

AANDELEN ZONDER NOMINALE WAARDE

door Prof. Dr J. F. Haccoû

Het vraagstuk van de *mérites* van aandelen zonder nominale waarde staat de laatste jaren weer in de belangstelling. Niet alleen in ons land, waar de besturen van een aantal grote maatschappijen het in studie hebben of hebben gehad, doch ook in Groot-Brittannië. In dit land is enkele maanden geleden door een daartoe in December 1952 benoemde commissie onder voorzitterschap van Montagu L. Gedge een rapport uitgebracht dat inmiddels aan het Parlement is aangeboden. Dit „Report of the Committee on shares of no par value” (Cmd. 9112, Maart 1954) vormt een goede aanleiding om dit vraagstuk nog eens rustig te bezien, temeer omdat de literatuur op dit gebied in Nederland schaars is.

Het Britse rapport: de meerderheidsnota

Het rapport bestaat uit een beschouwing van de meerderheid van de uit acht leden bestaande commissie en een minderheidsnota van W. B. Beard. Tot goed begrip zal hier eerst het standpunt van de meerderheid, welke zich uitsprak voor het in de wet openstellen van de mogelijkheid tot uitgifte van aandelen zonder nominale waarde, worden weergegeven.

Uitgangspunt is hierbij, dat zowel het aandeel met als dat zonder nominale waarde een bepaald gedeelte van het vermogen vertegenwoordigen en aldus gezien dus identiek zijn. De gedachte van de meerderheid, waarop de conclusie is gebaseerd, is eigenlijk heel simpel: in punt 32 van het meerderheidsrapport constateert zij, dat het systeem van aandelen met nominale waarde herhaaldelijk wordt gecritiseerd als zijnde misleidend en indien zulks juist zou zijn — en deze meerderheid is hiervan overtuigd — dan is dit een goede reden voor wijziging, temeer omdat geen steekhoudende grond kan worden aangevoerd om de invoering van aandelen zonder nominale waarde niet mogelijk te maken voor hen, die deze willen introduceren.

Het misleidende karakter van de aandelen met nominale waarde wordt gezien in het feit, dat het uitdrukken van de winst in een percentage van het nominale aandelenvermogen aan de gewone beleggers een onjuist beeld geeft van het rendement van dit nominaal geïnvesteerde vermogen, hetgeen bij het aandeel zonder nominale waarde niet het geval is. De bedoeling van het aandeel zonder nominale waarde toch is, aldus deze meerderheid, om elke associatie met waarde, welke onwaar en irreëel is, te doen verdwijnen.

De meerderheid ziet als belangrijkste voordelen van de aandelen zonder nominale waarde: 1e dat zij het aandeel zuiver weergeven voor wat het is: een evenredig deel in het zuiver vermogen en dus geen waardebegrip introduceren; 2e dat het bij dit aandeel onmogelijk wordt een dividend in relatie te brengen tot een nominaal „kapitaal” en dat daardoor een mogelijke bron van misverstand en verkeerde voorstelling wordt voorkomen; 3e dat in de onderneming niet het gestorte, maar het aangewende eigen vermogen (*capital*) het werkelijke vermogen is en dat een aandeel met of zonder nominale waarde niet meer is dan een part hiervan; 4e bij aandelen zonder nominale waarde worden vraagstukken als bonus-uitgiften en splitsingen vereenvoudigd. Bovendien werd voor de commissie nog aangevoerd, dat verdere emissies in be-

paalde gevallen (nl. bij notering beneden pari) zouden worden vereenvoudigd.

Het argument, dat ook bij aandelen met nominale waarde de mogelijkheid bestaat het dividend in een bedrag en niet in een percentage te declareren, wordt afgedaan met de stelling, dat de financiële pers en anderen dit bedrag dan onmiddellijk in een percentage zouden herrekenen.

Tegen het invoeren van aandelen zonder nominale waarde werden twee categorieën argumenten aangevoerd. De London Chamber of Commerce — gesteund door het Institute of Chartered Accountants en de Society of Incorporated Accountants — stelde, dat er weinig of niet is gebleken van een behoefte aan deze voor Britse fondsen nieuwe vorm, waaraan de Kamer nog toevoegde, dat zij betwijfelde of de verwachte voordelen voldoende zijn om de invoering de moeite waard te maken. Bovendien betoogde de Kamer, dat het stelsel van aandelen zonder nominale waarde geen additionele hulp zou verlenen om de waarde van aandelen te schatten, waarmede de Commissie het eens is, echter daarbij stellende dat dit ook niet een der, aan deze vorm toegekende, voordelen is.

De andere argumentatie kwam van de vakbeweging. Deze stelde, dat een van de hoofddoeleinden van het uitgeven van aandelen zonder nominale waarde is om te bewimpelen wat binnen naamloze vennootschappen gebeurt en in het bijzonder om de betaling van excessieve dividenden te camoufleren. Zij vreesde, dat, terecht of ten onrechte, het uitgeven van zulke aandelen achterdocht bij de arbeiders zou wekken en beriep zich op de constatering van de Chief Registrar of Companies (Winding-up) voor de Commissie-Cohen — welke de wijziging van het vennootschapsrecht in Engeland in 1945 in studie had — dat bij moeilijkheden met arbeiders of vakbeweging tengevolge van het dividend, de vennootschap slechts haar aandelen behoefde te splitsen, bv. te verdubbelen om het dividend te halveren, terwijl iedere aandeelhouder dan nog hetzelfde bedrag toucheerde. De vakbeweging meende, dat zulke manipulaties niet mogelijk mogen zijn en dat de directies ingeval van wat een ongebruikelijk hoog dividend schijnt, bereid moeten zijn de redenen hiervan aan hun arbeiders te verklaren. Bij de besprekingen bleek, dat er in deze kringen vooral ook vrees bestond voor het uitkeren van vermogen in plaats van winst als dividend en in de tweede plaats, doch meer als een theoretisch bezwaar, voor het uitgeven van aandelen beneden de werkelijke waarde. Het bezwaar van de mogelijkheid van dividendbetaling anders dan uit de winst, wordt in de voorstellen der Commissie gedeeltelijk ondervangen. Met betrekking tot de mogelijke mate van misleiding van de gewone beleggers ten aanzien van de winstcapaciteit der ondernemingen met behulp van de beide vormen van aandelen merkt de meerderheid der Commissie op, dat niet de vorm van het aandelenkapitaal hierop invloed heeft, doch dat de winst op de verlies- & winstrekening wordt geconstateerd en dat veeleer het aandeel met nominale waarde en het uitdrukken van het dividend in een percentage hiervan een onjuiste indruk geven.

Tegenover het betoog van de vakbeweging stelt de meerderheid der Commissie, dat in de Verenigde Staten het stelsel der aandelen zonder nominale waarde noch de arbeiders noch de vakbondbestuurders in verwarring heeft gebracht en dat het, indien het eenmaal wordt begrepen, de beoordeling van balansen vereenvoudigt en veel misverstand en

wanbegrip, welke voor werkgevers, arbeiders en de gemeenschap zo onwenselijk zijn, zal voorkomen.

De aanbeveling van deze meerderheid behelst dan het wettelijk openstellen van de mogelijkheid tot creatie van aandelen zonder nominale waarde onder bepaalde voorwaarden. Deze zijn:

1. ter bescherming van het belang der beleggers en het algemeen belang dient de volle opbrengst van emissies op „Kapitaalrekening” te worden geboekt onder aftrek van de voorbereidingskosten, commissies en de emissiekosten zelf. De „stated capital account” vermeldt dus de netto-opbrengst; een overzicht van de in aftrek gebrachte kosten dient bij de twee eerstvolgende balansen na de emissie te worden opgenomen. Uit het op de „stated capital account” geboekte vermogen mogen geen uitkeringen als winst geschieden; het dient te worden behandeld als het tegenwoordige gestorte aandelenvermogen.

In de Verenigde Staten kennen de wetgevingen der staten globaal drie stelsels: a dat waarbij de statuten het vermogen der vennootschap moeten vermelden met tevens een zeker minimum per uitgegeven aandeel zonder nominale waarde; in dit geval mag elke meeropbrengst der emissie als verdeelbaar surplus worden behandeld; b dat, waarbij de wet voorschrijft, dat de opbrengst van een emissie van aandelen zonder nominale waarde in principe als „Kapitaal” dient te worden beschouwd en dus in het geheel niet (bv. staat New York) of voor ten hoogste 25% (bv. Wisconsin) als verdeelbare reserve kan worden behandeld; de regeling van Wisconsin geldt ook sedert 1934 volgens de Dominion Law (Canada Companies Act) in Canada; c dat, waarbij in de statuten slechts het aantal aandelen zonder nominale waarde behoeft te worden vermeld en de vennootschap vrij blijft in de verdeling over kapitaal en verdeelbare reserve. De Britse Commissie heeft dus het stringente stelsel b gekozen.

2. Vennootschappen kunnen — ook indien zij aandelen met nominale waarde hebben — het stelsel van aandelen zonder nominale waarde kiezen; het blijft een vrij alternatief maar uitsluitend voor het gewone aandelenkapitaal¹⁾ en dan zelfs indien dit niet-volgestort is; de niet-volstorting moet in dit geval echter duidelijk op het aandeel, in de balansen en andere documenten worden vermeld. Voor gewone aandelen kan echter slechts één stelsel worden toegepast.
3. De overgang van stelsel kan alleen geschieden bij besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders en, indien er meer categorieën aandeelhouders zijn, alleen maar na goedkeuring door elke categorie. Indien van aandelen met op aandelen zonder nominale waarde wordt overgegaan moet tevens de gehele agioreserve (ook die op preferente aandelen verkregen) op „Kapitaalrekening” worden geboekt.
4. De emissiekoers, resp. de tegenprestatie voor aandelen zonder nominale waarde, het vaststellen van een voorkeursrecht en het recht van optie kunnen, evenals thans, aan het beleid van de directies worden overgelaten, resp. in de statuten worden geregeld. Naar de mening van de meerderheid der Commissie kan hier meer worden bereikt

¹⁾ Hoewel de meerderheid der Commissie in principe geen bezwaar ziet om ook preferente aandelen zonder nominale waarde uit te geven, meent zij anderzijds, dat een vast dividend en een terugbetaling van een vaste som bij liquidatie, in strijd zijn met de conceptie van aandelen zonder nominale waarde en houdt zij hier vast aan het bestaande stelsel.

door de besturen der effectenbeurzen dan via de wet. De meerderheid blijkt hier sterk onder de indruk te zijn gekomen van de verklaring van de President van de New Yorkse effectenbeurs, dat deze een belangrijke invloed heeft op het handelen der directies; hier wordt o.a. geëist, dat de beurs moet worden ingelicht over het bedrag, dat als kosten ten laste van kapitaal zal worden gebracht; indien de beurs dit nodig acht, moeten deze kosten ter goedkeuring aan de algemene vergadering van aandeelhouders worden voorgelegd.

5. Splitsing van aandelen zonder nominale waarde behoeft de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders.
6. Bijboeking van winsten en reserves op „stated capital account”, al dan niet gekoppeld aan een uitgifte van aandelen in de vorm van stock-dividend, is geoorloofd mits na goedkeuring door de algemene vergadering van aandeelhouders. De aldus overgeboekte bedragen kunnen dan niet meer als dividend worden gedeclareerd; uitkering van bonusaandelen moet gepaard gaan met een bijboeking op „stated capital account”.

Hier wijken de voorstellen dus af van de regeling in Canada, waar een bijboeking op „Kapitaalrekening” gepaard moet gaan met een uitkering van aandelen.

7. Aan de uitgifte van verdere aandelen behoeft ten aanzien van de emissiekoers naar beneden geen grens te worden gesteld. Hier wordt dus afgeweken van het Belgische stelsel, waarbij de Commission bancaire geen emissie toestaat tegen een prijs welke ligt beneden de gemiddelde boekwaarde van de reeds uitstaande aandelen, zodat de algemene vergadering van aandeelhouders in voorkomende gevallen eerst deze gemiddelde boekwaarde moet corrigeren door een afschrijving op „kapitaal”.
8. Gezien de morele standing kan het stelsel ook worden toegestaan voor niet-officieel genoteerde fondsen.

De minderheidsnota

Beard — vertegenwoordiger der vakbeweging in de commissie — meent in zijn minderheidsnota, dat de meerderheid zich te veel heeft laten leiden door de technische aspecten en te weinig rekening heeft gehouden met het algemeen belang. Hij stelt, dat, indien het waar is dat beide aandeelvormen identiek zijn — hetgeen hij mede onderschrijft — dan bezwaarlijk valt in te zien welke speciale kwaliteiten het aandeel zonder nominale waarde heeft. Integendeel kan worden gesteld, dat het aandeel met nominale waarde de constante relatie tussen het bezit van een belegger en het totale „kapitaal” der onderneming betrouwbaar weergeeft, omdat de vaste nominale waarde een houvast geeft. Bij de voortdurend fluctuerende marktwaarde van het aandeel zonder nominale waarde ontbreekt dit. Bovendien geeft ook het aandeel zonder nominale waarde het reële „kapitaal” niet juist weer.

Hij stelt vervolgens, dat het op zijn zachtst uitgedrukt verwonderlijk mag heten, dat beleggers in de regel geen kennis zouden dragen van het verschil tussen het werkelijke en het nominale „kapitaal” van een vennootschap of tussen dividend en opbrengst van een gewoon aandeel en dat moeilijk valt in te zien hoe deze beleggers dan zouden kunnen worden geholpen door de mogelijkheid van een nieuw systeem naast het bestaande. Integendeel meent hij, dat de verwarring slechts groter zal worden en tevens — met de London Chamber of Commerce — dat de gewone

belegger in de nieuwe vorm geen vertrouwen zal hebben. Slechts enkele beleggers en speculanten van beroep zouden erom vragen. Dit in tegenstelling tot de meerderheid, welke van oordeel is, dat, behoudens enkele uitzonderingen, het systeem in Groot-Brittannië algemeen zou worden toegejuicht.

De praktijk van de financiële pers om het dividend in percenten te blijven uitdrukken bewijst, volgens Beard, de wenselijkheid van dit systeem, terwijl het tegenwoordige stelsel van aandelen met nominale waarde op zichzelf voldoende flexibel is om zich aan de ontwikkeling aan te passen.

Uitvoerig gaat de minderheidsnota in op de argumentatie van de vakbeweging en vooral poogt zij inhoud te geven aan het begrip excessief.

Een onderzoek, dat Beard heeft doen instellen, heeft aangetoond, dat na de afschaffing van de heffing bij bonus-uitgiften in April 1949, van 100 van de belangrijkste ondernemingen er 62 een groter bedrag aan totaal dividend uitkeerden (soms meer dan het dubbele) in het jaar volgende op de bonus-uitgifte en 80 in het daarop volgende jaar, terwijl bij 41 een progressieve verhoging in beide jaren valt te constateren. Bij 100 willekeurig gekozen „contrôle”-ondernemingen waren deze cijfers resp. 18, 41 en 6.

Beard wijst voorts op het feit, dat na de bonus-uitgifte de koersstijging der aandelen vaak veel groter is dan overeenkomt met hun gemakkelijker verhandelbaarheid.

Het grote bezwaar van de minderheidsnota gaat tegen de gemakkelijke splitsing der aandelen; zij meent, dat daardoor dividendverhogingen kunnen worden gemaskeerd, waardoor gerechtvaardigde kritiek evenals eisen tot loonsverhoging kunnen worden vermeden. Juist op het gevaar dat terecht of ten onrechte bij de arbeiders achterdocht zal ontstaan — hetgeen de vakbeweging, aldus Beard, het best kan beoordelen — wordt sterk de nadruk gelegd, in het bijzonder ook in verband met de relaties tussen ondernemers en arbeiders.

Tenslotte wordt gewezen op de mogelijkheid, welke hier voor minder oirbare praktijken door minder gewetensvolle lieden wordt geopend. Hierbij wordt dadelijk aangetekend, dat ongetwijfeld deze vraagstukken aan de meeste directies veilig kunnen worden overgelaten, echter moet wel worden bedacht, dat de theoretische controle van aandeelhouders over de directies in werkelijkheid maar illusoir is.

Beoordeling van het rapport

Het meerderheidsrapport redeneert in sterke mate toe naar de gewenste conclusie zonder kritische analyse, uitgaande van de gedachte, dat er iets fout is bij de aandelen met nominale waarde en dus de mogelijkheid moet worden geopend daarvoor iets anders in de plaats te stellen. Daaraan dient echter dadelijk te worden toegevoegd, dat dit andere — de voor Britse vennootschappen nieuwe vorm van het aandeel zonder nominale waarde — met zo goed mogelijke garanties wordt omringd. De minderheidsnota stelt de tegenargumenten scherp in het licht, eveneens zonder een analyse van het vraagstuk.

Het vraagstuk

De beide in dit rapport gegeven beschouwingen bevatten tal van belangrijke facetten van het vraagstuk, hetgeen begrijpelijk is, omdat de commissie de belangrijkste Amerikaanse, Canadese en Britse literatuur

op dit gebied blijkt te hebben geraadpleegd. Aan de hand van de betogen kan het probleem dan ook zeker worden geanalyseerd. Daarbij dienen dan een aantal vraagstukken in de beschouwing te worden betrokken, welke als volgt kunnen worden samengevat:

1. wijze van uitdrukken van prijs;
2. grotere flexibiliteit en haar gevolgen;
3. vermogensverkrijging;
4. het aandeelhouders- en algemeen belang.

Het karakter der aandelen

Het aandeel met nominale waarde is een aandeel, waarop tot uitdrukking is gebracht het bedrag waarvoor in het nominale aandelenvermogen is deelgenomen, hier te lande meestal in ronde bedragen van f 1.000.—, f 500.—, f 250.—, of f 100.—. Door deling van dit bedrag op het totale nominale aandelenvermogen wordt de betekenis van het part bekend. De koersnotering is in percenten van het op het aandeel tot uiting gebrachte bedrag.

Het aandeel zonder nominale waarde is, voor zover geen andere rechten ¹⁾ bestaan, simpel een evenredig part in het totale eigen vermogen; op de balans wordt een bepaald aandelenvermogen gefixeerd, al dan niet gekoppeld aan een bepaalde waarde per aandeel. De notering geschiedt hier in een bepaalde prijs voor het aandeel, zonder associatie met deze waarde.

Het is ongetwijfeld juist, dat aandelen met en aandelen zonder vermelding van een nominale waarde in wezen identiek zijn; beide geven weer de gerechtigdheid tot een bepaald part — afhankelijk van het aantal — van de winsten en in geval van liquidatie van het voordelig verschil tussen activa en passiva der vennootschap, rekening houdende met de rechten van anderen (houders van preferente aandelen, winstbewijzen enz.). Deze laatste betekenis krijgt het aandeel alleen bij liquidatie en dan zal deze waarde, behoudens in een enkel uitzonderingsgeval, neerkomen op een bedrag, dat beneden het aanvankelijk gestorte vermogen ligt. Immers, zodra een vennootschap voor de noodzaak van afwikkeling der zaken staat, zal in de meeste gevallen — uitzonderingen als bv. nationalisaties of vrijwillige liquidaties daargelaten — het eigen vermogen sterk zijn aangetast en zal de liquidatie een voor aandeelhouders teleurstellend verloop hebben, zelfs al zal jaren lang het totale eigen vermogen het nominale aandelenvermogen belangrijk hebben overtroffen. Het karakter der aandelen is dus feitelijk gelegen in de aanspraak op een evenredig gedeelte der (tot uitdeling komende) winsten, alsmede de eventuele aanspraak op deelneming bij verdere vermogensaantrekking; dividend, bonus en claim zijn dus factoren, ten aanzien waarvan tijdens de bedrijfsuitoefening door de vennootschap het aandeel recht op een evenredig gedeelte geeft.

I Wijze van uitdrukken van prijs

Bij beide categorieën geeft in normale gevallen het aandeel dus een aanspraak op de winst en incidenteel op het voorrecht deel te nemen in nieuwe emissies. Het spreekt zodoende welhaast vanzelf, dat bij de prijsvorming, alweer behoudens in uitzonderingsgevallen, deze factoren beslissend zijn. Het zijn derhalve, naast de resultaten in de voorafgaande

¹⁾ bv. preferente aandelen, winstbewijzen e.d.

jaren, de vooruitzichten gesteld tegen de achtergrond van de ontwikkeling van conjunctuur en rentevoet, welke op de markt prijsbepalend zijn. Uiteraard zal hier ook de financiële positie van betekenis kunnen zijn, doch een vennootschap, welke bij voortduring haar gehele netto-winst zou bestemmen voor financiering van het bedrijf, zou ondanks de hoge intrinsieke waarde op de duur een koers voor haar aandelen zien, welke de teleurstelling van de aandeelhouders, resp. de aspirant-aandeelhouders duidelijk tot uiting zou brengen.

Alleen bij sterk incurante aandelen — besloten N.V.'s bv. — wordt de prijs der aandelen wel gebaseerd op de intrinsieke waarde (vgl. de praktijk voor de vermogensbelasting), doch dan wordt een theoretische waarde vastgesteld en zal moeten worden afgewacht of deze bij verkoop met de marktwaarde overeenkomt. Dit geval blijft verder buiten beschouwing; de vaststelling kan voor beide soorten aandelen op dezelfde wijze geschieden, waarbij alleen de vorm verschilt: bij een aandeel met nominale waarde is de vaststelling in een percentage, bij die zonder nominale waarde of met een zeer kleine (bv. f 1,—) in een bepaald bedrag het eenvoudigst.

Hoe is nu de verhouding van beide categorieën van aandelen tegenover de gestelde problematiek?

Het aandeel zonder nominale waarde legt hier in zijn prijsvorming, welke als een bepaald bedrag per aandeel of per een aantal aandelen geschiedt, geen enkel direct verband; indirect valt het wel vast te stellen, doch dit kost rekenwerk. Men kan nl. wel het part van het aandeel in het totale aandelenvermogen, eventueel rekening houdende met de reserves, berekenen en nagaan hoe de marktnotering tegenover dit bedrag staat.

Het aandeel met nominale waarde legt wel een verband: evenals de prijs wordt ook het dividend in een percentage uitgedrukt en dan dus in een percentage van de nominale waarde, dus van het nominale aandelenvermogen. Noodzakelijk is dit geenszins, doch het is de algemeen gevolgde weg ¹⁾.

Nominale waarde en procentuering ficties?

Hier nu liggen de grote bezwaren tegen het aandeel met nominale waarde: het bestaan van of de eenvoudige mogelijkheid tot procentuering, waarbij koers en dividend tot dezelfde noemer van het — als fictief gestelde — nominale bedrag worden herleid. Hiertegenover wordt gesteld: 1e dat deze nominale waarde niet identiek is met een evenredig gedeelte van het totale eigen vermogen; 2e dat, indien er geen betrouwbaar verband bestaat tussen nominaal bedrag en totaal eigen vermogen, een dividendpercentage dus ook geen reëel inzicht geeft in de werkelijke winstcapaciteit; 3e dat, mitsdien dergelijke koers- en dividendvaststellingen misleidend zijn en bovendien aanleiding geven tot beleidsfouten.

Wat het eerste bezwaar betreft, het is juist dat de aandelen met nominale waarde in hun nominale waarde-aanduiding en hun marktwaarde niet identiek zijn met het evenredig gedeelte van het totale eigen vermogen. Doordat het aandeel in feite losgemaakt is van de deelneming in het nominale aandelenvermogen en is geworden tot een aanspraak op de (tot uitdeling komende) winst, welke zonder twijfel

¹⁾ Sinds kort zijn aan de Amsterdamse Effectenbeurs een categorie aandelen Koninklijke Olie in een vast bedrag eensgevend geld genoteerd; ook het dividend zal hier vermoedelijk in een bedrag ineens worden gedeclareerd.

mede afhankelijk is van de totale investering, is de identiteit verloren. De prijs van het aandeel is geen weerspiegeling van de intrinsieke waarde, doch van de functie van vruchtdrager.

Daarmede treedt dan het tweede bezwaar naar voren, nl. dat er geen betrouwbaar verband tussen nominaal en totaal eigen vermogen bestaat. Toch ligt hier de problematiek niet zo eenvoudig als in de regel wordt gesteld. De winstcapaciteit zelve is niet uitsluitend, hoogstens mede afhankelijk van de intrinsieke waarde, omdat deze winstcapaciteit, zoals zij in de winst der N.V. tot uiting komt, uit meer componenten bestaat: de vermogensrente en de ondernemerspremie eventueel vermeerderd met een deel van het ondernemersloon, voor zover dit laatste althans niet aan directie en commissarissen wordt betaald; de laatste blijft hier verder buiten beschouwing.

Naarmate nu het eigen vermogen groter is dan het nominale aandelenvermogen, zal ook de vermogensrente, en dus de winst, groter zijn en het dividend hoger kunnen worden. Indien de effectenmarkt dezelfde rentevoet zou calculeren als het bedrijf — hetgeen in feite niet geschiedt — zou dus de beurskoers inderdaad, voor zover het de rentefactor betreft en deze volledig tot uitdeling zou komen, weerspiegelen de totale investering, gecorrigeerd met het plus of minus der ondernemerspremie. Voor een lopende zaak zou dan deze koersvaststelling in percenten van het nominaal aandelenvermogen in het geheel niet zo gek zijn als men veelal stelt. Immers, dan zou er in principe wel degelijk een — zij het gecorrigeerd — verband bestaan tussen de totale investering en de prijs van het aandeel met nominale waarde en dan zou zelfs niet alleen het op de balans tot uiting gebrachte, doch ook het in geheime reserves geïncorporeerde vermogen in de prijsbepaling meespelen.

Echter, de effectenmarkt ziet de winstcapaciteit, dus rentefactor en ondernemerspremie, als één geheel en slaat de kansen van het ondernemen in hun geheel aan, waarbij zij ervan uitgaat, dat een bepaald minimum aan winst moet worden verkregen om het ondernemen in een bepaalde sector aantrekkelijk te maken ten opzichte van de alternatieven. Dan spelen dus niet alleen de in het verleden behaalde winsten, doch ook de verwachtingen voor de toekomst een belangrijke rol en dan zijn het bovendien nog niet de behaalde winsten en de winstverwachtingen, doch de winstuiteringen, dus de dividenden en de bonusuitkeringen.

Zou de totale winst steeds tot uitdeling komen — waarbij dus een gedeelte van de ondernemerspremie aan tantiëmisten komt — dan zou er inderdaad een verband bestaan tussen de totale investering, welke via de rente de winst beïnvloedt, en de prijs voor het aandeel, zij het dat dit niet door kapitalisatie van de rentefactor, doch op grond van een ander basispercentage zou worden gelegd. Deze wijze van koersvaststelling is in principe dus niet zo irreal als men stelt, vooral ook omdat het totale geïnvesteerde vermogen in een lopend bedrijf slechts een factor is voor zover het bijdraagt tot de kansen, welke in het ondernemen zijn gelegen.

De uitdrukking van deze kansen in een percentage is op zichzelf dus niet zo misleidend, zou op zichzelf uiteraard beter worden benaderd, indien het nominaal aandelenvermogen grotere overeenstemming met het totale geïnvesteerde vermogen zou hebben. Volledige overeenstemming is niet mogelijk, enerzijds omdat als regel niet de werkelijk gemaakte winst in de jaarstukken wordt geconstateerd resp. tot uitdeling komt, anderzijds omdat de kapitalisatiefactor een andere (nl. hogere)

is dan die welke op grond van de zuivere rentefactor zou dienen te worden gebezigd. Bij een volledige overeenstemming tussen nominaal aandelenvermogen en totale investering zouden dan dus de aandelen beneden pari noteren.

Een grotere overeenstemming zou echter ongetwijfeld mogelijk zijn door toevoeging van een gedeelte der reserves aan het nominale aandelenvermogen onder uitgifte van aandelen. Echter dient dan wel te worden bedacht, dat deze reserves gedeeltelijk een ander karakter hebben dan het nominale aandelenvermogen; zij hebben dan of bepaalde bestemmingen — en komen dan gedeeltelijk niet tot overheveling onder uitgifte van aandelen in aanmerking, bv. reserves in verband met een daling van de algemene koopkracht — of zijn bedoeld als buffers om tegenslagen op te vangen. Van deze buffers nu, gevormd in goede tijden om de magere jaren aanstonds door te komen, kan zelfs worden gesteld, dat zij verstandige winstverhoudingen zijn om de onverbreekelijk met de hoogconjunctuur samenhangende depressie — conjunctureel of zelfs structureel — tegemoet te gaan. In de eigenlijke reserves ligt dus drieërlei karakter: 1e geconsolideerde koopkracht; 2e correctie van het nominale aandelenvermogen in verband met een gedaalde algemene koopkracht van het geld; 3e intacthouden van het stamvermogen in het kader van de conjuncturele of structurele ontwikkeling. Alleen voor zover men overtuigd is van een vermogensconsolidatie zou hier dus toevoeging aan het aandelenvermogen onder uitgifte van aandelen geoorloofd zijn, rekening houdende met een inmiddels ingetreden vermindering der geldswaarde. In de beide andere gevallen kan hiervan geen sprake zijn; de reserves met het onder ten 2e genoemde karakter hebben ten doel de aanvankelijk verstrekte koopkracht intact te houden, dus kunnen nooit leiden tot het uitgeven van aandelen, hoogstens tot bijboeking op de nominale waarde, de onder ten 3e genoemde categorie reserves hebben naar hun aard slechts een tijdelijk karakter. Beide dragen echter wel bij tot de verdiende rente voor zover zij in het bedrijf worden aangewend, resp. rentegevend zijn belegd, evenals trouwens de eerste categorie.

Wijze van uitdrukken van dividend

Doordat het dividend als uitgekeerde winst mede verband houdt met de over het totale eigen vermogen verdiende rente, kan het bij een grote afwijking tussen nominaal aandelenvermogen en totale eigen vermogen een onjuiste indruk wekken omtrent de rendabiliteit van dit totale eigen vermogen. Ook de grootte van de ondernemerspremie wordt veelal beïnvloed door het geïnvesteerde vermogen en ook hier ontstaat dus bij een grote afwijking een onjuiste indruk tengevolge van het in percenten van het nominale aandelenvermogen gedeclareerde dividend. Een dividend kan inderdaad hoog en zelfs zeer hoog in percenten van het nominale aandelenvermogen zijn, terwijl bij analyse van de jaarcijfers dan kan blijken, dat in de geconstateerde winst zelfs niet de vermogensrente op basis van de algemene rentevoet is verdiend. Toch ligt ook hieraan, zoals nog zal blijken, een realiteit ten grondslag.

Aandeel zonder nominale waarde

Dit aandeel geeft een prijs in een bepaald bedrag; de prijsvorming is bewust losgemaakt van het nominale aandelenvermogen en in de prijs komt dan ook geen enkel verband hiermede, noch ook met het

totale eigen vermogen als zodanig, tot uiting. Als zelfstandige vruchtdrager bedingt dit aandeel een prijs, waarvoor de reeds genoemde factoren de basis zijn. Het dividend wordt eveneens als bedrag gedeclareerd. Tussen prijs en dividend bestaat, zoals reeds geconstateerd, een verband.

Hier nu heeft men een middel om het dividend tot een onopvallende uitkering terug te brengen door een steeds verdergaande splitsing van de aandelen; daarmee wordt dus tevens de prijs van het aandeel laag gehouden. Niet dat op deze wijze een juister beeld van de „innerlijke” mérites van het aandeel wordt verkregen; door het losmaken van het aandeel van een nominaal bedrag of de fixering van een kleine nominale waarde heeft men feitelijk elke band met de „intrinsieke” waarde doelbewust doorgesneden en het aandeel — evenals het onroerend goed — het beeld van de zelfstandige vruchtdrager met een gekapitaliseerde waarde gegeven.

Op de vraag of deze techniek in wezen juist is, kom ik hierna nog terug.

Invloed op het beleid

Onder beleid wordt hier verstaan zowel het beleid van het bestuur der onderneming als dat van de overheid. Verwayen¹⁾ wijst erop dat het binden van het aandeel aan het nominaal aandelenvermogen in plaats van aan het totale vermogen, tot een bepaald, z.i. minder gelukkig beleid kan voeren. Een voorbeeld daarvan, wat de overheid betreft, is bv. de dividendstop, waarbij de uitkering van dividend zonder in de heffing van superdividendbelasting te vallen, werd beperkt tot 6% van het gestorte aandelenvermogen vermeerderd met twee procent van het totale eigen vermogen. Hierbij werd dus, bij een grotere afwijking tussen beide, niet toegestaan om de vermogensrente vrij van superdividendbelasting uit te keren.²⁾ Ook het vraagstuk van het uitsluitend vrijstellen voor de vennootschapsbelasting van een rentepercentage op het nominaal aandelenvermogen (het primair dividend) is hiervan een aanwijzing. In beide gevallen wordt als investering beschouwd het nominale aandelenvermogen en niet het totale eigen vermogen.

Het bestuur van de vennootschappen heeft vaak ook de neiging om het nominaal aandelenvermogen tot basis van het dividendbeleid te nemen. Er wordt dan een „billijk” of „redelijk” dividend vastgesteld en eventueel een dividendreserve gevormd, welke de suggestie wekt van een stabilisatie van het dividend op een redelijk geacht niveau. De billijkheid wordt dan veelal gebaseerd op een vergelijking met de obligatierente, waarbij in wezen dus wordt vergeten, dat hier feitelijk onvergelykbare grootheden in het geding zijn en dat bovendien de investering voor het aandeel niet is het nominaal bedrag — zoals bij de obligatie — maar een part in het totale eigen vermogen. Echter, ook de aandeelhouder zelf maakt hier dezelfde fout; maar al te vaak wordt het bestuursbeleid afgewogen naar het dividendpercentage en dus eveneens gebaseerd op de nominale waarde van het aandeel.

Het bestaan van aandelen met nominale waarde vergemakkelijkt een dergelijk beleid als hierboven geschetst ongetwijfeld; echter dient te worden bedacht, dat ook in het geval van aandelen zonder nominale

¹⁾ J. E. Verwayen „Aandelen zonder nominale waarde” in De Zakenwereld van 10 Januari 1953.

²⁾ Dit was nl. bij een rentestand van $3\frac{1}{2}\%$ het geval indien het totale vermogen meer dan het viervoud van het nominale aandelenvermogen was.

waarde eenzelfde politiek mogelijk is. Ook dan kan de fiscus aan het dividend een plafond stellen — zij het met behulp van een iets andere techniek — en ook dan kan het bestuur der vennootschap redelijkheids-motieven laten meespelen, resp. overheersen bij de dividenddeclaratie.

Wel echter behoeft dan dit bestuur zich niet meer te laten leiden door de vrees, dat een ogenschijnlijk hoog dividend bepaalde repercussies zal geven, omdat het dividend tot een onopvallend bedrag kan worden teruggebracht door een splitsing van de aandelen.

Met nominale waarde doch zonder procentuering mogelijk

De binding van koers en dividend aan de nominale waarde, dus aan het nominale aandelenvermogen, is hier te lande uitermate sterk. In België bv. worden ook waar het aandelen met nominale waarde betreft, koers en dividend in eensgevend geld uitgedrukt ¹⁾; het is echter de vraag of dit in ons land ingang zou vinden of dat dan toch weer de associatie met percentages zou worden gevormd. Zou deze mogelijkheid — en dan zowel bij aandeelhouders en bestuur der vennootschap als bij de financiële pers — bestaan, dan zou dit eveneens een losmaken van de relatie met het nominale aandelenvermogen brengen. De mogelijkheid op zichzelf bestaat, het is alleen de vraag hoe lang het zou duren voordat de oude associatie tot het verleden zou behoren. Temeer omdat deze associatie op zichzelf niet alleen bewijst, dat dit niet een blinde voorkeur is, maar omdat — en dit geldt dus tegen de motivering van de meerderheid der Britse commissie — deze toch wel een reële grond heeft, op welke ik onder punt IV nog uitvoerig terugkom.

Te onzent worden op de effectenmarkt ook wel prijzen uitgedrukt in eensgevend geld; gedacht wordt, naast aan buitenlandse effecten, bv. aan een categorie aandelen Koninklijke en aan de winst- en oprichtersbewijzen, welke inderdaad zonder nominale waarde zijn — ook al zijn zij tegen een bepaald bedrag aflosbaar — en dus niet anders dan een aandeel in een bepaald gedeelte van de winst vertegenwoordigen.

Indien deze praktijk eenmaal zou zijn ingeburgerd, dan zouden ook hier splitsingen van het aandeel tot ogenschijnlijk andere verhoudingen kunnen leiden.

II Grotere flexibiliteit en haar gevolgen

Hiermede kom ik op een ander vraagstuk, de grotere flexibiliteit van het aandeel zonder nominale waarde en haar gevolgen. Aandelen zonder nominale waarde geven de mogelijkheid elk aandeel steeds verder te splitsen. Op zichzelf betekent een voortgezette splitsing geen aantasting van de oorspronkelijk geïnvesteerde koopkracht. Immers, de splitsing wil niet anders zeggen dan dat de aandeelhouder in plaats van zijn oorspronkelijk part twee of meer parten krijgt, welke tezamen hetzelfde recht geven. Wat dit recht in feite vertegenwoordigt, kan men slechts zien, indien men het aantal parten kent.

Aldus kan de aandeelhouder een gedeelte van zijn aanspraken overdragen — de mate van overdracht hangt af van het aantal parten dat in één post kan worden verhandeld — en zodoende wordt dus de vrijheid van handelen voor de aandeelhouder ten aanzien van zijn investering, bv. gedeeltelijke verkoop, vergroot.

Splitsing van aandelen leidt ertoe, dat het per part betaalde dividend

¹⁾ J. E. Verwayen t.a.p.

in dezelfde mate wordt verkleind, omdat dit in eensgevend geld wordt vastgesteld. Betekent de splitsing voor de aandeelhouder een grotere vrijheid van handelen, voor de onderneming betekent het, dat men het opvallende van al dan niet ogenschijnlijk hoge dividenden kan wegnemen. Een dividend van bv. f 10.— zegt op zichzelf niets; het krijgt pas betekenis indien het tegen een achtergrond kan worden gesteld. De prijs van het aandeel is zulk een achtergrond niet, omdat hij in belangrijke mate juist door het dividend wordt bepaald.

Door het aandeel zonder nominale waarde kan men dus aan de dividenddeclaratie eventueel het opvallende van de grootte ontnemen; ook het winstbedrag op zichzelf zegt niets.

Splitsing van de aandelen betekent daardoor tevens, dat de prijs per part lager wordt, zodat dan ook spaarders met bescheidener koopkracht voor de effectenmarkt, tot aankoop kunnen overgaan; het leidt dus tot verbreding van de markt en grotere courantheid van het aandeel, hetgeen in het algemeen de prijsvorming ten goede zal komen.

Op zichzelf zijn dit ongetwijfeld voordelen, echter onder de mits, dat inderdaad de oorspronkelijk geïnvesteerde koopkracht niet wordt aangetast. Nu blijkt uit de wijze van regeling in de Amerikaanse wetgeving, dat zulks wel degelijk mogelijk is en wel op drie wijzen.

In de eerste plaats doordat een kleinere of een grote mate van vrijheid voor de besturen der vennootschappen blijkt te bestaan met betrekking tot de verdeling van het door emissies verkregen vermogen over aandelenvermogen („capital”) en reserves („surplus”), waarbij ten aanzien van deze reserves vrijheid tot uitdeling als winst bestaat. Dit zijn uiterst gevaarlijke vrijheden, omdat daardoor een investering tot uitdeling kan worden gebracht en dar. door de aandeelhouder als inkomen wordt beschouwd. De Britse meerderheidsvoorstellen wensen dit dan ook te voorkomen.

In de tweede plaats doordat de voorbereidings- en emissiekosten ten laste van het aandelenvermogen kunnen worden gebracht. Dit betekent, dat dus in wezen kosten van het bijeenbrengen van het vermogen niet uit het latere inkomen worden gedelgd, maar al dadelijk de aanvankelijke investering aantasten. Ook het Britse meerderheidsvoorstel staat dit toe. Hoewel op zichzelf in de regel niet van groot belang is het toch goed hierop even te wijzen.

In de derde plaats kan echter de oorspronkelijke koopkracht aan de investering worden ontnomen. Immers, het is soms geoorloofd om tegen de reserves bonus-aandelen uit te geven, zonder dat gelijktijdig een overboeking van reserves naar aandelenvermogen plaats vindt. De Britse meerderheidsvoorstellen wensen dit te voorkomen. Zij stellen bovendien dat, zulks in tegenstelling tot de Canadese regeling, bijboeking van reserves en winsten op aandelenvermogen niet gepaard behoeft te gaan met verstrekking van aandelen. Dit is van belang in geval van een dalende koopkracht van het geld, omdat op deze wijze dan de oorspronkelijk geïnvesteerde koopkracht intact kan worden gehouden.

Door deze mogelijkheden wordt de gelegenheid tot verwatering der aandelen geopend en, tenzij uitgifte van aandelen — zoals in de Britse voorstellen der meerderheid geschiedt — steeds gebonden blijft aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders, kan zulks zonder publiciteit, behoudens de beperkte van het beursbestuur omtrent de opneming in de notering, geschieden.

Op dit gebied van splitsing en verdere uitgiften liggen de mogelijk-

heden van het aandeel zonder nominale waarde, welke dat met een nominale waarde niet heeft. Splitsing van dit laatste betekent steeds weer, dat het bedrag aan een nominale waarde blijft gebonden en dat het dividend dus in een percentage wordt uitgedrukt, tenzij tot een andere noterings- en declaratiewaarde wordt overgegaan. Overboeking van reserves naar aandelenvermogen dient bij aandelen met nominale waarde noodzakelijkerwijze gepaard te gaan met uitgifte of bijstempling van aandelen.

De mogelijkheid tot splitsing van aandelen kan fusies e.d. vergemakkelijken omdat hier op eenvoudige wijze een basis voor omruil kan worden gevonden.

III *Vermogensverkrijging*

Door het niet-gebonden zijn aan een nominale waarde geeft het aandeel zonder nominale waarde in principe de mogelijkheid om ook aandelen te emitteren, indien de vooruitzichten niet gunstig zijn. Het aandeel met nominale waarde maakt zodra het beneden pari noteert verdere emissies van deze categorie aandelen onmogelijk; dat zonder nominale waarde kent geen pari en bij verdere emissies blijft men dus vrij. Dit behoudens in die gevallen, waarin — zoals in de Belgische regeling — verdere emissies gebonden zijn aan de gemiddelde waarde, welke de uitstaande aandelen blijkens het aandelenvermogen hebben of anders slechts aan een herziening van, dus afboeking op dit laatste door de algemene vergadering van aandeelhouders. Deze Belgische regeling kan op zichzelf een bezwaar zijn: na enige emissies in gunstige tijden zou een hoge rekeneenheid voor het aandeel ontstaan met als gevolg een afboeking ten behoeve van emissie in minder gunstige tijden en dus een verkeerde indruk naar buiten.

Het blijft een open vraag of een emissie van aandelen zonder nominale waarde mogelijk zou zijn onder omstandigheden waaronder aandelen met een nominale waarde beneden pari zouden noteren. De prijs dezer aandelen ligt dan ook laag, maar bovendien zou in het prospectus opening van zaken over het totale eigen vermogen en zijn rendabiliteit moeten worden gegeven alsmede een verklaring voor de vermogensbehoefte en in het algemeen zal dan een aandeelhouder-in-spé alleen maar bereid zijn geld te investeren, indien hij daartegenover bijzondere voordelen zou genieten. Weliswaar kan men hier alsnog via een claimrecht pogen tot inschrijving te bewegen, maar het blijft — ook blijkens de ervaring voor zover mij bekend — een theoretische mogelijkheid, zolang de perspectieven niet voldoende aantrekkelijk zijn.

De beoordeling van de aantrekkelijkheid van een emissie is bij aandelen met nominale waarde eenvoudiger dan bij de andere categorie. De koers van de uitstaande aandelen en de emissiekoers van de nieuwe zijn vergelijkbare grootheden en de claimwaarde is gemakkelijk te berekenen. Bij de andere categorie zal men zich via de balanscijfers en het nodige rekenwerk eerst in de hele materie moeten inwerken en daarbij moeten nagaan welk dividend thans en in de toekomst — uitgaande van een gelijkblijvende of toenemende rendabiliteit der aandelen — kan worden verwacht. Dan dienen nl. twee kapitalisaties te worden berekend, doordat de noemer ongelijk is.

Zou het aandeel zonder nominale waarde een emissie mogelijk maken zonder extra aanspraken voor de nieuwe investeerder in gevallen waar-

in een aandeel met nominale waarde beneden pari zou noteren, dan zou dit m.i. in het algemeen veeleer tegen deze vorm zonder nominale waarde pleiten, omdat het alleen maar zou bewijzen, dat de investeerders zich — een enkel geval waarin het gemotiveerd zou zijn uitgezonderd — te lichtvaardig in een experiment zouden begeven.

IV Het aandeelhouders- en algemeen belang

De meer permanente aandeelhouder heeft tweeërlei belang bij zijn investering: 1e het intacthouden, zo mogelijk de vermeerdering van zijn geïnvesteerde koopkracht; 2e het met die koopkracht te verwerven inkomen en in verband hiermede de afweging van dit inkomen met dat uit alternatieve investeringen. De tijdelijke aandeelhouder heeft in het algemeen alleen belang bij prijsmutaties.

Terwijl voor de onderneming de vraag beslissend is of zij over voldoende vermogen beschikt om het productieproces te kunnen voeren, resp. het daartoe nodige vermogen kan verkrijgen en dit dus in het algemeen ook voor haar meebrengt de instandhouding, resp. vermeerdering van de verkregen koopkracht, kan hier toch onder omstandigheden het verkrijgen van nieuw vermogen onder prijsgeving van een gedeelte van het aanwezige prevaleren. Voor de aandeelhouder echter betekent de investering in een onderneming, dat hij weliswaar de goede en kwade kansen van het ondernemen aanvaardt, maar juist in verband hiermede verwacht, dat zijn oorspronkelijke koopkracht instandblijft, ervan uitgaande — terecht of ten onrechte — dat juist het investeren in aandelen bescherming biedt tegen vermindering van de koopkracht van het geld. In normale gevallen ligt hier dus een homogeen belang tussen aandeelhouders en onderneming. Indien incidenteel vermogen zou worden opgeofferd ten behoeve van het aantrekken van meer nieuw vermogen, zou daarmede op de duur door de versterking van haar positie de onderneming en dus de aandeelhouder zijn gebaat, zij het ook, dat voor hem de opoffering van oorspronkelijk geïnvesteerde koopkracht een misrekening zou zijn; deze zou echter geschieden om deze oorspronkelijke koopkracht op de duur weer te herstellen, resp. althans de resterende koopkracht zoveel mogelijk te versterken en met behulp van het nieuw aangetrokken vermogen weer tot rendabiliteit, resp. tot grotere rendabiliteit te brengen.

Het instandhouden van de oorspronkelijke koopkracht — belang van aandeelhouder en onderneming — betekent, dat alleen als dividend mag worden uitgekeerd wat werkelijk inkomen is, maar tevens dat tegenover schijnwinsten ook geen nieuwe aandelen mogen worden gecreëerd. Door de binding van het aandeel aan een nominale waarde en de oorspronkelijk geïnvesteerde koopkracht aan het nominaal aandelenvermogen wordt hier, behalve voor algemene waardevermindering van het geld, als minimumgrens een behoorlijke garantie geboden. Althans voor zover de investering à pari of beneden pari geschiedt. In alle andere gevallen is een bepaalde goodwill betaald en deze investering van koopkracht wordt niet door het nominaal aandelenvermogen gedekt. Men is zich hiervan echter zonder meer bewust doordat de koers boven pari noteert, resp. een prijs voor de claim is betaald. Is de prijs boven pari, dan betekent dit dat meer dan het nominale vermogen wordt verkregen en dus aan het stamvermogen dient te worden toegevoegd. In de regel wordt dit op een afzonderlijke rekening („agioreserve”) geboekt, doch desondanks als permanent vermogen beschouwd; uitdeling als dividend

is bedrijfseconomisch niet geoorloofd en zal betrekkelijk zelden voorkomen.

Bij aandelen zonder nominale waarde zijn in feite dezelfde garanties te creëren, doch is de aandeelhouder zich minder gemakkelijk bewust van het feit, dat hij een goodwill betaalt; de prijs geeft hier geen enkele aanwijzing.

Nu kan worden gesteld, dat iemand, die aandeelhouder wenst te worden zich maar bewust moet zijn van de prijs, welke hij hiervoor betaalt en van de mérites van de fondsen welke hij koopt. Dit is ongetwijfeld juist; alleen, het is, behalve voor grote beleggers, als regel niet de praktijk. Hier nu raken wij een punt van algemeen belang: aandelen met nominale waarde geven in de koersen een suggestie van duur of goedkoop, welke vaak in strijd met de werkelijkheid is, maar zij waarschuwen duidelijk — ook al door een eventuele koers beneden pari — en de kleine investeerder weet in elk geval welk veelvoud hij van de oorspronkelijke investering betaalt. Deze waarschuwing is op zichzelf als het ware een uitnodiging om de mérites der investering na te gaan. Bij aandelen zonder nominale waarde is het juist de bedoeling om het dividend en dus de prijs van het aandeel laag te houden en daarmee de aantrekkelijkheid van de aankoop zo ruim mogelijk te stellen.

Daartegenover kan niet worden gesteld, dat bij aandelen met nominale waarde de coupures in het algemeen te groot zijn; niets verzet er zich tegen om kleinere, desnoods kleine coupures te maken. In het laatste jaarverslag van de Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij wordt bv. geconstateerd, dat een der voorwaarden van verhandeling op de New York Stock Exchange is, dat de statuten zullen voorzien in de uitreiking van nieuwe aandelen op naam van een kleine nominale waarde. Onderaandelen van f 100.— bestaan hier reeds, zodat de waarde vermoedelijk nog kleiner zal worden ¹⁾).

Niets verzet er zich bovendien tegen — behalve de extra kosten — om tegen een bepaald nominaal bedrag aan aandelen via een administratiekantoor certificaten zonder nominale waarde uit te geven, indien men deze procedure zo wenselijk acht ²⁾).

Hierboven werd een teer punt aangeroerd: het feit, dat vooral kleine beleggers en een gedeelte van hun adviseurs zo weinig afweten van de werkelijke mérites van de fondsen en derhalve zo vaak op de schijn afgaan ³⁾. Daardoor krijgen zij aan de hand van de koers een indruk van duur of goedkoop, welke veelal in strijd is met de werkelijkheid. Dit zou dus op zichzelf een aanwijzing moeten zijn van de noodzaak om zich zoveel mogelijk gegevens te verschaffen, waarbij naast de verslagen ook bepaalde bewerkingen in de financiële pers een hulp zouden kunnen zijn. Zou men deze bronnen regelmatig raadplegen, dan zou men, althans voor zover het mogelijk is het inzicht te verbeteren (denk aan samentrekkingen in de balansen en resultatenrekeningen en aan de stille reserves), beter beslagen ten ijs komen.

Dan zou het ook niet zo belangrijk zijn of de aandelen met of zonder nominale waarde zouden zijn, mits in het laatste geval — zoals in de praktijk ook meestal geschiedt — in de jaarstukken het aantal aandelen wordt vermeld. Echter, het werken met aandelen zonder nominale waarde zou daarbij meer rekenwerk vereisen, wilde men de prijs, de

¹⁾ De grootte dezer aandelen blijkt f 50,— nominaal te zijn.

²⁾ vgl. mijn artikel in „Trouw” van 16 Juli 1953.

³⁾ vgl. ook J. C. Brezet „De huidige positie van het aandeel als beleggingsobject”, 1953.

rendabiliteit en het rendement stellen tegenover de gegevens der jaarstukken en vooral tegenover alternatieve beleggingen.

Hier nu ligt nog een belangrijk punt. Het is begrijpelijk, dat men, ten einde een juiste vergelijkingsbasis te vinden, het rendement van de verschillende beleggingen brengt onder eenzelfde noemer en het is dan ook logisch, dat men dit doet door procentuering. Met behulp van deze procentuering kunnen op een juiste basis vergelijkingen worden getroffen; elke andere wijze van stellen is nietszeggend, zolang niet een basis verkregen wordt voor vergelijkingen. Op zichzelf is dus de vaststelling van koers en dividend in procenten logisch; het bezwaar bestaat dan ook niet zozeer hiertegen als wel tegen het feit, dat als basis het nominale aandelenvermogen wordt gekozen, omdat dit de gegroeide werkelijkheid niet meer zou weergeven.

Bij de bespreking van de wijze van uitdrukken van de prijs van het aandeel werd reeds gesteld, dat deze wijze van uitdrukken toch meer inhoud heeft dan men in de regel meent. Hier nu ligt nog een ander belangrijk punt. De onderneming wordt gedreven met een bepaald stamvermogen en de ontwikkeling in de loop der jaren, gesteld tegenover het stamvermogen inclusief het sedertdien onder uitgifte van aandelen bijgeboekte vermogen komt in deze koers tot uiting. De geprocentueerde koers heeft dus voor de beleggers als eerste benadering van de waardering van de belegging wel degelijk en zelfs grote betekenis; er spreekt een waardering van de markt uit, welke inhoud krijgt, ook vergelijken-derwijze met andere fondsen.

Hoewel de vergelijking van de koersenreeks gedurende een aantal jaren bemoeilijkt wordt door aandelenuitgifte, heeft toch zowel voor de vergelijkende beschouwing van de fondsen uit verschillende bedrijfstakken als voor een bestudering van een individueel fonds de geprocentueerde koers waarde; hij betekent in wezen, dat deze vergelijking — met daarnaast een op dezelfde basis gesteld dividend — meer mogelijkheden geeft dan bij het aandeel zonder nominale waarde. Zo gezien, is deze methode niet irreëel; weliswaar kunnen vergelijkingen worden gemaakt tussen fondsen met een zeer klein en een zeer groot totaal aan echte reserves, waardoor dus ook de rentefactor in de winstcapaciteit verschillend komt te liggen en kan een minimaal gedeelte van de winst tot dividend worden, doch al deze factoren komen tot uiting. Hierbij moet bovendien worden bedacht, dat een gevoerd dividendbeleid voor het inkomenstreven van de aandeelhouder van grote betekenis is en dat het aandeel zijn betekenis voor de belegger heeft niet in zijn liquidatiewaarde, doch in zijn waarde als aanspraak op een lopende zaak. „Dividendpolitiek” is m.i. in wezen in strijd met het aandeelhouder-schap.

Sterke reserves — dus inhouding van winst — worden gevormd of omdat de onderneming zeer kwetsbaar is of omdat het bestuur bepaalde plannen voor de toekomst heeft. Ook hiervan wordt de betekenis in de koers van de aandelen verdisconteerd.

De besturen der vennootschappen hebben het zelf in de hand het verband tussen de prijs van het aandeel en het daarvoor in aanmerking komende eigen vermogen zo goed mogelijk te doen aansluiten en daardoor het dividend in procenten lager te doen zijn. Het fiscale facet geeft, blijkens de recente ervaring, geen moeilijkheden.

Waardewijziging van het geld

Wel speelt hier een andere factor doorheen, nl. de wijziging in de algemene waarde van het geld, welke de vergelijking van aandelen in verschillende vennootschappen in verband met de basis van de nominale waarde bemoeilijkt. Echter, naar mijn mening is dit nog geen aanleiding om nu maar deze hele basis overboord te zetten en daarmee ook de mogelijkheid van vergelijking van de ontwikkeling voor één bepaald aandeel prijs te geven. Integendeel, deze houdt haar betekenis.

Teneinde een dergelijke vergelijkbaarheid te vergroten zou een voortdurend aanpassen van de nominale waarde in theorie wenselijk zijn en uitsluitend mogen geschieden door bijstempeling, niet door bonusuitgifte. Dit laatste toch geeft de schijn dat de koopkracht van het stamvermogen groter zou zijn geworden. Echter, de moeilijkheid is hier een basis voor de herrekening te vinden.

Aandeel zonder nominale waarde

Bij aandelen zonder nominale waarde nu is de bedoeling om dergelijke vergelijkingen zoveel mogelijk te voorkomen; een prijs van een zodanig aandeel zegt op zichzelf niets en zegt als vergelijking al evenmin iets. Hij is in wezen niets anders dan een neutrale constatering, welke zelfs binnen eenzelfde bedrijfstak geen oppervlakkige vergelijking mogelijk maakt.

Prijszetting en vakbeweging / „het publiek”

Het argument van de stellingname van arbeiders en vakbondbestuurders tegen excessieve dividenden ligt m.i. op een ander vlak; het wordt in de tegenwoordige tijd, met zijn bedenkelijke specialisatie, steeds meer gewoonte mee te spreken over dingen, waarover men niet kan oordelen. Het wordt echter steeds meer als een eis des tijds beschouwd, dat de leiders der vakbeweging zorgen in deze vraagstukken een inzicht te krijgen en bij het tegenwoordige streven om ook de arbeiders zelf direct of via hun kernen nauwer bij het wel en wee van de onderneming te betrekken, moet ook dit vraagstuk nader tot een oplossing zijn te brengen.

Tenslotte rest dan nog het probleem, dat ook volledige buitenstaanders — en dan zij ook aan bepaalde politieke kampen gedacht — aan excessief geachte winsten bepaalde argumenten ontleen tot belastingheffing of andere maatregelen. Op tal van gebieden in de economische, dus ook bedrijfseconomische, sector wordt deze moeilijkheid ondervonden — men denke slechts bv. aan de termijnhandel, de vervangingswaarde, de speculatie en de functie van de handel in de volkshuishouding — en er zal hier weinig meer zijn te doen dan het verspreiden van betere kennis. Betere kennis in het algemeen, maar ook over de werkelijke omvang van het vermogen waarmee de winst is verkregen. Ook een benadering van het totale eigen vermogen door de uitgifte van bonusaandelen kan hier een beter beeld geven, mits daarbij worde gewaakt tegen het verstrekken van aandelen tegen die reserves welke in wezen correctie op de koopkracht zijn of nog niet tot stamvermogen zijn geconsolideerd.

Degenen, die een oordeel over de mérites van aandelen willen vormen, zullen twee facetten, welke in de prijs en de winst resp. het dividend zijn gelegen, uit elkaar moeten houden. In de eerste plaats het rendement van de investering maar daarnaast ook het andere karakter:

de rentevergoeding, welke het aan de productie deelnemende vermogen vraagt. Het eerste is een beleggingsfacet, het tweede een productie-facet, dat dus o.a. in de verhouding „kapitaal” en arbeid en in de beoordeeling van de hoogte van de winst van maatschappelijk standpunt speelt. Voor zover deze rente in het dividend tot uitkering wordt gebracht, wordt zij tot de noemer van het nominaal aandelenvermogen herleid; de grootte hiervan is geen toevalligheid, maar wordt in het kader van het hele karakter van het productieproces door het bestuur bepaald. Tenzij dit bestuur irrationeel zou handelen wordt dus een logische vermogensstructuur aangehouden, maar dan is op zichzelf ook de procentuering op basis van dit nominale aandelenvermogen — ook als rendement van de investering — logisch.

Conclusies

Na deze analyse kunnen dus de volgende conclusies worden gesteld:

1. Beide categorieën aandelen zijn qua rechten identiek: zij vertegenwoordigen een aanspraak op de tot uitdeling komende winst en eventueel op een voorkeursrecht bij emissies en ingeval van liquidatie op een evenredig deel van het resterende eigen vermogen.
2. De prijsvorming is voor beide categorieën in hoofdzaak gebaseerd op de uit te keren winst en de verwachtingen daaromtrent; bij aandelen met nominale waarde geeft deze prijs, uitgedrukt in percenten van het nominale aandelenvermogen, als regel een onjuist beeld van de winstcapaciteit van het totale eigen vermogen, bij aandelen zonder nominale waarde is het juist de bedoeling prijs en dividend ten opzichte van de grootte van het eigen vermogen der vennootschap te neutraliseren. Echter, de uitdrukking van de prijs van het aandeel en van het dividend in percenten van het nominale aandelenvermogen legt een reëel verband, dat voor de aandeelhouder van de grootste betekenis is, zowel voor een eenvoudige berekening van het rendement en de marktwaardering van zijn investering (in verband met alternatieven) als teneinde na te gaan hoe de prijs ligt in verhouding tot het nominale aandelenvermogen.
3. Voor het dividendbeleid van de besturen der vennootschappen maakt de vorm van het aandeel geen verschil; meent een bestuur het dividend tot het „redelijke” (?) te moeten beperken, dan zal dit ook geschieden bij aandelen zonder nominale waarde.
4. Bij emissies geven aandelen met nominale waarde een eenvoudiger beeld dan aandelen zonder nominale waarde; emissies van aandelen beneden pari zullen ook bij de laatste categorie in het algemeen niet voorkomen.
5. Ook bij aandelen met nominale waarde is een notering in eensgevend geld en een betaling van dividend op dezelfde basis mogelijk, al blijft de associatie met de procentuering eenvoudig en dus sterk.
6. Bij beide categorieën van aandelen kan worden zorg gedragen, dat de — bij verschillende emissies — verkregen koopkracht wordt instandgehouden, hoewel dit bij de aandelen met nominale waarde logischer uit het stelsel voortvloeit.
7. De grotere flexibiliteit welke het aandeel zonder nominale waarde biedt, houdt belangrijke gevaren in, zowel voor een verwatering van de waarde van deze aandelen als voor een vertroebeling van het beeld.

8. Het stelsel van aandelen zonder nominale waarde leidt er onvermijdelijk toe, dat elk vergelijkend inzicht zowel in de ontwikkeling van de vennootschap als met andere ondernemingen ontbreekt; het aandeel met nominale waarde opent deze mogelijkheid, als eerste benadering, wel.

Indien dit geheel voor de beide stelsels wordt vergeleken, dan zal de slotsom dus dienen te zijn, dat met hoe goede zekerheden een stelsel van aandelen zonder nominale waarde ook wordt omringd, het zowel van het standpunt van het algemeen belang als van dat van de aandeelhouder ten achter staat bij dat van aandelen met nominale waarde. Wenst men een notering in eensgevend geld, dan is dit, zoals reeds bij de analyse is gebleken, zelfs op twee wijzen te verwezenlijken zonder dat in wezen de verdiensten van dit stelsel worden prijsgegeven.
