

ELEMENTAIRE BEDRIJFSECONOMISCHE MODELLEN

Auteurs: Fons Vernooij en Paul van der Aa

Website: fons-vernooij.nl/bm-site/EBM

Versie d.d. 30 mei 2019

Module 4: Financieel Management (introductiemodule)

Hoofdstuk 16 Financiering met eigen vermogen

16.1 [Ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid](#)

16.2 [Ondernemingen met rechtspersoonlijkheid](#)

16.3 [Rendementseisen](#)

16.4 [Informatie-eisen en kengetallen](#)

.... [Antwoorden op de vragen](#)

Inhoud

Dit hoofdstuk behandelt de verschillende rechtsvormen waarvoor bedrijven kunnen kiezen, en de consequenties daarvan voor het eigen vermogen. Ter sprake komen de eenmanszaak, de vennootschap onder firma, de commanditaire vennootschap, de besloten vennootschap en de naamloze vennootschap.

Functie

De functie van dit hoofdstuk is om de verschillende vormen van eigen vermogen tegenover elkaar te plaatsen.

Leerdoelen

Na de bestudering van dit hoofdstuk dient u:

- 1 inzicht te hebben in de verschillende vormen van het eigen vermogen;
- 2 het verschil aan te kunnen geven tussen bedrijven met en bedrijven zonder rechtspersoonlijkheid;
- 3 de consequenties duidelijk te kunnen maken die de rechtsvorm heeft op de solvabiliteit;
- 4 de gevolgen van de rechtsvorm voor het beoordelen van de rentabiliteit te verklaren.

Kernbegrippen

eenmanszaak	gestort aandelenvermogen
vennootschap onder firma (VOF)	nominale waarde
commanditaire vennootschap (CV)	agioreserve
rechtspersoonlijkheid	prioriteitsaandelen
besloten vennootschap (BV)	dividendpolitiek
naamloze vennootschap (NV)	buitengewone baten en lasten
maatschappelijk aandelenvermogen	koers / winst verhouding
geplaatst aandelenvermogen	

Verantwoording

Dit hoofdstuk is onderdeel van het leerboek uit de oorspronkelijke methode “Elementaire Bedrijfseconomische Modellen”, geschreven door Fons Vernooij en Paul van der Aa, en uitgegeven door ThiemeMeulenhoff. De methode bestond voorts uit een werkboek, studentenuitwerkingen en een docentenhandleiding.

Veel elementen zijn opgenomen op de website Bedrijfseconomische-Modellen.nl en termen zijn toegelicht op de website Bedrijfseconomische-Begrippen.nl.

Op Vakdidactiek-Bedrijfseconomie.nl staat een toelichting op de vakdidactische kant die is opgezet vanuit het proefschrift dat door [Fons Vernooij](http://FonsVernooij.nl) is geschreven. Vragen of opmerkingen kunt u sturen naar mail@fons-vernooij.nl.

16.1 Ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid

De meeste ondernemingen in Nederland behoren tot het midden- en kleinbedrijf. Het merendeel van deze bedrijven heeft als rechtsvorm de eenmanszaak, of de vennootschap onder firma (VOF) of de commanditaire Vennootschap (CV). De besloten vennootschap (BV) en de naamloze vennootschap (NV) zijn in het midden- en kleinbedrijf in de minderheid.

Een *eenmanszaak* is géén rechtspersoon; zij kan niet zelfstandig rechten of plichten hebben. Dat betekent dat een eenmanszaak zelf géén bezittingen (rechten) of schulden (plichten) heeft. De bezittingen van een eenmanszaak zijn feitelijk persoonlijk eigendom van de eigenaar van de eenmanszaak.

De schulden zijn ook persoonlijke schulden van de eigenaar; komt de eenmanszaak zijn verplichtingen niet na dan kunnen de schuldeisers deze vorderen op de eigenaar. Het eigen vermogen van een eenmanszaak is een deel van het persoonlijk-vermogen van de eigenaar. Het persoonlijk-vermogen staat garant voor de schulden van de onderneming.

De ondernemer is de enige die zeggenschap heeft over zijn eenmanszaak, immers het is zijn persoonlijk-vermogen. Hij is de baas van de zaak en kan alle beslissingen zelfstandig nemen. Gaat hij verplichtingen aan, dan moet hij die nakomen. Zolang hij dat doet, is hij aan niemand verantwoording over zijn zaak schuldig. De ondernemer is zowel eigenaar als baas van zijn zaak. Het eigendom en de leiding zijn in dezelfde handen.

De zaak betaalt de eigenaar/baas géén loon. Dat zou een sigaar uit eigen doos zijn, want het is zijn persoonlijk vermogen. Hij kan vrij over zijn vermogen beschikken. Als hij voor zichzelf geld nodig heeft, kan hij dat uit de zaak halen. Wil hij de continuïteit van de zaak niet op het spel zetten, dan kan hij niet teveel vermogen aan zijn zaak onttrekken.

Winst vergroot het vermogen dat de eigenaar/baas in de zaak heeft zitten. Is er verlies dan slinkt dat vermogen, en moet hij wellicht een deel van zijn persoonlijk-vermogen dat ergens anders is belegd, vrijmaken en in zijn zaak storten. Lopen de verliezen zo op dat het persoonlijk vermogen van de eigenaar/baas tekort schiet, dan kan dat zijn persoonlijke faillissement betekenen. Hij is hoofdelijk aansprakelijk voor de schulden van de eenmanszaak.

Gaat de eenmanszaak failliet dan is de eigenaar niet alleen zijn bedrijf kwijt, maar ook zijn andere persoonlijke bezittingen, zoals zijn huis, zijn auto en zelfs zijn meubilair en zijn kleding (voor zover niet in gebruik). De schuldeisers kunnen al zijn eigendommen verkopen tot het bedrag van hun vorderingen.

De eigenaar/baas hoeft niet de enige te zijn die voor de eenmanszaak werkt. Hij kan ook werknemers in dienst nemen. In tegenstelling tot de eigenaar/baas, krijgen zij wel een salaris. Hun salarissen zijn kosten, die de winst doen verminderen (over deze salarissen moeten de werknemers inkomstenbelasting afdragen).

De fiscus beschouwt de winst als inkomen van de eigenaar. Daarover moet hij inkomstenbelasting afdragen. Een eventueel verlies kan hij aftrekken voor de inkomstenbelasting. Voor de fiscus maakt het niet uit hoeveel persoonlijk-onttrekkingen hij uit het bedrijf haalt.

DE REKENING EIGEN VERMOGEN

Bedrijven zonder rechtspersoonlijkheid hebben in feite géén eigen vermogen. Het vermogen dat in het bedrijf zit, is persoonlijk vermogen van de eigenaar of eigenaren. Toch hebben deze bedrijven in de administratie vaak een rekening 'eigen vermogen'. (Het eigen vermogen heet bij VOF's en CV's vermogen x, waarbij de x staat voor de naam van een van de vennoten; bij voorbeeld: vermogen Jansen.)

De rekening eigen vermogen geeft aan hoeveel vermogen van de eigenaar aan het begin van het jaar in het bedrijf zit. Gedurende het jaar wisselt dat vermogen doordat de transacties van het bedrijf tot opbrengsten leiden of tot kosten (waarbij de kostprijs verkopen ook tot de kosten gerekend wordt).

De administratie boekt de winsten niet meteen bij het eigen vermogen, maar boekt ze op een winstrekening. De kosten boekt zij op een verliesrekening. Op het eind van het jaar stelt de administratie de resultatenrekening op: zij berekent het totale saldo van alle rekeningen van verlies en winst bij elkaar. De jaarwinst (of het jaarverlies) boekt zij over naar de rekening eigen vermogen.

Het vermogen dat de eigenaar in het bedrijf heeft zitten, kan zich ook wijzigen doordat hij vermogen uit het bedrijf neemt of in de zaak stort. Deze veranderingen boekt de administratie op de rekening privé. Op het eind van het jaar verrekenet de administratie het saldo van de privé-opnames of stortingen met de rekening eigen vermogen.

Op deze wijze geeft de administratie informatie over de veranderingen in de omvang van het vermogen van de eigenaar. Deze veranderingen kunnen dus komen door enerzijds winst of verlies en anderzijds door privé-opnames of stortingen.

Net als de eenmanszaak is de *Vennootschap Onder Firma* (VOF) een ondernemingsvorm zonder rechtspersoonlijkheid. Het belangrijkste verschil is dat een VOF meerdere eigenaren/bazen (vennoten) heeft. Het eigen vermogen van een VOF is het persoonlijk vermogen van haar vennoten. Bij de oprichting stellen de vennoten

een firma-acte op. In deze acte staat hoeveel vermogen de verschillende vennoten in het bedrijf hebben. In de firma-acte staat ook hoe de vennoten de winst verdelen.

Omdat de VOF een ondernemingsvorm is zonder rechtspersoonlijkheid, zijn de vennoten hoofdelijk aansprakelijk voor de schulden van de VOF. Mocht een VOF haar verplichtingen niet na kunnen komen, dan kunnen de schuldeisers verhaal doen bij een van de vennoten. Deze vennoot kan vervolgens een deel daarvan terugvorderen op de andere vennoten. Het faillissement van de VOF kan op deze wijze het persoonlijke faillissement betekenen van een of meer vennoten.

Eigendom en leiding zijn bij de VOF niet gescheiden. De vennoten zijn zowel eigenaar als baas. Met elkaar voeren zij een onderneming. Omdat zij met meer personen zijn, kunnen zij onenigheid krijgen over de onderneming. Daarom moet in de acte geregeld zijn welke werkzaamheden de VOF onderneemt, en hoe geschillen daarbij opgelost worden. Is dat niet geregeld, dan kan een vennoot zijn problemen afwentelen op de mede-vennoten.

Bijvoorbeeld een aantal vrienden hebben een VOF opgezet met als doel gezamenlijk een cd-zaak te beginnen. Een van de vennoten gaat daarnaast handelen in antiek. Met deze antiekhandel maakt hij forse verliezen. Schuldeisers van hem kunnen de andere vennoten aansprakelijk stellen, als niet duidelijk in de firma-acte is vermeld dat de VOF zich beperkt tot de cd-zaak.

Bij de *Commanditaire Vennootschap (CV)* is er ten dele een scheiding aangebracht tussen eigendom en leiding. Bij de CV zijn er gewone vennoten (zoals bij de VOF) en commanditaire of stille vennoten. Zowel de gewone als de stille vennoten storten vermogen in de onderneming, en zijn daardoor de eigenaren van de vennootschap. De stille vennoot mag echter niet optreden en handelen namens de vennootschap. Hij behoort niet tot de leiding.

Daar tegenover staat dat hij slechts beperkt aansprakelijk gesteld kan worden voor schulden van de CV. Mocht de CV in betalingsmoeilijkheden komen, dan is de stille vennoot hooguit het bedrag kwijt dat hij volgens de firma-acte in de CV moest storten. De gewone vennoten kunnen wel geheel aansprakelijk gesteld worden. Handelt de stille vennoot wel namens de CV, dan verliest hij zijn speciale status. Als gewone vennoot kunnen schuldeisers hem dan wel aansprakelijk stellen.

Voorbeeld

De vennoten van een vennootschap onder firma willen inzicht in de solvabiliteit van hun bedrijf. Daarom willen zij de grootte van het eigen vermogen vaststellen. De eindbalans van de VOF staat hieronder:

Eindbalans per

Machine	€ 552.000,-	Vermogen Jansen	€ 275.000,-
Grondstoffen	€ 12.000,-	Vermogen van Dijk	€ 175.000,-
Eindproducten	€ 20.000,-	Jaarwinst	€ 20.000,-
Debiteuren	€ 48.000,-	Lening RABO-bank	€ 120.000,-
Kas	€ 8.000,-	Crediteuren	€ 50.000,-
	<u>€ 640.000,-</u>		<u>€ 640.000,-</u>

Gevraagd

- Hoe groot is het 'eigen vermogen' van de onderneming?
- Beschikt de VOF over een goede solvabiliteit?

Analyse

Een VOF is een onderneming zonder rechtspersoon. De VOF heeft daarom géén eigen vermogen; het vermogen dat in de VOF zit is persoonlijk-vermogen van de vennoten. Bij de beoordeling van de solvabiliteit moet dan ook naar het overig persoonlijk-vermogen van de vennoten gekeken worden. In dit geval zijn daar geen gegevens over bekend. Het persoonlijk-vermogen van de vennoten is minstens zo groot als het vermogen dat zij in de VOF op dit moment hebben gestoken (als ze voor de rest géén schulden hebben).

a. Bewerking

De vennoten hebben voor € 470.000,- (€ 275.000,- + € 175.000,- + € 20.000,-) in de VOF zitten. Dit bedrag kan aangemerkt worden als het 'eigen vermogen' van de onderneming.

b. Bewerking

Tegenover een 'eigen vermogen' van € 470.000,- staat voor € 170.000,- aan vreemd vermogen. De solvabiliteit uitgedrukt in het kengetal EV / VV is 2,77, Dit is een uitstekende solvabiliteit, immers er is méér dan tweemaal zoveel eigen vermogen als vreemd vermogen.

Vragen

- Maakt het uit als de baas van een eenmanszaak salaris uitkeert aan zichzelf, in plaats van dat hij voor eenzelfde bedrag vermogen uit zijn zaak haalt?
- Waarom kan een stille vennoot toch persoonlijk aansprakelijk gesteld worden als hij toch namens de CV optreedt?

[\(Terug naar het begin\)](#)

16.2 Ondernemingen met rechtspersoonlijkheid

De *Besloten Vennootschap (BV)* en de *Naamloze Vennootschap (NV)* zijn ondernemingsvormen waarbij de onderneming over een *rechtspersoonlijkheid* beschikt. Een vennootschap met een rechtspersoonlijkheid kan zelfstandig bezittingen en schulden hebben. Als rechtspersoon heeft zij een eigen vermogen. Het eigen vermogen ontstaat doordat eigenaren vermogen in de onderneming storten, naar gelang hun aandeel in de vennootschap. Daarom heten de eigenaren de aandeelhouders.

De aandeelhouders kunnen echter niet over het vermogen van de vennootschap beschikken; het is vermogen van de vennootschap en is niet hun persoonlijk vermogen. De aandeelhouders hebben dan ook niet de leiding over de vennootschap, deze berust bij de directie. De directie bestuurt de onderneming en maakt daarbij gebruik van het vermogen van de vennootschap. Bij een vennootschap zijn eigendom en leiding (in principe) gescheiden.

De directie is in dienst van de vennootschap. De directeuren krijgen een salaris. Deze salarissen komen, net als alle andere kosten, ten laste van de winst. Over de winst is een vennootschap belastingplichtig: zij moet daarover winstbelasting (of vennootschapsbelasting) afdragen aan de fiscus. Het restant van de winst komt ten goede aan de aandeelhouders. De vennootschap keert (een deel van) de winst aan hen uit als dividend.

De aandeelhouders zijn *beperkt aansprakelijk* voor de schulden van de vennootschap. Voor ieder aandeel moeten zij vermogen in de vennootschap storten ter grootte van de *nominale waarde* (de waarde waarvoor de vennootschap aandelen uitgeeft). Soms kunnen de aandeelhouders volstaan door een deel van de nominale waarde te storten.

Gaat de vennootschap in dat geval failliet, dan kunnen de schuldeisers het nog niet gestorte bedrag vorderen op de aandeelhouders. Het verlies van de aandeelhouders is hooguit de nominale waarde van de aandelen (of het bedrag dat zij betaald hebben voor de aandelen als die boven de nominale waarde zijn uitgegeven).

De directie van de vennootschap is verantwoording schuldig aan de aandeelhoudersvergadering. Zijn de aandeelhouders niet tevreden over het beleid van de directie, dan kunnen zij deze in het uiterste geval ontslaan. Ook stelt deze vergadering de verdeling vast van de gemaakte jaarwinst: hoeveel winst keert de vennootschap uit en hoeveel reserveert zij.

De aandeelhouders hebben op deze vergadering stemrecht naar rato van de nominale waarde van hun aandeel in de onderneming. Tenzij in de statuten van de vennootschap hierover andere bepalingen zijn opgenomen. De statuten bevatten

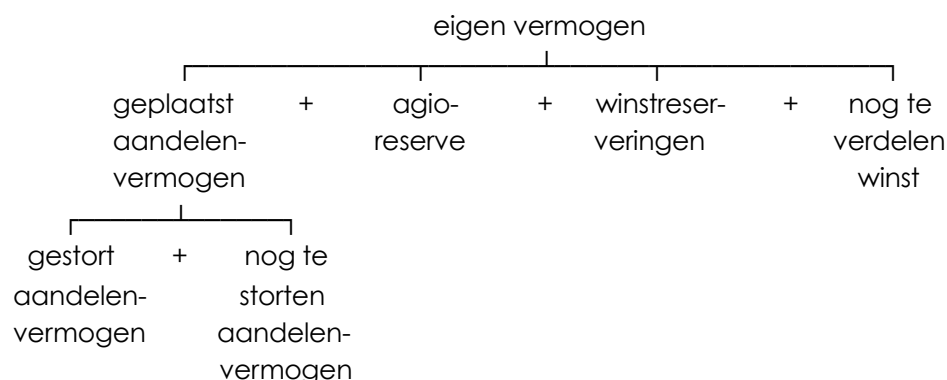
soms ook regels ten aanzien van de winstverdeling, bijvoorbeeld dat de helft van de winst gereserveerd moet worden. De aandeelhoudersvergadering moet deze regels dan respecteren.

Ook staat in de statuten vermeld hoeveel aandelenvermogen de vennootschap kan uitgeven. Dit bedrag is het *maatschappelijke aandelenvermogen*. De vennootschap kan minder aandelen plaatsen dan het maatschappelijk aandelenvermogen. In dat geval ligt het *geplaatste aandelenvermogen* lager.

De waarde van het geplaatste aandelenvermogen is gelijk aan de totale nominale waarde van de geplaatste aandelen. Zijn de geplaatste aandelen nog niet volgestort, dan is het gestorte aandelenvermogen minder dan het geplaatste aandelenvermogen.

Soms geeft een vennootschap aandelen uit tegen een hogere koers dan de nominale waarde. Het eigen vermogen neemt dan toe met de uitgiftekoers, terwijl het aandelenvermogen alleen maar groeit met de nominale waarde. Het bedrag dat de onderneming voor haar aandelen méér krijgt dan de nominale waarde, vormt de *agioreserve*. De agioreserve behoort tot het eigen vermogen.

De winst die een bedrijf gedurende het jaar maakt, vergroot het eigen vermogen. Bij een winstverdeling verdeelt het bedrijf de winst van de afgelopen periode. De vennootschap reserveert een gedeelte van de winst en keert een ander gedeelte als dividend uit. De winstreserveringen maken deel uit van het eigen vermogen. Het totale eigen vermogen van een vennootschap bestaat uit het geplaatste aandelenvermogen, de agioreserve, de winstreserve en de winst die nog niet verdeeld is.



Figuur 16.1 Berekening van het eigen vermogen bij een vennootschap met rechtspersoonlijkheid

De besloten vennootschap

Bij een BV is de directeur vaak de oprichter van de vennootschap. Wanneer het bedrijf extra eigen vermogen nodig heeft, kan het aandelen uitgeven. De oprichter beslist bij wie de aandelen geplaatst worden. Meestal vindt hij familieleden en kennissen bereid aandelen in zijn bedrijf te nemen. Zelf houdt hij vaak het grootste deel van de aandelen in eigen hand. Zo houdt hij de controle over zijn bedrijf.

De directeur/groot-aandeelhouder heeft er belang bij dat de overige aandeelhouders hun aandelen niet verkopen aan buitenstaanders. Als een buitenstaander aandelen overneemt van een bestaande aandeelhouder, krijgt hij zeggenschap over de onderneming. Hij heeft dan stemrecht op de aandeelhoudersvergadering en krijgt inzage in allerlei informatie van de BV.

Om dit te voorkomen, staan in de statuten van een BV vaak bepalingen die een vrije verkoop van aandelen belemmeren. Willen aandeelhouders hun aandelen verkopen dan hebben zij bij voorbeeld toestemming van hun mede-aandeelhouders nodig, of moeten zij de aandelen eerst aan hen aanbieden. Op deze manier blijft de vennootschap een besloten vennootschap.

De verkoop van een aandeel in een BV wordt verder beperkt doordat de aandeelhouders géén aandeelbewijs overhandigd krijgen. In een aandelenregister staan de aandelen vermeld die de verschillende aandeelhouders in de BV hebben. Vindt er een wijziging in het aandelenbezit plaats, dan administreert men dat in het aandelenregister.

De naamloze vennootschap

Bedrijven die een grote groei meemaken, zien hun vermogensbehoefte fors toenemen. Vaak kunnen zij deze stijgende vermogensbehoefte niet financieren door een beroep te doen op de besloten kring van huidige aandeelhouders. Zij zullen aandelen moeten plaatsen bij een breder publiek.

Voor potentiële beleggers is het echter ongunstig als aandelen niet vrij overdraagbaar zijn. Als zij hun aandelen alleen met toestemming mogen verkopen, kunnen zij hun aandelen veel moeilijker liquide maken. Daarom zal zo'n bedrijf er niet onder uitkomen om een rechtsvorm te kiezen die géén beperkingen kent op de verkoop van aandelen.

De aandelen van een NV zijn vrij overdraagbaar: de aandeelhouders hebben geen toestemming nodig om aandelen te verkopen. De aandelen kunnen alleen vrij verhandeld worden, als ze geheel volgestort zijn. Bij NV's bestaat er dan ook geen verschil tussen het geplaatst en het gestort aandelenvermogen.

Als de aandelen verhandeld worden op een effectenbeurs, neemt de verhandelbaar-

heid nog verder toe. Daardoor kunnen NV's met weinig moeite het beleggingspubliek bereiken. De vrije overdraagbaarheid van aandelen brengt voor de NV het gevaar met zich mee dat buitenstaanders een groot aandelenpakket verwerven. Deze buitenstaanders kunnen op die manier een grote zeggenschap over de onderneming verkrijgen, of haar zelfs overnemen. Veel NV's hebben daarom in de statuten bepalingen opgenomen die dienen als beschermingsconstructie. Zo kan bijvoorbeeld in de statuten bepaald zijn dat er naast de gewone aandelen *prioriteitsaandelen* uitgegeven worden.

Deze prioriteitsaandelen vertegenwoordigen op de aandeelhoudersvergadering een groter aantal stemmen en zijn niet vrij overdraagbaar. Op die wijze kan een NV buitenstaanders buiten de deur houden.

Voorbeeld

De directie van een besloten vennootschap wil inzicht in de solvabiliteit van het bedrijf. Daarom wil zij de grootte van het eigen vermogen vaststellen. De balans vóór winstverdeling staat hieronder:

Balans vóór winstverdeling			
Machine	€ 552.000,-	Maatsch. vermogen	€ 500.000,-
Grondstoffen	€ 12.000,-	Niet geplaatst	€ 300.000,-
Eindproducten	€ 20.000,-	Niet gestort	€ 80.000,-
Debiteuren	€ 48.000,-		
Kas	€ 38.000,-	Gestort vermogen	€ 120.000,-
		Agioreserve	€ 60.000,-
		Winst afgelopen jaar	€ 70.000,-
		Winstreserveringen	€ 150.000,-
		Lening RABO-bank	€ 220.000,-
		Crediteuren	€ 50.000,-
	€ 670.000,-		€ 670.000,-

De directie heeft besloten van de winst die het afgelopen jaar behaald is, € 40.000,- als dividend uit te keren aan de aandeelhouders.

Gevraagd

- a Hoe groot is het eigen vermogen van de onderneming na de winstverdeling?
- b Beschikt de BV na de winstverdeling over een goede solvabiliteit?

Analyse

Het eigen vermogen van een BV bestaat uit het geplaatste aandelenvermogen, de agioreserve, de winstreserveringen en de onverdeelde winst. Gevraagd is het eigen vermogen ná winstverdeling; daarom moet de onverdeelde winst vermin-

derd worden met de uit te keren dividend.

Soms bepaalt men het eigen vermogen op basis van het gestort aandelenvermogen i.p.v. het geplaatst aandelenvermogen. In dit geval is het doel van de bepaling van het eigen vermogen om een oordeel te vellen over de solvabiliteit.

Bij deze beoordeling moet men ook rekening houden met het niet gestorte deel. Immers mocht het bedrijf in betalingsproblemen komen, dan kunnen de aandeelhouders gedwongen worden hun aandelen vol te storten.

a. Bewerking

De BV heeft een eigen vermogen van $((€ 120.000,- + € 80.000,-) + € 60.000,- + € 150.000,- + (€ 70.000,- - € 40.000,-)) = € 440.000,-$.

b. Bewerking

Tegenover het eigen vermogen van € 440.000,- staat voor € 310.000,- aan vreemd vermogen (incl. uit te keren dividend). De solvabiliteit uitgedrukt in het kengetal EV / VV is 1,42. Dit is een bevredigende solvabiliteit, immers er is méér eigen vermogen dan vreemd vermogen.

Controle

Men kan het beschikbaar eigen vermogen bepalen door de totale activa te verminderen met het totaal aan vreemd vermogen. Het beschikbaar eigen vermogen is $€ 670.000,- (€ 220.000,- + € 50.000,- + € 40.000,-) - € 310.000,- = € 360.000,-$. Vermeerdert men het beschikbaar eigen vermogen met het nog niet gestorte deel van het aandelenvermogen, dan bedraagt het eigen vermogen: $€ 360.000,- + € 80.000,- = € 440.000,-$.

Vragen

- 3 Kan de directeur/groot aandeelhouder van een BV over het vermogen van de BV beschikken voor persoonlijk-doeleinden?
- 4 Noem twee redenen waarom bedrijven hun rechtsvorm veranderen van een eenmanszaak in een BV.
- 5 Wat zijn de belangrijkste verschillen tussen een BV en een NV?

[\(Terug naar het begin\)](#)

16.3 Rendementseisen

Potentiële verschaffers van eigen vermogen zijn alleen maar in een onderneming geïnteresseerd als zij op hun vermogen voldoende rendement behalen. Wil de bedrijfsleiding vermogen kunnen aantrekken, dan moet zij beleggers overtuigen dat de onderneming winstgevend zal zijn (en blijven).

Het te verwachten rendement op het eigen vermogen (REV) moet aan de eisen van de beleggers voldoen. De beleggers vergelijken meestal het te verwachten REV van de onderneming met het rendement op andere beleggingsmogelijkheden. Zo kunnen zij dat naast het rentepercentage leggen dat zij krijgen als zij hun geld op een bankrekening zetten.

Verwachten zij dat het REV lager is dan de rente die ze bij de bank ontvangen, dan zal hun belangstelling afnemen. Het REV moet zelfs hoger liggen, want er bestaat altijd nog de kans dat de onderneming geen winst maar verlies maakt. Dat risico moet gecompenseerd worden door een hoger rendement. Het eventuele verlies in een toekomstig jaar wordt dan goedgemaakt door het hogere rendement van de eerdere jaren.

Beleggers kijken dikwijls naar de winst in het afgelopen jaar om een idee te hebben welke winst komend jaar te verwachten is. Zij gaan er daarbij van uit dat de winstgevendheid van een bedrijf hetzelfde blijft. Hebben zij aanwijzingen dat de winst het komend jaar lager of hoger zal liggen, dan stellen zij hun verwachtingen bij.

Een dergelijke aanwijzing zou kunnen zijn dat een bedrijf het afgelopen jaar geprofiteerd heeft van *buitengewone baten* (of incidentele baten). Een buitengewone bate treedt op als een bedrijf een machine vervangt, en voor de oude machine een hogere inruilprijs ontvangt dan de boekwaarde. Deze transactie heeft een positief effect op de winst, welk effect echter slechts eenmalig is.

Een bedrijf kan ook geconfronteerd worden met buitengewone lasten. Buitengewone lasten doen de winst lager uitkomen. Beleggers zullen bij hun beeldvorming over de te verwachten winst gebruik maken van het feit of er het afgelopen jaar buitengewone baten of lasten zijn geweest.

De baas van een eenmanszaak krijgt geen salaris uitbetaald. Zijn inkomen bestaat uit de winst. Deze moet groot genoeg zijn voor een vergoeding van de werkzaamheden die de ondernemer voor zijn bedrijf heeft uitgevoerd. De winst bestaat daarom niet alleen uit een vergoeding voor het vermogen dat de baas in zijn bedrijf heeft zitten, maar ook zijn loon. Vennoten van een VOF krijgen ook geen salaris uitbetaald; de winst moet ook bij een VOF de arbeid vergoeden van de eigenaren.

Voor een beoordeling van de REV bij een eenmanszaak of VOF, is een correctie op de winst nodig. Deze winst moet verminderd worden met een bedrag dat overeenkomt met de waarde van de arbeid van de baas of de vennoten. Een BV of een NV is 35% tot 40% vennootschapsbelasting verschuldigd over zijn winst. Deze winstbelasting betekent dat de onderneming minder dividend kan uitkeren of minder winst kan reserveren. Beleggers nemen deze belasting in hun beoordeling van de REV mee. De REV na belasting is te bepalen door de winst te verminderen met de winstbelasting.

De winst hoeft bij een BV of een NV niet geheel ten goede te komen aan de eigenaren. Daarom hebben beleggers niet alleen interesse in de grootte van de winst van een bedrijf maar ook in haar *dividendpolitiek*. Keert een bedrijf gewoonlijk een groot deel van haar winst uit als dividend, of reserveert het de winst grotendeels? In het eerste geval komt de winst de aandeelhouders direct ten goede. De winstreserveringen komen de aandeelhouders hooguit indirect ten goede. De onderneming kan dankzij de reserveringen in de toekomst meer winst behalen.

Met de ingehouden winst kan zij nieuwe projecten financieren, of het vreemde vermogen deels aflossen zodat ze in de toekomst minder interestlasten heeft. Als de beleggers echter vinden dat de toekomstige winsten niet opwegen tegen het feit dat zij minder dividend krijgen, dan tempert dat hun belangstelling om deel te nemen in het bedrijf. Dit leidt tot minder vraag naar de aandelen en daarmee tot een lagere beurskoers.

GESTORT VERSUS GEPLAATST AANDELENVERMOGEN

Het eigen vermogen heeft twee functies: de bufferfunctie en de financieringsfunctie. De bufferfunctie zorgt ervoor dat de onderneming solvabel is. De financieringsfunctie geeft de mogelijkheid activa aan te schaffen. Als aandeelhouders hun aandelen niet volledig hoeven te storten, heeft een deel van het eigen vermogen géén financieringsfunctie.

Het niet-gestorte deel van het aandelenvermogen kan een bedrijf niet gebruiken om kapitaalgoederen aan te schaffen. Het is immers (nog) niet beschikbaar. Kan de onderneming echter niet meer aan haar verplichtingen voldoen, dan kunnen de schuldeisers de aandeelhouders dwingen hun aandelen vol te storten. Het niet-gestorte deel heeft zodoende wel een bufferfunctie.

Bij het beoordelen van de REV is men meer geïnteresseerd in het eigen vermogen dat de eigenaren in de onderneming hebben zitten. Men dient dan ook bij het bepalen van de REV uit te gaan van het gestort aandelenvermogen (en het overige eigen vermogen: winstreserveringen, agioreserve en onverdeelde winst). Aangezien het gestort aandelenvermogen minder is dan het geplaatste aandelenvermogen leidt dat tot een gunstiger REV.

Bij het beoordelen van de solvabiliteit staat de bufferfunctie voorop. Men kan voor de solvabiliteit daarom beter uitgaan van het geplaatst aandelenvermogen (en het overige eigen vermogen: winstreserveringen, agioreserve en onverdeelde winst).

De continuïteit van een onderneming is beter gewaarborgd als zij een rechtspersoon is. Overlijdt bij een VOF of een CV bij voorbeeld een vennoot, dan houdt dat vaak het einde van de vennootschap in. Het vermogen dat de vennoot in het bedrijf gestoken heeft, kunnen zijn erfgenamen opeisen (het is immers hun persoonlijk-vermogen). Bij een BV of een NV kunnen ze dat niet. Daardoor hoeft het persoonlijke lot van een eigenaar niet samen te vallen met het lot van zijn BV. Ook na zijn dood kan de BV blijven voortbestaan.

Bij beëindiging of liquidatie van een bedrijf brengen de activa waarschijnlijk minder op dan bij voortzetting van het bedrijf. De gelden die vrijkomen bij de verkoop van de activa zijn in de eerste plaats bestemd om het vreemde vermogen af te lossen. Een dergelijke breuk in de continuïteit kan tot gevolg hebben dat de activa onvoldoende opbrengen om alle schuldeisers af te betalen. De kans is in elk geval groot dat de andere eigenaren hun vermogen in het bedrijf zien verminderen.

Voorbeeld

Een ondernemer wil weten wat de consequenties zijn van de rechtsvorm voor de REV. Hij heeft een resultatenrekening opgesteld als het bedrijf een eenmanszaak zou zijn, én als het een BV zou zijn (zie de onderstaande tabel).

De belastingen hebben een grote invloed op het verschil tussen het resultaat als het bedrijf een eenmanszaak is en als het een BV is. Met betrekking tot de inkomstenbelastingen gaat hij er vanuit dat hij in een eenmanszaak € 36.000,- inkomstenbelasting moet betalen. De vennootschapsbelasting is 20% over de winst van de BV (voor de winst onder de € 200.000,-).

Om de berekening niet te gecompliceerd te maken houdt hij geen rekening met zijn huwelijkse staat, andere inkomsten, ondernemersvrijstellingen en de dividendvrijstelling etc. (de belastingpercentages komen niet precies met de werkelijkheid overeen omdat zij aan jaarlijkse wijzigingen onderhevig zijn).

De ondernemer denkt dat als hij de functie in loondienst zou verrichten een jaarsalaris van € 60.000,- redelijk is. Zijn bruto-inkomen zou dan € 60.000,- bedragen, waarvan hij netto € 44.000,- overhoudt. Als zijn bedrijf een eenmanszaak is, dan neemt hij dit jaar € 44.000,- privé op.

	als eenmanszaak	als BV
omzet	€ 250.000,-	€ 250.000,-
interestlasten	€ 10.000,- -	€ 10.000,- -
salaris directeur		€ 60.000,- -
overige kosten	€ 140.000,- -	€ 140.000,- -
	<hr/>	<hr/>
winst voor belasting	€ 100.000,-	€ 40.000,-
vennootschapsbelasting	-	€ 8.000,- -
inkomstenbelasting	€ 36.000,- -	-
	<hr/>	<hr/>
winst na belasting	€ 64.000,-	€ 32.000,-
privé-opnamen	€ 44.000,-	
	<hr/>	<hr/>
toename eigen vermogen	€ 20.000,-	€ 32.000,-

Gevraagd

- Hoe groot is de REV als de rechtsvorm een eenmanszaak is?
- Hoe groot is de REV als de rechtsvorm een BV is?

Analyse

Bij de REV gaat het om de verhouding winst tegenover eigen vermogen. Om de REV bij de eenmanszaak te kunnen vergelijken met de REV bij een BV, kan de ondernemer het beste uitgaan van de "winst" na belastingen.

Bij de eenmanszaak moet hij de winst corrigeren voor de waarde van zijn arbeid (aangezien de inkomstenbelasting al verrekend is, kan hij uitgaan van het net-tobedrag van €41.000,-).

Het eigen vermogen neemt alleen toe door de winst-inhoudingen. Om de REV te kunnen vergelijken met het interestpercentage van de bank, is het logisch om het eigen vermogen aan het begin van het jaar als basis te nemen voor de berekening van de REV.

a. Bewerking

$$\begin{aligned} \text{REV bij een eenmanszaak} &= (\text{winst na belasting} / \text{EV}) \times 100\% \\ &= (\text{€ } 64.000,- - \text{€ } 44.000,-) / \text{€ } 150.000,- = 13,3\% \text{ per jaar.} \end{aligned}$$

b. Bewerking

$$\begin{aligned} \text{REV bij een BV} &= (\text{winst na belasting} / \text{EV}) \times 100\% \\ &= \text{€ } 32.000 / \text{€ } 150.000,- = 21,3\% \text{ per jaar.} \end{aligned}$$

Controle:

De toename van het eigen vermogen is groter in het geval het bedrijf een BV is, dit moet ook uit de REV blijken. De REV is bij de BV inderdaad hoger.

Zolang de ondernemer de winst na belasting van € 32.000,- in de BV houdt, behaalt hij een hogere REV omdat het percentage van de vennootschapsbelasting lager is dan het percentage van inkomstenbelasting over de laatste € 50.000,-.

Vragen:

- 6 Waarom moet de winst verminderd worden met de waarde van de arbeid van de eigenaar/eigenaren als de REV berekend wordt van een bedrijf zonder rechtspersoon?
- 7 Als beleggers verwachten dat een bedrijf door te investeren in de toekomst forse winsten zal behalen, zullen zij dan veel bezwaar hebben tegen grote winstreserveringen?

[\(Terug naar het begin\)](#)

16.4 Informatie-eisen en kengetallen

Verschaffers van eigen vermogen stellen eisen ten aanzien van de rentabiliteit en de solvabiliteit. Om zicht te krijgen op de financiële situatie van een bedrijf hebben zij informatie nodig. Met behulp van deze informatie kunnen zij een oordeel vellen over de rentabiliteit en de solvabiliteit.

De eigenaren van de eenmanszaak, VOF of CV hebben inzage in de administratie van hun eigen bedrijf. In de administratie kunnen zij de kosten, de opbrengsten, de activa en het vreemde vermogen per post afzonderlijk zien. Zij kunnen daarom beschikken over een zeer gedetailleerde verlies- en winstrekening en de begin- en eindbalans.

De leiding van een BV of NV kan ook altijd de administratie inzien. Zij kan daardoor een zeer verfijnd beeld hebben van de bedrijfssituatie. De aandeelhouders kunnen de administratie daarentegen niet inzien, zij moeten hun oordeel vellen op basis van de jaarrekening die de leiding hen verstrekt. De jaarrekening bevat een verlies- en winstrekening en een begin- en eindbalans.

Uit deze jaarrekening kan men minder informatie halen dan wanneer men de beschikking heeft over de administratie. In de jaarrekening zijn de afzonderlijke pos-ten gesommeerd in (sub)totalen. Uit de verlies- en winstrekening valt bijvoorbeeld niet af te lezen wat de opbrengsten zijn voor de verschillende producten; ook de balansposten zijn ondergebracht in een beperkt aantal categorieën.

Door de aandeelhouders geen verfijnd beeld te verschaffen, ontkomt de leiding van een NV eraan om teveel gegevens aan concurrenten te verstrekken. Concurrenten kunnen de jaarrekening immers ook opvragen.

Beleggers vergelijken de resultaten van de verschillende ondernemingen met elkaar. Die ondernemingen die zich positief onderscheiden, kunnen zich verheugen op een warme belangstelling van beleggers. Zij zullen minder moeite hebben om beleggers te overtuigen om in hun onderneming te beleggen.

Zo'n onderneming heeft de mogelijkheid uitbreidingen te financieren door het aantrekken van extra eigen vermogen. Ondernemingen die zich negatief onderscheiden, zullen daarentegen grote moeite hebben om aanvullende financiering aan te trekken.

Bij het vergelijken van ondernemingen met elkaar maken beleggers gebruik van kengetallen. In hoofdstuk 15 zijn al een paar belangrijke kengetallen aan bod gekomen: de rentabiliteit eigen vermogen, de rentabiliteit totaal vermogen en enkele kengetallen voor de solvabiliteit.

Voor NV's kunnen de beurskengetallen van belang zijn. De aandelen van een NV zijn op de effectenbeurs genoteerd. Op de beurs verhandelen aandeelhouders (huidige dan wel toekomstige) de aandelen van de onderneming. De prijs die daarbij tot stand komt is de beurskoers (de marktwaarde van een aandeel).

De beurskoers geeft aan wat volgens de beurs de waarde is van een aandeel. Als de beurs een onderneming gunstig beoordeelt, zal de koers van het betreffende aandeel hoog zijn. Bij een ongunstig oordeel zal de beurskoers laag uitvallen. Dit oordeel komt tot uitdrukking in de verhouding tussen de koers en de winst per aandeel:

$$\text{koers / winst} = \frac{\text{koers}}{\text{winst per aandeel}}$$

verhouding

Hoe hoger dit kengetal uitkomt, hoe hoger de waardering van de beurs is voor een onderneming.

De leiding van een onderneming probeert in haar jaarverslag zo min mogelijk informatie te geven die bruikbaar is voor de concurrenten. Zij kan zich daarmee echter ook in de vingers snijden. Als beleggers over te weinig informatie beschikken om een oordeel te vellen, zullen zij weinig belangstelling tonen voor de onderneming. Wil de onderneming extra eigen vermogen aantrekken, dan kan deze beperkte interesse de onderneming opbreken.

Zo'n onderneming ontkomt er dan niet aan om beleggers meer informatie te verschaffen. Dit blijkt bij voorbeeld uit het krantenartikel dat hieronder staat afgedrukt. Het toont aan dat de directie soms zelfs bereid is de winstmarges te publiceren die

de onderneming op de verschillende markten behaalt. De winstmarges is het percentage van de winst over de omzet.

BOUWER BALLAST IN DE BAN VAN CYCLI EN SJEIKS

Cash is a fact, profit an illusion. Dat geldt in het bijzonder voor bouwbedrijven. De winst die zij maken, is sterk afhankelijk van de vraag wanneer bouwprojecten worden opgeleverd, op welke manier er winst wordt genomen en welk deel van de winst daadwerkelijk wordt getoond. Ballast Nedam vormt daarop geen uitzondering.

Het bouw- en baggerconcern heeft donderdag een nettowinstgroei gepresenteerd van ruim 8%. Wanneer de buitengewone baten en lasten niet worden meegeteld, blijft de winstgroei echter steken op 1,3%.

En de zwartkijker kan zelfs een winstdaling van 6% uit de cijfers distilleren. Er is namelijk ook nog een bate van € 7 mln op deelnemingen meegeteld. G. Wirken RA, de financiële man in het Ballast-bestuur, wil van deze laatste rekensom niets weten. (..)

Ballast voert een conservatieve boekhouding en gaat door het leven zonder bankleningen en met een solvabiliteit van 43%. Het bestuur zegt dat 'terughoudendheid' nodig is vanwege de grote risico's die aan de internationale bouw- en baggeractiviteiten kleven. Maar op de lange duur komt alles op zijn pootjes terecht. Het gevolg is wel dat de getoonde winst wordt gedrukt en dat de

stille reserves zich ophopen.

De beleggers die sinds medio vorig jaar Ballast weer op het Amsterdamse koersenbord kunnen volgen, tonen weinig begrip voor deze aanpak. Zij waarderen Ballast Nedam magertjes met een koers/winstverhouding van 8.

Meer zit er niet in, want naast het beperkte zicht op de resultaten en de werkelijke omvang van het vermogen blijft er veel twijfel bestaan over het risicoprofiel van het Amstelveense bouwconcern. Het zijn op dit moment met name de baggercycli en de Saudische sjeiks die twijfel zaaien.

(..) Wirken hoopt de beleggers milder te stemmen door iets van zijn keukengeheimen prijs te geven. De resultaten per sector houdt hij onder de roos, maar ruwe winstmarges wil hij wel onthullen: 1% tot 2% op de Nederlandse bouw; 4% op de risicovolle bouw in het buitenland en 10% op het kapitaalintensieve baggeren.

Ook wil hij bekennen dat Ballast voor ongeveer € 100 mln bouwgrond in bezit heeft: een strategisch belang van eerste orde.

(Het Financieel Dagblad, de valuta zijn aangepast en de datum is verwijderd)

BV's en NV's hebben niet alleen informatie-verplichtingen aan hun eigenaren, maar ook aan het publiek. Zij moeten hun jaarstukken deponeren bij de kamer van koophandel. Bij de kamer zijn de stukken voor iedereen in te zien. Kleine BV's hoeven slechts een balans te deponeren, waarbij zij een groot aantal posten mogen samenvoegen.

Grote BV's en NV's moeten zowel een verlies- en winstrekening als een balans openbaar maken. De grotere bedrijven moeten meer posten op de verlies- en winstrekening en de balans zetten dan de kleinere bedrijven. Overigens hebben bedrijven zonder rechtspersoonlijkheid niet de verplichting om jaarstukken naar de kamer van koophandel te sturen.

Vragen:

8 Waarom wil de bedrijfsleiding het jaarverslag dat zij publiceert zomin mogelijk specificeren in de verschillende posten?

[\(Terug naar het begin\)](#)

Antwoorden op de vragen uit hoofdstuk 16

- 1 Nee, dat maakt niet uit. Als de baas van de eenmanszaak zichzelf een salaris geeft, beschouwt de fiscus dat als het onttrekken van vermogen uit de zaak. Daarover hoeft hij géén belasting te betalen; het is immers zijn persoonlijk-vermogen. De baas van de eenmanszaak is wel belasting verschuldigd over de winst van zijn zaak. De fiscus ziet dat als persoonlijk-inkomsten van de baas.
- 2 Als een stille vennoot namens de CV optreedt, verliest hij zijn speciale status. Hij is dan niet alléén meer de verschaffer van eigen vermogen voor de CV, maar ook actief participant in de CV. De schuldeisers kunnen hem persoonlijk dwingen de verplichtingen van de CV na te komen. Als actief participant had hij immers het aangaan van de verplichtingen kunnen voorkomen.
- 3 Nee, het eigen vermogen van een BV is géén persoonlijk-vermogen van de directeur/groot aandeelhouder. Hij kan alleen vermogen uit de BV halen door dividend uit te keren, of door zijn salaris te verhogen. Haalt hij op een andere manier vermogen uit de BV dan moet hij dat vermogen terugstorten. Zolang hij dat nog niet doet, heeft de BV een vordering op hem.
- 4 Beperking van de aansprakelijkheid en de mogelijkheid door aandelen-uitgifte vermogen aan te trekken.
- 5 Bij een NV zijn de aandelen vrij overdraagbaar, en meestal bij een BV niet. Vanwege de vrij overdraagbaarheid heeft een NV géén aandelen die niet volgestort zijn.
- 6 Bij bedrijven zonder rechtspersoon moet uit de winst de vergoedingen voor de arbeid van de eigenaren betaald worden.
- 7 In dat geval zullen zij weinig bezwaren hebben tegen grote winstreserveringen. De toekomstige winsten bieden een ruime compensatie voor het feit dat het dividend nu lager uitkomt. Bovendien vindt er nu minder afdracht van belasting plaats.
- 8 Door het jaarverslag zo min mogelijk te specificeren, kan de leiding voorkomen dat belangrijke informatie naar buiten komt.

[\(Terug naar het begin\)](#)