

moeten worden, dat dit meerdere opbrengst is van hun groot-aandeelenbezit. Alleen door dit groot-aandeelenbezit waren zij in de gelegenheid besluiten te nemen tot abnormaal hoge directie-salarissen en tantièmes. Bij de bepaling van de waarde der aandelen van deze bestuurders zal dus het rendement nog moeten worden verhoogd met het genoten extra-salaris en extra-tantième.

Bijzondere rechten aan het bezit van bepaalde aandelen verbonden.

Somtijds wordt bij oprichting van besloten vennootschappen naast de gewone aandelen een klein aantal aandelen uitgegeven, waaraan bijzondere rechten zijn verbonden. De uitgifte van laatstgenoemde aandelen heeft ten doel aan de houders grooten invloed op het vervullen van de functies van directeur en commissaris toe te kennen. De bijzondere rechten bestaan uit:

Het bepalen van het aantal leden van de directie en van het college van commissarissen.

Het opmaken van een voordracht bij vacatures van directeuren en commissarissen, waaruit de algemeene vergadering eene benoeming moet doen.

Het vaststellen van het salaris van directeuren.

Het goedkeuren van een overdracht van aandelen met bijzondere rechten.

De houders van deze aandelen ontvangen geen hooger dividend dan de gewone aandeelhouders. Ten opzichte van de laatsten nemen zij bij liquidatie ook eenzelfde positie in. In verband met de bijzondere rechten, die hun zijn toegekend, kunnen echter hunne aandelen iets hooger gewaardeerd worden dan de gewone aandelen.

A. NIERHOFF

WELKE BETEKENIS HEEFT DE NOTEERING VAN HET INCOURANTE AANDEEL IN DE OFFICIEELE NOTEERING EN DAARBUITEN ALS GRONDSLAG VOOR DE BEPALING VAN DE WAARDE?

Non. scolae, sed vitae discimus.

(Niet voor de school, maar voor het leven leeren wij).

Naar Seneca.

Indien men iemand vraagt in een koor van geschoolde organen de bekende „stem uit de praktijk” te doen hooren, dan zal hij beginnen met zich zijne positie te realiseeren. En zoo gaat het derhalve ook den makelaar in effecten, den beëdigden, in het leven geschoolden makelaar, wien gevraagd wordt bovenstaand onderwerp te behandelen in een kring van tien technici. Hij doet dat gaarne, maar verwijst voor zijn standpunt bij voorbaat naar het bovenstaande motto. Hij immers, die uit hoofde van zijn vak midden in de effecten-praktijk en het effectenleven staat, realiseert zich dagelijks, dat, wat hij aan zijn praktische kennis vergaart, rechtstreeks aan het leven ten goede komt, met alle waardeering voor de conclusies waartoe van andere zijde de theorie mag leiden.

De opgegeven titel geeft bij eerste beschouwing reeds dadelijk aanleiding tot nadere preciseering. Er rijzen de vragen:

- wat is „een incourant aandeel”,
- wat is „de officiële noteering”,
- wat is „daarbuiten”,
- wat is „waarde”?

In de praktijk van den effectenhandel hier te lande kent men in de eerste plaats die fondsen, welke zijn opgenomen in de Prijscourant van de Vereeniging voor den Effectenhandel te Amsterdam, het officieel erkende lichaam in welks gebouw, Effectenbeurs, de officiële beurs wordt gehouden (als zodanig ook erkend in de Beurswet 1914). De door haar uitgegeven Prijscourant omvat de gezamenlijke officiële noteeringen, noteeringen van — uit den aard der zaak — courante en minder courante fondsen. Voor beide groepen geven deze noteeringen op het oogenblik van hun tot stand komen als resultante van vraag en aanbod de handelswaarde van dat moment aan. Voor courante fondsen zal men die handelswaarde derhalve, bij wijze van spreken, dagelijks kunnen vastleggen en al naar gelang van de mindere courantheid zal men minder noteeringen aantreffen, zal men dus op een gegeven dag oudere waardeeringen zien en zal men voor het benaderen van de actuele handelswaarde te rade moeten gaan bij een vakman, die deze waarde op grond van zijn kennis terzake en de door hem in te winnen inlichtingen kan benaderen en vastleggen.

„Incourante fondsen” noemt men in de praktijk al die fondsen, welke niet officieel genoteerd zijn. (Dit zijn dus de fondsen en hunne noteeringen „daarbuiten” zooals de titel van dit artikel vermeldt). Hun handelswaarde treft men aan in de opgaven van de huizen, welke van den handel in die fondsen hun speciaal beroep maken. De ervaring leert dat er geen twijfel aan behoeft te bestaan of de publicaties van serieuze, te goeder naam en faam bekend staande huizen kunnen als juist worden aanvaard. Deze publicaties geven dus aanwijzingen over de handelswaarde van een incourant effect op dezelfde wijze als de Officiële Prijscourant aanwijzingen geeft over de handelswaarde van een minder courant officieel genoteerd fonds. Beide geven dus een aanwijzing van een wellicht lang vervlogen datum. Rectificatie daarop dient de vakman te geven. Die vakman is, en dient te zijn, een beëdigd makelaar in effecten, een tegenwoordig veelal — en naar het mij voorkomt meer en meer — verguisde persoonlijkheid. Verguisd in twee opzichten: ten eerste omdat bij de waardebepaling aan de handelswaarde als regel een te geringe betekenis wordt toegekend, in de tweede plaats omdat ook daar, waar die waardebepaling wordt gezocht, aan den practicus veelal niet wordt gedacht, respectievelijk hij opzettelijk uitgeschakeld wordt.

In dit verband zij hier vastgelegd, dat de van ouds bestaanhebbende makelaardij opnieuw is geregeld bij wet van 5 Mei 1922, in welks bepalingen de waardebepaling uitdrukkelijk is vermeld. Men leest daar: „Hij (de makelaar) legt den eed af, dat hij in het algemeen de aan hem opgelegde pligten getrouwelijk zal waarnemen en dat hij in het bijzonder de hem als makelaar opgedragen waarderings zal doen te goeder trouw, naar zijn beste kennis en wetenschap”. Mij is geen voorbeeld bekend van een makelaar in effecten, wien het niet naleven van zijn eed ten laste zou zijn gelegd.

Alle noteeringen (courant, minder courant, incourant) al dan niet gerectificeerd door de waardeering van een makelaar in effecten, geven per saldo de verhandelingswaarde van het effect aan.

In de praktijk doen zich daarbij bijzonderheden voor, welke de aandacht verdienen en welke hier dienen te worden gememoreerd.

In de eerste plaats is het duidelijk dat, ook indien zonder meer naar „waarde” wordt gevraagd, en zeker speciaal bij incourante fondsen, bij de „bepaling van de handelswaarde een plaats moet worden ingeruimd aan de vraag over welk aantal aandelen het gaat. Ook in de literatuur over dit on-

derwerp, waar de waarde van een incourant aandeel op zuiver theoretische gronden wordt berekend, speelt het aantal stukken een belangrijke rol. Zeer zeker moet dat het geval zijn bij de verhandelingswaarde. Zelfs een noteering van één aandeel op de gevraagden dag zelf mag dus niet zonder meer als „verkoopwaarde” worden aangenomen. Een groot aantal stukken zou wellicht een belangrijke rectificatie (naar boven of naar beneden, al naar het geval ligt) noodig maken. Het is dan ook ongetwijfeld volkomen onjuist, dat bijv. in een boedel notarissen aan makelaars, ter wille van de kosten, de taxatie voor één stuk vragen, ook al zijn er een groot aantal aanwezig. De makelaar dient zich te overtuigen van het aanwezige belang en de fiscus neme geen genoegen met een onvolledige taxatie.

In de tweede plaats botsen praktijk en theorie herhaaldelijk op het woord „waarde”, het simpele woord, dat ook in den titel van dit opstel is vermeld en waarop nog nader teruggekomen moet worden.

Fiscaal gezien, in afwijking van de praktijk, zou men kunnen zeggen dat alle fondsen, welke voorkomen op de Prijs-courant opgemaakt volgens art. 47 van de Successiewet een officiële noteering hebben en dat alle andere fondsen „incourant” zijn. (Die Prijs-courant wordt vastgesteld door vier daartoe aangewezen makelaars of commissionnaires in effecten te Amsterdam, die daarbij uit den aard der zaak de hierboven vermelde Officiële Prijs-courant van de Vereeniging voor den Effectenhandel als basis — voor zoover mogelijk — raadplegen).

Volgens de wet moeten de incourante aandelen dus worden geschat op hunne geldswaarde naar de laatst bekende gegevens, respectievelijk naar de begroting des aangevers. Voor die schattingen zal de gerectificeerde hiervoren omschreven wijze van waardebeoordeling in vele gevallen de geldswaarde aangeven. Naar den letter behoort die waardebeoordeling zonder meer juist te zijn. Immers geldswaarde is waarde in geld en waarde in geld is het geld, dat men er bij verkoop voor krijgt. Wat de fiscus echter wenscht is in het geheel geen geldswaarde, maar de vermogenswaarde, de waarde, die het aandeel voor den bezitter, niet voor een verkrijger, heeft. In welk geval de „noteering” als regel een afwijkende en veelal lagere basis voor waardeering geeft. Tot nadeel in vele gevallen voor den betrokkene en zeker ten onrechte, indien inderdaad (bijv. ter betaling van successiebelasting) aandelen zouden moeten worden verkocht.

In de derde plaats dient te worden bedacht, dat een noteering te allen tijde beteekent: het vaststellen van de waarde van een „effect” en dat derhalve de waardeering van een aantal effecten nimmer kan leiden tot waardeering van een bedrijf”.

Indien men dan uit de noteeringen, de aanvullingen daarop en de rectificaties niet anders vinden kan dan de handelswaarde, de verkoopwaarde, van het effect, heeft het bepalen daarvan — zooals bepleit — door een makelaar dan wel eenige betekenissen voor de vaststelling van de vermogenswaarde, zooals de fiscus die wenscht? Ongetwijfeld, want die vermogenswaarde komt als resultante per saldo voort uit de:

innerlijke waarde (activa minus passiva),
rentabiliteitswaarde (winsteapaciteit; gemiddelde gekapitaliseerde winst à ? %),
rendementswaarde (doorsnee-dividend gekapitaliseerd),
liquidatiewaarde (indien in aanmerking komend),
verkoopwaarde.

Het ware volkomen onjuist deze laatste factor te negeren al wordt hij, naar het mij voorkomt, van accountantswege veel-

al op zij geschoven. Doet men dat, dan wordt de „waarde” als regel en tot nadeel van den betrokkene ten onrechte te hoog genomen. De Hooge Raad erkende trouwens de verkoopwaarde als een belangrijke factor in de waardebeoordeling.

En zoo komt men tot de conclusie, eene overigens zeer logische conclusie, dat de noteeringen van incourante fondsen onmisbaar materiaal vormen voor de bepaling van de verhandelingswaarde op zeker oogenblik in engen zin en voor de uiteindelijke waardebeoordeling in algemeenen zin.

Het is daarbij de taak van den vakman, den beëdigden makelaar, om de waarde van dit materiaal te onderkennen en het te gebruiken. Waardebeoordeling zonder dezen helper en zonder dit hulpmiddel heeft reeds in vele gevallen tot onbillijkheden geleid en hiermede is de gestelde vraag tevens beantwoord.

De noteering van een incourant aandeel, als aanwijzing voor de verhandelingswaarde, is een der onmisbare gegevens voor de waardebeoordeling als geheel.

CAREL F. OVERHOFF

DE BALANSWAARDE VAN DOCHTERAANDELEN

De effectensubstitutie is zo rijk gevarieerd, dat een scherpe begrenzing van het voorwerp, waaraan op verzoek der redactie dit artikel zal zijn gewijd, noodzakelijk is.

Buiten het begrip dochteraandelen valt ieder aandelenbezit, dat een uitgesproken tijdelijk karakter draagt of dat voornamelijk beleggingsdoeleinden dient. Het begrip dochtermaatschappij veronderstelt, dat de relatie met en/of de zeggenschap in deze maatschappij dienstbaar wordt gemaakt aan de bedrijfsbelangen van de moederonderneming of van de groep ondernemingen, waarvan de moedermaatschappij het regelend orgaan is.

Binnen deze begripsbepaling vinden wij nu nog een zeer grote verscheidenheid. Slechts voorzover zulks voor ons doel relevant is, maken wij onderscheidingen. Wij vinden dan de volgende hoofdgroepen, die wij analoog aan familieverhoudingen door een enkel woord pogen aan te duiden:

1. eigen dochters, d.z. maatschappijen, door de moederonderneming zelve in het leven gebracht, hetzij door vestiging van enig nieuw bedrijf in de vorm van een afzonderlijke naamloze vennootschap, hetzij door afsplitsing van een deel van het eigen bedrijf en inbreng daarvan in een afzonderlijke rechtspersoon;
2. aangenomen dochters, d.z. maatschappijen, die — of wier bedrijven — reeds bestonden voordat zij in de invloedssfeer geraakten van de overheersende moedermaatschappij, welke door een transactie van koop of ruiling — al dan niet gepaard gaande met reorganisatie, herkapitalisatie, omzetting in andere rechtsvorm e.d. — in het bezit der aandelen is gekomen;
3. pupillen, d.z. maatschappijen, die door de enkele handeling van effectensubstitutie onder controle zijn gesteld van een speciaal daartoe opgerichte voogdesmaatschappij, zoals de bekende maatschappijen Nationaal of Gemeenschappelijk Bezit van aandelen in één bepaalde naamloze vennootschap, en ook, als voogdes met drie pupillen, de Nederlandsche Scheepvaart Unie.

Bij elk van deze drie vormen doen zich graduele verschillen voor met betrekking tot een punt, dat geen analogie vindt in familieverhoudingen. De dochtermaatschappij kan de dochter