdrukking komend overwicht van een van de deelnemers sprake is”.

Bij de inbreng van de activa van de P, Q en R in de N.W. kunnen, zoals in § 4 reeds is opgemerkt, ook stille reserves worden gerealiseerd; hier zal in feite de intrinsieke waarde de voornaamste

basis worden. Ook in dit geval doet zich een situatie voor, die afwijkt van hetgeen in de laatste jaren t.a.v. het realiseren van open en stille reserves aan de beurs kon worden geconstateerd (zie het slot van § 6). Ook hier bestaat redelijke kans, dat de N.W. aandelenkapitaal bij derden zal plaatsen; die derden baseren hun deelneming op het rendement van de *aandelen*. Zij letten daarbij slechts subsidiair op de hoogte van de reserves in de N.W. Het is zelfs mogelijk, dat zij het te verwachten rendement op de uit te geven aandelen niet voldoende achten; achteraf kan dan blijken, dat de inbreng van de activa van de n.v.'s P, Q en R tegen een te hoge waarde is geschied en dat zich ook dan weer het ervaringsfeit voordoet, dat men niet alle open reserves (laat staan de stille reserves), die in een n.v. aanwezig zijn, in verhouding tot het aantal (gewone) aandelen aan iedere aandeelhouder kan toerekenen. Mede om deze reden verdient het aanbeveling bij het vaststellen van de inbrengwaarde van de activa van de P, Q en R in de N.W. niet alleen aan de gevolgen op de korte termijn doch ook aan die op de *lange* termijn aandacht te schenken.

8. Wellicht zal een lezer opwerpen, dat er nog wel „escape clauses” te bedenken vallen om de fiscale gevolgen, welke onder 6 en 7 zijn aangeroerd, te ontgaan. Men zou zich bijv. kunnen indenken, dat de N.W. uit § 7 niet alle activa en de schulden van de P, Q en R overneemt, dus niet gebruik maakt van art. 18 Vennootschapsbelasting, doch begint met de duurzame productiemiddelen van de P, Q en R te huren en dat zij slechts de voorraden e.d. van deze n.v.'s verkrijgt. Uiteraard zal dan de N.W. toch moeten beschikken over een zeker werkkapitaal; de n.v.'s P, Q en R zullen dan aandelenkapitaal of leningen moeten verstrekken. Nog beter zou het zijn, dat het aandelenkapitaal dan rechtstreeks bij de aandeelhouders van de P, Q en R zou worden geplaatst. Doet men het laatste, dan zal in overleg met de n.v.'s P, Q en R in een gemeenschappelijke vergadering een oplossing moeten worden gevonden voor de vraag wie in de N.W. in feite de macht zal uitoefenen.

Afgezien hiervan is de constructie van het verhuren van de duurzame productiemiddelen van een bedrijf aan een ander bedrijf toch eigenlijk een methode, die in de laatste jaren onder de invloed van arresten van de Hoge Raad over het al of niet belasten van de overdrachtswinst bij het staken van de bedrijfsuitoefening door natuurlijke-personen-ondernemers is ontstaan. Organisatorisch zijn aan deze wijze van handelen vele bezwaren verbonden, zeker wanneer het gaat om grotere ondernemingen dan vrij grote min-

denstandsbedrijven of nog in de eerste groei verkerende industriële ondernemingen.

Er is echter nog een ander gevaar, dat hier dreigt. De Hoge Raad heeft nl. bij de uitlegging van de belastingwetten naast het civielrechtelijke begrip eigendom het begrip „economische eigendom” naar voren gebracht. Men moet zich er terdege van bewust zijn, dat er andere moeilijkheden kunnen ontstaan, wanneer men ter vermindering van veel liquide middelen eisende belastingen of ter voorkoming van bezwaren, die uit de werking van art. 18 Vennootschapsbelasting in de toekomst dreigen, dergelijke ontsnappingspogingen onderneemt. Het is immers mogelijk, dat de fiscus van de aanvang af of op een later tijdstip op grond van de feiten de economische eigendom van aandelen of bedrijven bij een van de contractanten aanneemt, tengevolge waarvan louter op het civiele recht opgebouwde constructie in een geheel andere beoordeling kan vallen.

9. In het bovenstaande heb ik zeer veel weggelaten, dat eigenlijk belichting zou verdienen. Degenen die zich daarover verder willen oriënteren, kunnen veel belangwekkende gegevens vinden in de reeds vermelde literatuur en in de hieronder volgende aanvullende literatuuropgave. Met name wijs ik — ook al kan ik mij met het waarde-uitgangspunt van deze schrijver niet verenigen — op de gedegen, kennelijk op grote ervaring berustende en tot in details afdalende, beschouwingen van G. Diephuis, *Waarderen van aandelen bij fusies, Naamloze Vennootschap*, maart 1958.

Verder is niet gesproken over het registratierecht verschuldigd terzake van de storing op aandelen in een nieuwe n.v.; daar het hiermede gemoeide bedrag tot de oprichtingskosten van een n.v. behoort en dit in korte tijd ten laste van de winsten kan worden gebracht, kan men het belang van dit recht op ruim de helft van het tarief (2½%) waarderen.

Het bovenstaand overzicht, dat op tal van onderdelen aan de oppervlakte moest blijven, moge echter aantonen, dat ik het moeilijk eens kan zijn met hetgeen de Minister van Financiën bij de behandeling van hoofdstuk VII B in de Eerste Kamer der Staten-Generaal heeft betoogd, nl. dat er geen fiscale maatregelen nodig zouden zijn, o.a. omdat de Wet op de Herkapitalisatie 1957 en art. 18 Vennootschapsbelasting voldoende uitsluitel zouden kunnen bieden. Het komt mij voor, dat daarbij toch te weinig aandacht is geschonken aan de zeer moeilijke fiscale en andere problemen, welke op het ogenblik met de concentraties van bedrijven in het belang van de Nederlandse welvaart moeten worden overwonnen, en met

de bezwaren, welke in de toekomst in het bijzonder van art. 18 Vennootschapsbelasting kunnen worden ondervonden. Daar de in § 6 bedoelde concentratie m.i. economisch ver de voorkeur verdient, ondersteun ik gaarne de pogingen om tegemoetkomende bepalingen, als in de brochure van de Amsterdamsche Bank zijn bepleit, tot stand te brengen.

10. Behalve naar de reeds vermelde literatuur kunnen belanghebbenden met betrekking tot de in dit overzicht behandelde punten nog raadplegen:

P. van den Bosch, Bundeling der krachten, enige aspecten van de fusie van vennootschappen, Naamlooze Vennootschap, febr. 1958.

Van Zuuren, Begrensde concentratie, Economisch-Statistische Berichten nr 2126.

K. V. Antal, Enkele beschouwingen over de waardering van het incurante aandeel, ac.prf. Leiden 1955.

Eerst na het zetten van dit artikel nam ik kennis van „Memoranda Forum Samenwerking van Bedrijven en Euromarkt, 9 juli 1958”, waarin op voortreffelijke wijze de vele facetten van het omvangrijke vraagstuk worden belicht.

Enige gebezigde afkortingen:

B = Beslissingen in Belastingzaken
H.R. = Hoge Raad der Nederlanden
r.v.b. = raad van beroep voor directe belastingen (inmiddels opgeheven)
v.o.f. = vennootschap onder firma
W.F.R. = Weekblad voor Fiscaal Recht.