

Quasi-eigen vermogen

Prof. Mr. Drs. H. Beckman

1 Inleiding

In toenemende mate worden er in de (bedrijfs-economische) doctrine pleidooien gehouden om onder bepaalde omstandigheden schulden in de balans aan te merken als eigen vermogen en/of te waarderen beneden het bedrag van de verschuldigdheid onder opneming van het verschil als eigen vermogen. Een enkele maal worden dergelijke ideeën ook in de verslaggevingspraktijk aangetroffen. De motivering van dergelijke pleidooien en ideeën is doorgaans 'substance over form'.

Het is bepaald voor discussie vatbaar of dergelijke pleidooien en ideeën in de verslaggevingspraktijk overgenomen zouden moeten worden. Ook kan men betwijfelen of de gebruikers van jaarrekeningen met deze verslaggevingsmodernismen gebaat zijn. Het is in deze bijdrage dat ik deze ontwikkelingen aan de orde stel en wens te bestrijden. Alvorens daartoe over te gaan, ga ik eerst op het begrip eigen vermogen in.

2 Eigen vermogen

Het eigen vermogen zoals dit op de balans paraisseert, kan op tweeërlei wijze worden benaderd, enerzijds door uit te gaan van het eigen vermogen als netto-actief, anderzijds door uit te gaan van de oorsprong van het eigen vermogen.

In de *eerste* benadering komt duidelijk naar voren dat het eigen vermogen het saldo is van de op de balans opgenomen en gewaardeerde activa en passiva. Het eigen vermogen is geen zelfstandige voor waardering vatbare

variabele, maar een grootte die afhankelijk is van een aantal variabelen, te weten:

- de gehanteerde maatstaf voor het al dan niet activeren;
- als sprake is van een actief, het bedrag waartegen wordt gewaardeerd;
- de gehanteerde maatstaf voor het al dan niet passiveren;
- als sprake is van een passivum, het bedrag waartegen wordt gewaardeerd.

Het moge duidelijk zijn dat de aldus bepaalde uitkomst aan eigen vermogen een geclausuleerd bedrag is, namelijk uitgaande van de gehanteerde grondslagen van activering en passivering en van waardering en resultaatbepaling. Hierbij is ook van invloed of al dan niet onder de veronderstelling van continuïteit wordt gewaardeerd.

In de *tweede* benadering wordt het eigen vermogen benaderd naar oorsprong. Deze oorsprong kan zijn kapitaal (inclusief agio), herwaardering dan wel resultaat. Bij kapitaal (inclusief agio) gaat het om plus- en minposten. Plusposten zijn stortingen in geld of in natura, en 'omzetting' van schulden of reserves. Minposten zijn terugbetaling op aandelen, intrekking eigen aandelen en verliesdeling. De herwaardering muteert voor meer en minderwaarden, voor belastinglatenties en (eventueel) voor 'omzetting' in kapitaal. Het resultaat omvat de winst- en verliesrekening, reserves, overgedragen resultaten, kwijtschelding schulden, in- en verkoop van eigen aandelen, dividenddeclaraties etc. De tweede benadering toont een duidelijke band met het kapitaal- en vermogensbeschermingsrecht. Er gelden eisen

Prof. Mr. Drs. H. Beckman, registeraccountant, is advocaat te Amsterdam, partner Stibbe Simont Monahan Duhot, alsmede hoogleraar te Rotterdam.

voor het minimumkapitaal, de stortingsplicht, kapitaalvermindering, inkoop eigen aandelen, de geoorloofdheid omtrent winstuitkeringen, de omzetting van reserves in kapitaal etc. Dit leidt tot de notie van gebonden eigen vermogen, zijnde het gebonden aandelenkapitaal en de gebonden reserves.

Vergelijking van het gebonden eigen vermogen met het geclausuleerde eigen vermogen laat dan zien of er vrij eigen vermogen is dan wel een tekort aan vrij eigen vermogen.

Het spreekt vanzelf dat er tussen de benadering vanuit het netto-actief en de benadering naar oorsprong een nauwe band bestaat. Storting in geld leidt immers tot activa, te waarderen tegen het ontvangen bedrag. Storting in natura leidt tot activa waaraan een bepaalde waarde is toegekend c.q. tot activa en passiva waarbij aan de activa een hogere waarde dan de passiva is toegekend. 'Omzetting' van schulden in kapitaal of kwijtschelding van schulden leidt tot een daling in de passiva en een stijging van het eigen vermogen. Terugbetaling leidt tot een daling van kapitaal en een stijging van de passiva c.q. daling van de activa. 'Omzetting' van reserves in kapitaal en 'omzetting' van kapitaal in agio en afstempling zijn niet van invloed op de activa en passiva, en dus ook niet op het eigen vermogen. Herwaardering van activa boven verkrijgingsprijs leidt tot een herwaarderingsreserve; bij het in aanmerking nemen van latenties tevens tot passiva. Herwaardering beneden verkrijgingsprijs leidt tot negatief resultaat. De aanwending van activa in het bedrijfsproces leidt tot lasten (winst- en verliesrekening); de verkoop van activa tot opbrengsten en nieuwe activa. Rentedragende activa leiden tot baten en nieuwe activa. Het aangaan van verplichtingen leidt tot lasten hetzij bedrijfslasten hetzij rentelasten. De declaratie van dividenden leidt tot een daling van het resultaat (via de winstbestemming) en tot stijging van de passiva c.q. daling van de activa.

Ook pleegt men wel te spreken over rechtstreekse mutaties in het eigen vermogen waarmee men bedoelt te zeggen dat bepaalde waar-

den, activa, passiva, baten en lasten onder bepaalde condities buiten de winst- en verliesrekening om rechtstreeks aan het eigen vermogen mogen of moeten worden toegevoegd of onttrokken zonder dat sprake is van een kapitaalstorting of herwaardering van activa. Voorbeelden zijn onder meer afboeking aandelen-goodwill, inkoop en verkoop van eigen aandelen, latenties over herwaardering, declaratie van reserves en winst, bepaalde financiële reorganisatievoordelen.

Het weergegeven patroon is het traditionele. In dit patroon zijn ook te brengen de ontvangsten uit hoofde van

- onvoorwaardelijke kapitaalstortingen zonder dat reeds daartegenover aandelen zijn uitgegeven (bijvoorbeeld het maatschappelijk kapitaal bleek niet toereikend, zodat een statutenwijziging moet worden geëffectueerd);
- zelfstandig uitgegeven rechten tot het nemen van aandelen, waarbij de nemers voor deze rechten aan de emittent geld betalen.

In beide gevallen gaat het om de verkrijging van activa (de middelen die binnenkomen) die onvoorwaardelijk toebehoren aan de emittent. Men kan hierbij discussiëren over de verantwoording van de tegenprestatie.

In het *eerste* geval zijn de emittent en de storter van de middelen onvoorwaardelijk overeengekomen dat de emittent aandelen zal plaatsen zodra zulks statutair mogelijk is en dat de storter deze aandelen zal nemen. Het ligt in die situatie voor de hand de kapitaalstortingen als voorschotten kapitaalstortingen binnen het eigen vermogen te verantwoorden.

In het *tweede* geval zijn de emittent en de nemer van de opties onvoorwaardelijk overeengekomen dat de emittent de verworven activa te allen tijde mag houden en dat de nemer (of een daarvoor in de plaats tredende partij) zelf kan beslissen – binnen de afgesproken voorwaarden – of hij de genomen rechten al dan niet zal uitoefenen. Het ligt daarom voor de hand de tegenboeking binnen het eigen vermogen op te nemen. Over de rubricering daarbinnen is te denken a) aan een zelfstandige

categorie binnen het eigen vermogen met opnemings in het agio zodra de opties worden uitgeoefend en met opnemings in de winst- en verliesrekening indien de opties niet worden uitgeoefend dan wel b) aan het terstond rubriceren als agio. Naar het mij voorkomt verdient methode a) de voorkeur.

In het kader van personeelsaandelenopties komt ook een andere methode voor. Hierbij wordt in het geval de opties zijn toegekend als onderdeel van de beloning het verschil tussen de marktwaarde van de aandelen en de uitoefenprijs op het tijdstip dat het aantal aandelen en de uitoefenprijs onvoorwaardelijk vaststaan, aangemerkt als onderdeel van de post lonen en salarissen in de winst- en verliesrekening verantwoord. Bij uitoefening van de optie worden de uitoefenprijs en het ten laste van de winst- en verliesrekening gebrachte bedrag als het gestorte bedrag op de genomen aandelen aangemerkt. Feitelijk komt deze methode er op neer dat een overboeking van resultaat naar agio (en kapitaal) plaatsvindt.

3 Verslaggevingsmodernismen

Onder invloed van met name Angelsaksische opvattingen lijkt het door mij geschetste patroon te worden doorbroken. Mij beperkend tot passiva, is in dit verband te denken aan al dan niet in titels belichaamde verhandelbare:

- renteloze leningen;
- laagrentende leningen;
- eeuwigdurende leningen;
- leningen zonder aflossingsplicht, maar met aflossingsbevoegdheid;
- in aandelen converteerbare leningen (naar keuze schuldeiser);
- warrantleningen;
- door middel van aandelenuitgifte te delgen leningen;
- leningen met, naar keuze schuldenaar, aflossing in contanten dan wel delging door middel van aandelenuitgifte.

In de opvattingen en ideeën die over de verantwoording van deze leningen worden geven-

tileerd, kan men onderscheid maken tussen het aanmerken van schulden als eigen vermogen en het waarden van schulden beneden het nominaal bedrag. In het eerste geval gaat het om de passiveringsmaatstaf, in het tweede geval om de waarderingsmaatstaf, in beide gevallen als afgeleide met gevolgen voor de rubricering. Passend in de gedachten van de nieuwlichters is ook dat men soms van oordeel is dat aandelenvermogen als schuld moet worden gepassiveerd. Men voert dan de zogenaamde aflosbare aandelen ten tonele. Met name als bij voorbaat aflossing vaststaat, acht men passivering, en dus ook rubricering als schuld vereist.

Sporen van voormelde modernismen vindt men – onder invloed van de IAS-gedachtenvorming – ook terug in de Richtlijnen van de *Raad voor de Jaarverslaggeving*. Deze Raad merkt op dat er gelden kunnen worden aangetrokken waarvan niet op voorhand duidelijk is of deze tot het eigen of vreemd vermogen behoren. Deze zinsnede is al niet duidelijk omdat de aangetrokken middelen behoren tot de activa. Bedoeld zal zijn dat niet altijd op voorhand duidelijk is of de tegenboeking moet worden opgenomen als schuld dan wel binnen het eigen vermogen. Het 'wezen moet boven de juridische vorm gaan', aldus de *Raad*. Als belangrijkste maatstaf voor opnemings onder het eigen vermogen ziet de *Raad* de afwezigheid van een recht voor de schuldeiser op geldmiddelen of van andere financiële instrumenten. Wellicht is kortweg te stellen dat de *Raad* hierbij schuld delging tegen uitgifte van aandelen ziet als het ware kenmerk om schulden binnen het eigen vermogen op te nemen.

Volledigheidshalve wijs ik nog op bepaalde vormen van overheidssubsidies, die verstrekt worden ten titel van eigen vermogensversterking. Men kan dan discussiëren over de vraag of deze subsidies terstond binnen het eigen vermogen mogen of moeten worden verantwoord dan wel of opnemings als overlopend passivum vereist is met geleidelijke amortisatie via de winst- en verliesrekening. Naar mijn mening moet de verantwoording in het eigen vermogen terstond

plaatsvinden mits het gaat om onvoorwaardelijk toegekende overheidssubsidies. Is aan de toekenning de voorwaarde verbonden dat uitkering daarvan aan aandeelhouders niet is toegestaan, brengt dit m.i. mee dat rubricering als contractuele reserve moet plaatsvinden. Zou de overheidssubsidie conditioneel zijn toegekend, bijvoorbeeld het gedurende een aantal jaren niet opnemen van nieuwe leningen, dan is opnemings als eigen vermogen niet juist zolang de termijn waarvoor de conditie geldt, niet is verstreken. In het vervolg laat ik dit onderwerp rusten.

4 Verantwoording in het licht van de functies van de jaarrekening

De verwerking van activa en passiva in de jaarrekening berust op een samenstel van afspraken, waarbij deze afspraken niet los kunnen worden gezien van de functies van de jaarrekening. Deze functies zijn onder meer:

- rekenschap en verantwoording door middel van weergave van de uitkomsten van het gevoerde beleid. Dit beleid is terug te voeren op:
 - strategische beleidskeuzen;
 - operationeel beleid;
 - financieel beleid.
- Het moge duidelijk zijn dat een efficiënt beleid, gecombineerd met intensieve vermogensaanwending positief werkt. Evenzeer geldt dat een efficiënt financieel beleid positief werkt. Een goede onderneming zal in de passief-financiering rentevoordelen kunnen behalen, hetgeen toe te rekenen is aan het beleid van het bestuur met de neerslag daarvan in de uitkomsten van het gevoerde beleid;
- grondslag voor vermogens- en kapitaalsbeschermingsrechtelijke beslissingen, waarbij te denken is aan:
 - vaststelling/goedkeuring jaarrekening (de jaarrekening van de rechtspersoon ontstaat);
 - grondslag winstbestemming;
 - inkoop eigen aandelen;
 - kapitaalvermindering;

- leningen aan aandeelhouders in verband met aandelenverwerving;
- vorming wettelijke reserves.

Kortom, de ondernemingsrechtelijke functie van de jaarrekening;

- grondslag voor beslissingen door verschillende externe gebruikers overeenkomstig hun eigen – divergerende – doelstellingen. Het gaat hierbij om de zgn. externe informatiefunctie van de jaarrekening.

Deze doelstellingen zijn niet zonder meer met elkaar verenigbaar. Zo zal een benadering waarbij schulden als eigen vermogen worden aangemerkt, of waarbij door waardering van schulden beneden het nominaal bedrag een deel als eigen vermogen wordt aangemerkt in strijd zijn met de ondernemingsrechtelijke functie. Door in strijd daarmee posten tot eigen vermogen te bestempelen, wordt een te hoog eigen vermogen vastgesteld, waardoor onder meer te hoge winstuitkeringen zouden kunnen plaatsvinden, of tot ongeoorloofde koop van eigen aandelen zou kunnen worden besloten.

Ik wijs er overigens op dat dergelijke handelingen kunnen worden aangemerkt als onrechtmatige daad van de rechtspersoon en van de bestuurder tegenover crediteuren (en in een aantal gevallen ook tegenover aandeelhouders).

Een benadering waarbij een vennootschap die goedkope financiering weet aan te trekken hetzij door haar gezonde financiële positie hetzij door uitgifte van leningen onder voorwaarden die in de markt aanslaan, verplicht wordt een calculatorische rentelast te verantwoorden boven de contractuele rentelast, is strijdig met zowel de rekenschap- en verantwoordingsfunctie als met de ondernemingsrechtelijke functie. Zelfs zou gesteld kunnen worden dat in strijd met de externe informatiefunctie wordt gehandeld doordat het resultaat te laag wordt voorgesteld.

In landen waarbij de ondernemingsrechtelijke functie geen rol van betekenis speelt, wordt nog al eens exclusief het accent op de externe informatiefunctie van de jaarrekening gelegd.

Doordat vaak allerlei ideeën aan de Angelsaksische denkwereld worden ontleend, dreigt het gevaar dat daardoor ook in Nederland – waar de jaarrekening wel een belangrijke rol in het kapitaal- en vermogensbeschermingsrecht speelt – de door mij genoemde eerste en tweede functie van de jaarrekening over het hoofd wordt gezien.

5 Substance over form

In dezelfde lijn als het voorgaande ligt het in het kader van ons onderwerp veelvuldig gedane beroep op de kreet 'substance over form', waaronder dan blijkbaar wordt verstaan dat de economische realiteit boven de juridische vorm gaat. Doorgaans wordt verzuimd aan te geven wat met de economische realiteit wordt bedoeld. Ook wordt wel een tendentieuze strekking beoogd: men kan iets juridisch regelen, terwijl iets anders wordt beoogd.

Ik wijs in dit verband op in de praktijk wel voorkomende antidatering. Dit heeft echter niets met juridische vorm te maken maar simpel met valsheid in geschrift. Een opzettelijk onjuiste jaarrekening is ook valsheid in geschrift, en heeft niets met de juridische vorm te maken.

De primaire vraag die dan ook moet worden gesteld, is of er wel zoiets als een economische realiteit en een juridische realiteit bestaan. Datgene wat partijen beogen is de realiteit. Etikettering naar 'juridisch' of naar 'economisch' is onzin. Men dient uit te gaan van de feiten en niet van veronderstelde feiten. Waar het om gaat is of de feiten en de gevolgen daarvan zo getrouw mogelijk worden weergegeven.

In discussie kan niet komen of een schuld als eigen vermogen geldt dan wel eigen vermogen als schuld geldt. Er zal eerst moeten worden vastgesteld of sprake is van een verplichting. Is daarvan sprake, dan kan niet over eigen vermogen worden gesproken. Vervolgens zal men moeten vaststellen of sprake is van passiveringsplicht. Is hiervan sprake, dan kan niet over eigen vermogen worden gesproken. De

constatering dat sprake is van een schuld, is een rechtsfeit. Als aandelenkapitaal is aangehouden, is evenzeer sprake van een rechtsfeit. Dit soort feiten kan men niet door comptabele beslissingen negeren. Het karakter van schuld of eigen vermogen wordt niet door de aflossingsmodaliteit bepaald. Evenmin kan dit karakter worden afgeleid uit de omstandigheid dat een vaste dan wel winstafhankelijke vergoeding wordt voldaan. Of er al dan niet aanspraken op reserves bestaan bij liquidatie, is evenmin exclusief bepalend voor het karakter van de passieffinanciering. Men dient daarom de passiveringsmaatstaf – de maatstaf die aangeeft wanneer een verplichting moet worden gepassiveerd – niet te verwarren met de waarderingsmaatstaf.

Bij de waarderingsmaatstaf speelt wel een rol het evenwicht tussen prestatie en tegenprestatie. Als het ontvangen bedrag lager is dan het terug te betalen bedrag, is in het laatste bedrag een rentelastcomponent begrepen; de schuld zal initieel moeten worden gewaardeerd tegen het ontvangen bedrag met successievelijke oprenting. Als het ontvangen bedrag hoger is dan het terug te betalen bedrag, is in het eerste bedrag een rentebatecomponent begrepen; de schuld zal initieel moeten worden gewaardeerd tegen het bedrag van de aflossingsplicht waarbij het verschil geldt als een te passiveren amortisatiepost met successievelijke afrenting ten gunste van het resultaat.

Evenzeer is het denkbaar dat er evenwicht in prestatie en contraprestatie bestaat, maar dat de vergoeding voor de ter beschikkingstelling *voor het betrokken leningstype* niet marktconform is. Er wordt in die situatie een te hoge of een te lage rente voldaan. Men dient in dat geval duidelijk onderscheid te maken tussen de volgende situaties:

- de afwijkende rente is terug te voeren op een compensatie voor andere voor- of nadelen die ten gunste of ten laste van de onderneming komen;
- de afwijkende rente is terug te voeren op een bijzondere relatie tot een aandeelhouder;

- de afwijkende rente is terug te voeren op de financiële positie van de onderneming.

In de *eerste* situatie zal een correctie op de renteverantwoording moeten plaatsvinden. Het is primair een herrubriceringskwestie in de winst- en verliesrekening. Het saldo van deze rekening zal – daargelaten mogelijke tijdsruimtelijke verschillen – niet worden beïnvloed, en dus evenmin de omvang van het eigen vermogen. In de *tweede* situatie is sprake van een geparenteerde relatie. In die situatie ligt het voor de hand om een marktconforme rentevoet te verantwoorden, waarbij het verschil ten opzichte van de contractrente als informeel kapitaal wordt verantwoord, te rubriceren als agio of reserve. De omvang van het eigen vermogen wordt niet beïnvloed.

In de *derde* situatie is er geen reden tot enige correctie. Een triple A-onderneming zal in de VS rentevoordelen kunnen behalen die zonder die classificatie niet te verkrijgen zijn.

De problematiek inzake te hoge of te lage rente moet niet verward worden met de situatie dat er renteversillen bestaan tussen de verschillende leningstypen. Men kan bijvoorbeeld wel beoordelen of een converteerbare lening met een bepaalde rentevoet al dan niet marktconform is, maar alleen door te vergelijken met converteerbare leningen van vergelijkbaar type. Een vergelijking met een gewone lening is in het geheel niet aan de orde. De gewone lening is niet het normaal-type voor een converteerbare lening. Door hiermee te vergelijken ontstaan verslaggevingsfantasieën, die niets van doen hebben met de realiteit. Wel kan men als vraag stellen of bepaalde toegekende voordelen in zekere mate tevens als resultaatcomponent moeten worden verantwoord.

Het feit dat, als het mis gaat, verschillen in rangorde van schulden kunnen bestaan, tast het schuld karakter niet aan. Immers in continuïteit zullen de verplichtingen moeten worden voldaan. Preferente schulden bestempelen gewone schulden niet tot aansprakelijk vermogen. Evenmin zullen gewone schulden de achtergestelde schulden niet tot aansprakelijk vermogen bestempelen. Aansprakelijk vermogen is

simpelweg een misleidende term. Ook de term garantievermogen is onjuist. Achtergestelde schuldeisers garanderen niets, zij zijn alleen bereid tegen een hogere risicopremie een stapje terug te doen, indien het mis mocht gaan.

De realiteit is dat verplichtingen, en de daarmee verbandhoudende lasten goed moeten worden verantwoord. Dit is een rechtsnorm, met andere woorden 'substance over form' is een rechtsnorm, inhoudende dat de feiten en de gevolgen daarvan zo goed mogelijk moeten worden verantwoord. Te betwijfelen is evenwel of deze rechtsnorm ingevuld kan worden door de door de *Raad voor de Jaarverslaggeving* genoemde indicaties:

- afwezigheid van renteverplichting;

Deze indicatie zegt evenwel niets omtrent het verval van de schuldplichtigheid, mogelijkwijze wel omtrent de waardering c.q. omtrent calculatorische renteverantwoording.

- rentekoppeling aan winstgevendheid van de onderneming;

Ook deze indicatie zegt niets omtrent het verval van de schuldplichtigheid. Het enige wat deze indicatie betekent is dat er rente is verschuldigd onder de opschortende voorwaarde van winst.

- generieke achterstelling van schulden;

Of een schuld is achtergesteld, is niet ter zake doende. Dit betekent alleen dat bij faillissement de overige schuldeisers voorgaan.

- deelgerechtigheid in vermogensgroei;

Het staat een ieder vrij aanspraken op vermogensgroei (winst + reserves) te geven. Dit zijn contractuele verplichtingen en geven niets aan omtrent het verval van de schuldplichtigheid.

- opeisbaarheid van niet gestorte bedragen onder zodanige condities die storting onontkoombaar maken;

Deze indicatie is mij onduidelijk. Waar het om gaat, is of hiertegenover schuldplichtigheid ontstaat. Zou dit niet het geval zijn dan is sprake van een schenking, maar over schenkingen bestaat geen discussie.

– verschuldigdheid van kapitaalsbelasting;

Deze indicatie is in het geheel niet ter zake doende, omdat de fiscale verwerkingwijze (in Nederland) in beginsel niet bepalend is voor de verwerking in de jaarrekening, en bovendien de schuldplichtigheid niet wordt weggenomen door het fiscaal aanmerken als kapitaal.

Primair staat de vraag omtrent de schuldplichtigheid, niet de aard van de schuldplichtigheid, niet de aflossingsmodaliteit, en evenmin de aard van de vergoeding voor de ter beschikbaarmaking. Het typische kenmerk is uitsluitend de schuldplichtigheid, en dat bepaalt de passiveringsnoodzaak.

Ook kan kapitaal niet als schuld worden gepassiveerd. Primair geldt daarvoor of een vennootschaprechtelijke handeling, in casu een besluit tot kapitaalvermindering is vereist. Is dit niet het geval, dan is sprake van kapitaal en niet van een schuld. Dit geldt dus ook voor de zgn. aflosbare aandelen. Aflosbare aandelen zijn aandelen waarvoor statutair bij voorbaat de mogelijkheid tot kapitaal terugbetaling is ingebouwd, hetgeen niet wegneemt dat de overige vereisten tot kapitaalvermindering in acht moeten worden genomen.

6 Passiveringsmaatstaf en delging

Indien een vennootschap verplichtingen op zich neemt, zullen deze verplichtingen moeten worden gepassiveerd dan wel in de toelichting moeten worden vermeld. Verplichtingen zijn al dan niet in rechte afdwingbare verplichtingen van de rechtspersoon die van invloed zijn of kunnen zijn op de financiële positie en het vermogen van de rechtspersoon. Zij moeten worden gepassiveerd indien zij naar omvang en ontstaansgrond vaststaand zijn en hun

oorzaak ten minste in economische zin is geëffectueerd.

Deze passiveringsmaatstaf maakt duidelijk dat als geld wordt geleend tevens een verplichting ontstaat. Op welke wijze aan die verplichting zal worden voldaan, is niet relevant. Het gaat normaliter om terugbetaling in geld, maar men kan ook terugbetaling in natura zijn overeengekomen. Ook is het denkbaar dat partijen zijn overeengekomen dat de betaling wordt geëffectueerd door onder meer:

- afstand, bijvoorbeeld door middel van schuldvernieuwing of kwijtschelding;
- schuldoverneming;
- contractoverneming;
- verrekening.

In al deze gevallen is sprake van schulddelging. Dit verandert niet indien wordt overeengekomen dat aan de verplichting wordt voldaan door toekenning van aandelen. Toekenning van aandelen wil in dit verband zeggen dat aandelen worden uitgegeven (emissiebesluit), waarbij ter voldoening aan de stortingsplicht de vordering op de schuldenaar op de aandelen worden ingebracht (schuldvermenging) dan wel dat de schuld uit hoofde van de stortingsplicht wordt verrekend met de vordering uit hoofde van de verstrekte geldlening (of uit anderen hoofde). Dergelijke afspraken kunnen onder meer zijn gemaakt in het kader van een financiële reorganisatie of omdat een schuldeiser in het vervolg als aandeelhouder wil participeren. Afspraken omtrent schulddelging door middel van aandelenuitgifte kunnen ook reeds terstond zijn gemaakt. Dit kan een onvoorwaardelijke afspraak zijn dat wil zeggen de schuldenaar verplicht zich bij voorbaat op de aflossingsmomenten de terugbetaling te effectueren door middel van aandelenuitgifte en de schuldeiser verplicht zich bij voorbaat deze aandelen te nemen tegen kwijting voor zijn vorderingsrechten. Zolang evenwel de kwijting niet op deze wijze is geëffectueerd, blijft de schuldplichtigheid van de schuldenaar bestaan. Men kan daarom hooguit spreken over *toekomstig eigen vermogen* omdat vaststaat dat bij nakoming de schuld te zijner tijd zal worden gecon-

verteerd in aandelen (tenzij partijen nadien anders zouden overeenkomen).

De afspraak kan ook door een vennootschapsrechtelijk besluit zijn ondersteund. Het bevoegde orgaan heeft alsdan besloten tot uitgifte van aandelen, waarbij de toekenning daarvan is bevestigd in de leningsovereenkomst waarin door de geldgever is vastgelegd dat hij de aandelen zal nemen onder de bedongen voorwaarden. Met name zal een en ander zo geëffectueerd worden indien het gaat om opgenomen leningen tegen uitgifte van verhandelbare schuldtitels.

De zogenaamde verplicht converteerbare leningen zullen gelet op de schuldplichtigheid als schuld gepassiveerd moeten worden. Gelet op het bijzondere karakter, is er evenwel niets op tegen om dit soort leningen een bijzondere rubriceringsplaats op de balans te geven, bijvoorbeeld als eerste post van de schulden of binnen een eigen rubriek tussen het eigen vermogen en de voorzieningen. Het is hiervoor niet per se noodzakelijk dat de schuld een achtergesteld karakter draagt, ofschoon normaliter zulks wel zal zijn bedongen. Naast de verplichte conversie, kan ook aan de optionele conversie worden gedacht. Hierbij wordt de mogelijkheid ingebouwd dat de schuldplichtigheid wordt afgewikkeld:

- door uitgifte van aandelen dan wel in contanten, naar keuze schuldenaar;
- door uitgifte van aandelen dan wel in contanten, naar keuze schuldeiser.

Er zijn in deze gevallen (onzelfstandige) aandelenneemrechten bij voorbaat toegekend.

In het *eerste* geval heeft de schuldenaar een put, dus een optie naar keuze van de schuldenaar. De schuldenaar heeft het zelf in de hand hoe hij zijn schuld wenst af te wikkelen. Op de afgesproken momenten zal hij zijn keuze aan de schuldeiser(s) moeten laten blijken. De wisselverhouding (c.q. de regeling ter bepaling van de wisselverhouding) is in de leningsovereenkomst bij voorbaat vastgelegd. Anders dan bij de verplichte conversie, is thans geen sprake van toekomstig eigen vermogen, maar van *voorwaardelijk toekomstig eigen vermogen*.

Het bijzondere is evenwel dat de schuldenaar met inachtneming van de contractvoorwaarden de wisseling kan bewerkstelligen. Dit kenmerk rechtvaardigt eveneens een bijzondere rubriceringsplaats van deze schuld, ook als deze schuld geen achtergesteld karakter heeft. Ook hier kan men denken aan een bijzondere rubriek tussen het eigen vermogen en de voorzieningen.

De *tweede* vorm van de optionele converteerbare lening, die ik noemde, is de traditionele converteerbare lening waarbij de schuldeiser de vorm van aflossing in de hand heeft. Hij heeft een call want alleen hij bepaalt of hij van de aan hem toegekende rechten tot het nemen van aandelen gebruik zal maken. De daarvoor geldende wisselverhouding, al dan niet met bijbetaling c.q. de regeling omtrent de wisseling ligt vast in de leningsovereenkomst. Daar de schuldenaar de keuze van de schuldeiser niet kan afdwingen, is er geen reden om dergelijke leningen een bijzondere rubriceringsplaats toe te kennen, ook niet als sprake is van een achtergestelde lening. Hooguit kan met dit type leningen, mits achtergesteld als eerste post van de schulden opnemen.

Achterstelling van een lening is als zodanig nimmer een goede reden voor rubricering van die lening tussen het eigen vermogen én de voorzieningen. In continuïteit moeten ook deze schulden normaal worden voldaan. Bij twijfel omtrent de continuïteit of zelfs bij discontinuïteit geldt dit ook. Het verschil is dat in dergelijke situaties de achtergestelde schuldeiser een verhoogd risico draagt op niet-terugbetaling. Dit kan men desgewenst tonen door binnen de rubriek schulden als eerste subrubriek de achtergestelde leningen te verantwoorden. Naast bovengenoemde gevallen bestaan er leningen met aflossingsbevoegdheid voor de schuldenaar zonder dat sprake is van een aflossingsplicht en evenmin opzegbaarheid zijdens de schuldeiser (behoudens wanprestatie, bijvoorbeeld nalatig in rentebetaling). Dit neemt niet weg dat de schuldplichtigheid bestaat. Zou dit niet het geval zijn, dan zou sprake zijn van een schenking. De schuldplichtigheid bestaat derhalve, maar de condities voor

aflossing staan open, met dien verstande dat de schuldenaar bevoegd is tot aflossing over te gaan. Dergelijke verplichtingen gelden dus als schuld. Zij zullen overigens niet veel voorkomen, hooguit in geparenteerde situaties. Ook dan gaat het evenwel om schulden zolang door de schuldeiser niet onvoorwaardelijk afstand is gedaan. In soortgelijke zin geldt dit ook voor de zogenaamde eeuwigdurende leningen, zij het dat de aflossingsbevoegdheid van de schuldenaar niet expliciet is geregeld.

Men kan zich afvragen of dit soort leningen een bijzondere rubricering verdient. Gelet op het ontbreken van de mogelijkheid voor de schuldeiser om aflossing af te dwingen (behoudens bijzondere gevallen, zoals bij liquidatie of bij niet-voldoening van de rente), gaat het om leningen die als langlopend moeten worden getypeerd. De schuldplichtigheid verhindert in elk geval verantwoording als eigen vermogen. Er is ook geen sprake van al dan niet voorwaardelijk toekomstig eigen vermogen. Voor zover sprake is van achtergesteld leenvermogen, kan men wel een bijzondere rubricering binnen de rubriek schulden overwegen, maar dit wijkt niet af van hetgeen in het algemeen voor generiek achtergestelde schulden geldt. De vraag is dan alleen of het element 'expliciete of impliciete' aflossingsbevoegdheid voldoende onderscheidend is om rubricering als bijzonder leenvermogen tussen het eigen vermogen en de voorzieningen te overwegen. Ik zou menen van wel, maar in dit geval uitsluitend in combinatie met een generiek achtergesteld karakter, omdat een wisselrecht in eigen vermogen ontbreekt.

Een fraai voorbeeld van een lening met aflossingsbevoegdheid zonder aflossingsplicht treft men in Frankrijk aan. Men kent aldaar voor bepaalde rechtsvormen de zogenaamde 'titres participatifs', door mij wel aangeduid als participatiecertificaten. Het gaat hierbij om in bewijzen belichaamde rentedragende achtergestelde schuldtitels met een afgesproken looptijd (zeven jaar) waarna de schuldenaar bevoegd is tot aflossing over te gaan, maar daartoe geenszins verplicht is. Rubricering vindt op de balans plaats

in de rubriek 'autres fonds propres', een rubriek direct *na* het eigen vermogen.

Indien in het jaar dat de jaarrekening wordt uitgebracht, vaststaat dat de schuld inmiddels is afgelost, of het kennelijk voornemen daartoe in dat jaar bestaat, spreekt het vanzelf dat geen rechtvaardiging meer kan bestaan voor rubricering als een bijzondere vermogenscategorie. Slechts rubricering als kortlopende schuld is op haar plaats.

Samenvattend merk ik op dat uit het voorgaande volgt:

- passivering is vereist indien schuldplichtigheid bestaat;
- aflossingsmodaliteiten noch rentemodaliteiten tasten het schuld karakter aan;
- achterstelling van schulden rechtvaardigt geen bijzondere rubricering (hooguit binnen de rubriek schulden).

Bijzondere rubricering tussen de rubriek eigen vermogen en de rubriek voorzieningen kan aangewezen zijn, maar slechts in bijzondere situaties. Hierbij is te denken aan:

- leenvermogen met het karakter van toekomstig eigen vermogen (verplichte conversie, behoudens wanprestatie);
- leenvermogen met het karakter van voorwaardelijk eigen vermogen, mits de schuldenaar de voorwaarde in de hand heeft;
- achtergesteld leenvermogen met aflossingsbevoegdheid en zonder aflossingsplicht voor de schuldenaar, en zonder opzeggingsmogelijkheid voor de schuldeiser (behoudens wanprestatie).

Buiten deze gevallen zie ik geen redenen tot rubricering binnen een bijzondere vermogenscategorie, daargelaten – de door mij buiten beschouwing gelaten – conditionele overheidssubsidies ten titel van vermogensversterking.

Uit het voorgaande volgt a contrario dat aandelenvermogen evenmin als een schuld kan worden gepassiveerd. Er is immers geen schuld-

plichtigheid. Dit geldt ook voor de zogenaamde 'aflosbare' aandelen. Deze aflosbare aandelen zijn aandelen waarvan statutair is vastgelegd dat zij na een zeker tijdstip zullen worden terugbetaald. Terugbetalen wil in dit verband niets anders zeggen dan dat statutair is bepaald dat op een zeker moment de aandelen worden ingetrokken met terugbetaling zonder dat eerst inkoop nodig is. Deze intrekking zal echter moeten plaatsvinden met inachtneming van de overige voorwaarden van kapitaalvermindering. Er is geen verschil met andere vormen van kapitaalvermindering anders dan dat statutair reeds tot intrekking op een toekomstig tijdstip is besloten.

7 Waardering van schulden

Omtrent de vraag over de schuldplichtigheid en de rubricering als schuld kan mijns inziens niet getwist worden. Wel zou men kunnen denken over de waardering van schulden. Op zichzelf beschouwd hoeft hierover weinig discussie te bestaan. Hetgeen voor een genoten prestatie moet worden voldaan, is de schuld, en dus het bedrag waartegen de schuldplichtigheid moet worden gepassiveerd. Ik heb al aangeduid dat soms afwijkingen op dit patroon vereist zijn. Deze afwijkingen zijn terug te voeren op:

- disharmonie tussen prestatie en contraprestatie. Het gaat dan om impliciete rente;
- disharmonie tussen contractuele rente en markrente voor vergelijkbaar rentetype, gegeven de financiële standing van de geldnemer. Het gaat dan of om een verbonden transactie of om een geparenteerde transactie. In het laatste geval kan het rentevoordeel informeel kapitaal zijn.

Buiten deze vanzelfsprekende gevallen doen opvattingen in de verslaggevingstheorie opgang, inhoudende dat waarderingscorrecties vereist zijn indien de vergoeding voor de ter beschikbaarstelling van geleende gelden meer omvat dan de contractueel bedongen rente, ofschoon deze rente marktconform is aan de

rente voor leningen van vergelijkbaar type. De gedachte hierbij is dat het 'iets' moet worden gekwantificeerd als een eigen vermogenscomponent. Men ziet dan globaal gesteld als opvattingen:

- de gepassiveerde schuld moet worden gewaardeerd tegen het bedrag daarvan onder aftrek van het gekwantificeerde 'iets', terwijl het 'iets' als agio in het eigen vermogen moet worden genomen. Oprenting van de schuld geschiedt over de looptijd van de schuld ten laste van het resultaat;
- de gepassiveerde schuld wordt op de gebruikelijke wijze gewaardeerd, waarbij evenwel het 'iets' als overlopend activum wordt geactiveerd met als tegenboeking agio. Het 'iets' wordt over de looptijd van de schuld ten laste van het resultaat geamortiseerd;
- de schuld wordt op de gebruikelijke wijze gewaardeerd, waarbij het 'iets' ten laste van het resultaat naar rato van de looptijd van de schuld aan de (agio)reserve wordt toegevoegd.

De *eerste* opvatting waardeert de schuld tegen een bedrag dat lager is dan het bedrag van de schuldplichtigheid. Naleving van deze opvatting is faliekant in strijd met de wet. Het behoeft weinig betoog dat het opzettelijk te laag weergeven van de schulden leidt tot een valse voorstelling van de toestand van de vennootschap. Bovendien wordt een eigen vermogen weergegeven dat toekomstig te behalen voordelen omvat (strijd met realisatiebeginsel en de voorzichtigheid) en dat in strijd komt met de eisen van vermogens- en kapitaalbescherming.

Men diene zich te realiseren dat het eigen vermogen volgens de door de algemene vergadering vastgestelde of goedgekeurde jaarrekening een eminente rol speelt in velerlei ondernemingsrechtelijke beslissingen. Een te hoog eigen vermogen dat aldus is bepaald, staat in rechte vast, behoudens aantasting van het vaststellings/goedkeuringsbesluit. Ik wees er overigens al op dat niettemin uitkeringen ten laste van een te hoog eigen vermogen een onrechtmatige daad kan opleveren.

Men zou nog kunnen betogen dat de informatieve waarde van de jaarrekening wordt gediend door een deel van de schuld te rubriceren als eigen vermogen. Men pleegt dan zonder onderbouwing 'substance over form' of 'economische realiteit' aan te voeren. De maatstaf voor deze bewering wordt echter niet duidelijk gemaakt. Ik voeg hieraan toe dat ik mij niet kan voorstellen dat een informatiegebruiker gediend is met een te lage waardering van schulden, te meer daar voor een deel van deze informatiegebruikers nu juist het kapitaal- en vermogensbeschermingsrecht is geïntroduceerd.

De *tweede* opvatting handhaaft de juiste omvang van het bedrag van de schuldplichtigheid. Sommigen menen dat deze opvatting tot balansopblazing leidt doordat de actiefzijde en de passiefzijde (door toevoeging aan het eigen vermogen) worden verhoogd; zij bepleiten daarom doorgaans de eerste opvatting. De denkfout hierbij is dat men als gegeven aanvaardt dat sprake is van tot het eigen vermogen te rekenen agio, terwijl dit agio hooguit voorwaardelijk eigen vermogen is. In de tweede opvatting wordt het gecalculeerde geactiveerde 'iets' ten laste van het resultaat geamortiseerd. Het saldo van de winst- en verliesrekening wordt, evenals in de eerste opvatting, lager. Na aflossing van de lening is het effect (evenals in de eerste opvatting) gneutraliseerd.

De *derde* opvatting laat de schuld op het juiste niveau zien. Ook wordt geen toekomstig eigen vermogen reeds thans als eigen vermogen getoond. Wel blijft dat het resultaat volgens de winst- en verliesrekening lager is (conform de eerste en de tweede opvatting), maar voor de omvang van het eigen vermogen werkt dit neutraal. Binnen de 'resultaat-component' van het eigen vermogen is slechts sprake van een verschuiving; het saldo van de winst- en verliesrekening is lager, maar het lagere bedrag is als positieve component toegevoegd aan de reserves.

Het moge duidelijk zijn dat de derde opvatting binnen deze drie opvattingen mijn sympathie heeft zonder dat ik hiermee te kennen geef dat ik de drie opvattingen deel. Ter vermijding van

enig misverstand merk ik op dat ik de eerste opvatting en de tweede opvatting verwerp. Met de derde opvatting zou ik kunnen leven, maar de juistheid daarvan betwist ik eveneens. Hierop kom ik nog terug.

Bovengenoemde opvattingen komen vaak in beeld indien men het heeft over *converteerbare leningen*. Men tracht dan een scheiding te maken tussen de eigen vermogenscomponent en de schuldcomponent van de lening waarbij de waarde van de eigen vermogenscomponent wordt opgenomen in het eigen vermogen. Voor dit doel wordt de contante waarde van de lening berekend tegen de op het uitgiftemoment geldende marktrente van niet-converteerbare leningen. Vergelijking met de hoofdsom geeft dan het gekapitaliseerde rentevoordeel van de converteerbare lening in vergelijking tot niet-converteerbare leningen. Dit voordeel wordt dan geacht de prijs te zijn die de schuldeisers bereid zijn te voldoen voor de toegekende onzelfstandige aandelenneemrechten. Dit bedrag wordt dan als agio bij de schuldenaar verantwoord.

Ik vraag mij overigens af hoe de verdedigers van deze opvattingen de behandeling op de balans van de schuldeiser zien. Moet de schuldeiser het 'iets' ter stond van zijn eigen vermogen afboeken en vervolgens zijn vordering over de looptijd oprenten?

De weergegeven calculatie is vanuit de beslissingsoptiek van de geldgever juist, maar hiermee is niet gezegd dat dit voordeel reeds thans door de schuldenaar ten titel van kapitaal (in casu: agio) is ontvangen. Dit voordeel ontvangt de vennootschap geleidelijk. Hooguit zou men kunnen stellen dat de vennootschap weet wat de waarde van dit voordeel is. Men zou dit voordeel dan als toekomstig eigen vermogen kunnen rubriceren, met geleidelijke overboeking naar het eigen vermogen. Naar mijn mening ligt het meer voor de hand om conform de genoemde derde opvatting tot geleidelijk agio-verantwoording te komen. Ik zou evenwel menen dat het voordeel zich manifesteert door

de lagere rentelasten en daardoor tot een hogere jaarlijkse winst en dat de beslissing omtrent de aanwending van dit voordeel als onderdeel van de winstbestemming toekomt aan de algemene vergadering met inachtneming van de wettelijke en statutaire grenzen. De lagere rentelasten ontstaan als uitvloeisel van het financieringsbeleid. Me dunkt dat de jaarrekening een weergave is van de uitkomsten van het gevoerde beleid, en niet van de uitkomsten van het beleid zoals het ook gevoerd had kunnen worden.

Voormelde opvattingen treft men ook aan bij de zogenaamde *warrantleningen*. Het verschil met de converteerbare leningen is dat de schuld altijd moet worden voldaan door delging in contanten, en dat de aandelenneemrechten in de regel zelfstandig verhandelbaar zijn (de zogenaamde warrants). Men berekent dat de marktwaarde van de warrants direct na de uitgifte van de lening. Deze marktwaarde wordt als agio verantwoord, met *hetzij* aftrek op het bedrag van de schuld (eerste opvatting) *hetzij* activering als overlopend activum (tweede opvatting). Over de looptijd van de schuld wordt ten laste van de winst- en verliesrekening *hetzij* de schuld opgerent (eerste opvatting) *hetzij* het overlopend activum geamortiseerd (tweede opvatting).

De marktwaarde van de warrant direct na de uitgifte wordt dus gezien als de prijs die de geldgevers bereid zijn te betalen voor de warrants in ruil voor de lagere rentevoet. Deze gedachte kan evenwel alleen leiden tot de conclusie dat sprake is van toekomstig eigen vermogen, met geleidelijke overboeking naar het eigen vermogen. Echter, ook hier acht ik de derde opvatting juist, met dezelfde kanttekening dat er mijns inziens in het geheel geen reden is tot agio-verantwoording.

In de literatuur wordt nog een vierde methode bepleit waarbij de warrant die is opgenomen binnen het eigen vermogen tegen marktwaarde wordt gewaardeerd. Op het uitoefenmoment wordt de aldan geldende marktwaarde te za-

men met de uitoefenprijs als kapitaalstorting aangemerkt.

8 Tot besluit

Uit het voorgaande blijkt dat er weinig redenen bestaan om aan modernismen in de verslaggevingstheorie toe te geven. Als uitgangspunten gelden:

- Voor de schulden is van belang de passiveringsplicht en de schuldplichtigheid. Niet relevant is de vorm van schulddelging. Het blijft een schuld zolang delging niet heeft plaatsgevonden;
- Waardering van schulden moet plaatsvinden tegen het bedrag van de schuldplichtigheid. Het bedrag daarvan is gelijk aan de kleinste van prestatie en contraprestatie. Het verschil is impliciete rente dat geamortiseerd moet worden;
- Al dan niet zelfstandig verhandelbare aandelenneemrechten, toegekend bij de uitgifte van leningen vormen geen rechtvaardiging om de schuld te laag voor te stellen. Evenmin is er aanleiding tot rentecorrectie. De vergelijkingsmaatstaf is niet de lening zonder aandelenneemrechten, maar uitsluitend de lening van het zelfde type;
- Rentecorrecties kunnen alleen op hun plaats zijn indien het gaat om verbonden transacties of geparenteerde relaties;
- Achterstelling van schulden is als zodanig geen reden tot bijzondere rubricering (hooguit binnen de rubriek schulden);
- Rubricering van schulden als bijzondere categorie kan gerechtvaardigd zijn, mits
 - de schuldenaar het in de hand heeft om delging door middel van aandelenuitgifte tot stand te brengen, of
 - de schuldenaar aflossingsbevoegd is, maar niet aflossingsplichtig is, de schuldeiser geen opzeggingsbevoegdheid heeft en de lening achtergesteld is.

Aandelenvermogen kan nimmer als schuld gelden en mag ook niet als schuld worden gerubriceerd. Indien statutair is vastgelegd dat be-

paalde soorten aandelen op vastgelegde momenten kunnen worden ingetrokken met terugbetaling, houdt dit alleen in dat niet eerst inkoop vereist is. De overige vereisten voor kapitaalvermindering moeten ter dege in acht worden genomen.

Tot slot: mijn opmerkingen betreffen de rapportage door middel van de jaarrekening en andere vormen van financiële verstrekking over het financiële wel en wee van de informatieverschaffer. Dat in het kader van overname en fusie anders wordt gerekend, is een andere kwestie.

Literatuur

- H. Beckman, Economische beschikkingsmacht: grondslag voor vermogensverantwoording en winstneming, *MAB*, 1988, pp. 325-341.
- H. Beckman, Wisselwerking kapitaalbeschermingsrecht en jaarrekeningenrecht, in: *NIVRA-geschrift nr. 48*, Deventer, juli 1989, pp. 31-79.
- H. Beckman, Behoorlijk verslaggeven: Substance over form oftewel het beginsel van realiteit, in: H. Beckman (red.), *Ontwikkelingen in de Financiële Verslaggeving, Grondslagen & Praktijk*, Deventer, 1989, pp. 9-23.
- H. Beckman, Leningen met eigen vermogenskarakter, in: *Compendium voor de jaarrekening*, Deventer, losbl., september 1991, par. 4.5.4.
- H. Beckman, Eigen vermogen, in: H.P.J. Ophof e.a. (red.), *Sanering van Ondernemingen*, Deventer, losbl., oktober 1992, hoofdstuk 2.1, pp. 1-50.
- S.E. Eisma, Tussen aandeel en schuldbrief: participatiebewijzen, in: *Ondernemingsrechtelijke contracten*, deel 14, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, Deventer, 1991.
- C.A. Heijne, Een andere manier van waarderen van converteerbare obligatieleningen, *MAB*, januari/februari 1994.
- IASC, ED 40, Financial Instruments, Londen 1991, opgenomen in Beckman-Volgenant, *Documentatie rond de jaarrekening*, Deventer, losbl.
- IASC, ED 40, Financial Instruments – Progress Report, Special Edition, *IASC-Insight*, mei 1993.
- J. Klaassen, Financieringsinstrumenten in de jaarrekening van niet-financiële instellingen, in: H. Beckman (red.), *Ontwikkelingen in de Financiële Verslaggeving, Grondslagen & Praktijk*, Deventer, 1989, pp. 25-38.
- W.M. McInnes, P.R. Draper en A.P. Marshall, *Accounting for Convertible Loan Stock: A Decomposition Approach*, Accounting and Business Research, Vol. 21, no. 83, 1991, pp. 253-263.
- Raad voor de Jaarverslaggeving, *Richtlijnen voor de jaarverslaggeving vanaf 1990*, mei 1992.
- J.C.M. van Sonderen, Reactie op Verslaggevingsaspecten van aandelenwarrants, *F.M.A. Kroniek 1990*, p. 355.
- C.H. Veld en P.J.W. Duffhues, *Verslaggevingsaspecten van aandelenwarrants*, KUB, Research memorandum 442, 1990, p. 9 e.v.

Noot

- 1 Zie Veld en Duffhues (1990) en de kritiek van J.C.M. van Sonderen (1990).