

VAN DE REDACTIE

Drs. A. Th. de Lange, Amsterdam, heeft zich genoodzaakt gezien aan de Redactie zijn ontslag aan te bieden als redacteur van de rubriek „Uit het Buitenland”. De Redactie willigt met leedwezen het haar gedaan verzoek in, doch niet zonder haar dank te betuigen aan den heer de Lange voor de zorgen, die hij gedurende enige jaren aan de genoemde rubriek heeft willen besteden.

De Redactie heeft Drs. D. Nije, Amsterdam, bereid gevonden de plaats van den heer de Lange in te nemen.

REDACTIE

DE BEPALING VAN DE WAARDE VAN AANDEELEN IN BESLOTEN VENNOOTSCHAPPEN

Het artikel van den Heer *Nierhoff* onder bovenstaanden titel in Uw aflevering van October 1938 geeft mij aanleiding U te verzoeken het volgende onder de aandacht Uwer lezers te brengen. Ik wil vooropstellen, dat ik mij in groote trekken met bovenbedoeld opstel kan vereenigen en in het midden laten, in hoever dit ten opzichte van enkele detailpunten niet het geval is. Ik mis echter in de beschouwing één bepaalde overweging, welke, naar mijn ervaring, ook in de praktijk vaak verwaarloosd wordt, hetgeen ten gevolge kan hebben, dat de berekening tot een m.i. absoluut onjuist resultaat leidt.

Ik doel op het volgende:

Onder den titel „Geval 1” wordt gesteld, dat moet worden nagegaan wat een normale vergoeding is in verband met de risico's van het bedrijf. Schrijver berekent dan verder het verschil tusschen enerzijds het aldus vastgestelde percentage (in het voorbeeld: 6 %) over het *in de onderneming vastgelegde vermogen* en anderzijds het in de toekomst te verwachten dividend.

Blijkens de als voorbeeld gegeven berekening stelt hij hier „het in de onderneming vastgelegde vermogen” gelijk aan het gestorte kapitaal, vermeerderd met de open en geheime reserves of eventueel verminderd met een verliessaldo en (hij vermeldt dit niet, maar ik neem zulks aan) een als goodwill of een soortgelijke benaming opgenomen post.

Nu wil ik er niet over twisten, of de term „het in de onderneming vastgelegde vermogen” juist uitdrukt, hetgeen de Heer *Nierhoff* in zijn berekening opneemt, het is echter m.i. in dat geval niet *dat* vermogen waarover het aan het onderhavige bedrijf inharente risico wordt gelopen.

Dit laatste kan om twee redenen anders zijn en wel:

1. Omdat een deel van kapitaal en reserves buiten het bedrijf belegd kan zijn.
2. Omdat bovendien zgn. vreemd kapitaal aan bedoelde bedrijfsrisico's onderworpen kan zijn, welke risico's moeten worden gedragen door de aandeelhouders.

Teneinde aan te toonen, tot welke afwijkende berekening bedoelde overwegingen leiden, wil ik uitgaan van het door den Heer *Nierhoff* als Geval 1 gegeven voorbeeld:

Gestort kapitaal	f 1.000.000
Open + geheime reserves	„ 500.000
Te verwachten dividend	6 % ¹⁾
Normale vergoeding in verband met risico bedrijf	6 %

De Heer *Nierhoff* berekent den koers op grond dezer gegevens op 150 %.

Ik neem nu eerst aan, dat de Balans als volgt luidt:

¹⁾ Eenvoudigheidshalve verwaarloos ik tantièmes, belasting e.d. en neem ik aan, dat de winst is begroot op f 90.000.—.

Div. Bedrijfs-activa	f 900.000	Kapitaal	f 1.000.000
Effecten (courante oblig.) ..	500.000	Reserve	„ 410.000
Bouwterrein (speculatie) ..	„ 100.000	Winst	„ 90.000
	<u>f 1.500.000</u>		<u>f 1.500.000</u>

en de Winstrekening, welke tevens als begrooting voor de toekomst kan dienen:

Kosten	Bruto Bedrijfs- winst
Bouwterrein . f 1.000	f 76.000
Netto Winst ... „ 90.000	Rente Effecten „ 15.000
	<u>f 91.000</u>

Uitgaande van de bovengenoemde gegevens bereken ik de „normale vergoeding” op 6 % van f 900.000 (het inderdaad in het bedrijf vastgelegde ver-

mogen)	f 54.000
De bedrijfswinst bedraagt	„ 76.000
Overwinst	<u>f 22.000</u>

Goodwill (uitgaande van den bij geval 2 veronderstelden norm) ²⁾

De waarde der aandelen bedraagt:

$$J 1.000.000 + f 500.000 + f 176.000 = 167.6 \%$$

Ik geloof, dat tegen bovenstaande berekening, voor zoover de in de Balans opgenomen obligaties betreft, niets is in te brengen als men aanneemt, dat de opbrengst van 3 % inderdaad overeenkomt met de normale vergoeding voor *deze* soort kapitaalsinvesteering.

Het geval met het bouwterrein schijnt eenigszins dubieus. Als men ervan uitgaat, dat met zich op den balansdatum tegen genoemd bedrag van dit risico had kunnen ontdoen en de speculatie welbewust heeft voortgezet (ik zie hier af van bepaalde machtsverhoudingen, waardoor deze speculatie wordt voortgezet tegen den wil van dengenen, wiens aandelen worden gewaardeerd), dan mag ook deze post niet mee doen in de goodwill-bepaling van het bedrijf.

Mocht men wellicht willen opmerken, dat de in verband met het bedrijf tot stand gekomen doch, achteraf blijkend, voor dit bedrijf te groote kapitalisatie de winst gedrukt heeft en dus het eindresultaat geheel is toe te schrijven aan het bedrijf, dan meen ik dat een dergelijke redeneering zeker voor een besloten vennootschap niet op gaat. Hier is nog gemakkelijker dan bij een publieke N.V. een weg te vinden — indien men dat wenscht — het overtollige kapitaal aan de vennootschap te onttrekken.

Het is bovendien zelfs zeer goed mogelijk, dat het kapitaal wel bewust is ingebracht voor de belegging. Juist familievennootschappen worden vaak gebruikt om het geheele familievermogen te beheeren.

Iets anders zou het natuurlijk zijn, als het kapitaal bestemd is voor uitbreiding. Dan verandert echter de geheele begrooting.

Nu een tegenovergesteld voorbeeld:

BALANS.

Div. Bedrijfs-activa	f 2.000.000	Kapitaal	f 1.000.000
		Leeningen	„ 500.000
		Reserve	„ 410.000
		Winst	„ 90.000
	<u>f 2.000.000</u>		<u>f 2.000.000</u>

²⁾ Of de vermenigvuldiger 8 juist is, hangt natuurlijk af van den aard van het bedrijf. In de meeste gevallen zal dit een lagere moeten zijn. Bij courante aandelen met zeer stabiel dividend, wordt blijkens den beurskoers met een hooger factor rekening gehouden.

WINSTREKENING.

Interest		Bedrijfswinst ... f 115.000
Leening	f 25.000	
Netto Winst	90.000	
	f 115.000	f 115.000

Nu bereken ik de normale vergoeding op 6 % van f 2.000.000 = f 120.000

De bedrijfswinst bedraagt „ 115.000

Op grond van de berekeningen van Geval 3 komt men dan tot de waardeering:

$$\frac{115}{200} \times 2.000.000 = 1.191.666.67$$

af: leeningen	500.000—
	1.141.666.67

koers 141 %.

Afgezien natuurlijk van de overwegingen aan het slot van Geval 3 vermeld.

Tenslotte een eenigszins gecompliceerd voorbeeld, dat ik echter — behoudens eenige, niet principieele, wijzigingen — aan de praktijk ontleen:

BALANS.

	Aandeelen-	
Goodwill	kapitaal	f 1.000.000
Bedrijfsactiva ..	Reserve	„ 410.000
	7% Obligatie-	
Beleggingen ...	leening	„ 1.700.000
	Winst	„ 90.000
	f 3.200.000	f 3.200.000

WINSTREKENING.

Afschr.		Bedrijfswinst .. f 301.000
Goodwill ...	f 100.000	
Rente		Rente
Obl. leening ..	119.000	Belegging 8.000
Netto Winst ...	90.000	
	f 309.000	f 309.000

De „normale vergoeding” bedraagt 6 % van f 1.000.000 = f 60.000

De bedrijfswinst „ 301.000

meer f 241.000

8 × overwinst f 1.928.000

Kapitaal en Reserves „ 1.500.000

f 3.428.000

In Balans opgenomen Goodwill „ 2.000.000

Waarde aandelen f 1.428.000

f 1.428.000

of — wat op hetzelfde neerkomt —:

Bedrijfsactiva (v/ Balans)	f 1.000.000
Goodwill (zie boven)	„ 1.928.000
	f 2.928.000
Beleggingen	„ 200.000
	f 3.128.000
af: Leening	„ 1.700.000
	f 1.428.000

Ik kom hier dus tot een koers van 142.8 %.

Uit deze voorbeelden blijkt m.i. dat er vele gevallen zijn, waarin de berekeningswijze van den Heer *Nierhoff* niet zonder meer kan worden toegepast.

JAMES POLAK

Naschrift

Naar aanleiding van het door den heer *James Polak* gestelde wil ik het volgende opmerken:

In het voorbeeld van „Geval 1” werd door mij berekend de waarde van aandelen in besloten vennootschappen, die een bedrijf uitoefenen, aan de hand van het in de onderneming vastgelegde vermogen en het in de toekomst te verwachten dividend. De heer *P.* zegt nu, dat het in bepaalde gevallen niet *dat* vermogen is, waarover het bedrijf risico loopt; hij geeft daarbij 2 voorbeelden:

1. een deel van kapitaal en reserves is buiten het bedrijf belegd.
2. vreemd kapitaal is aan bedrijfsrisico's onderworpen, welke risico's moeten worden gedragen door aandeelhouders.

In het 1e voorbeeld maakt de heer *P.* eene scheiding tusschen de eigenlijke bedrijfsactiva en de beleggingen buiten het bedrijf. Ik kan mij met deze opvatting zeer goed vereenigen. Zij sluit aan bij mijn betoog op bl. 168, waar ten aanzien van vennootschappen met beleggingen van voor het bedrijf overtollige geldmiddelen wordt gezegd, dat men voor de waardebeoordeling van de aandelen het vermogen in de onderneming zal moeten splitsen in een vermogen, dat op het eigenlijke bedrijf en een vermogen, dat op belegging van voor het bedrijf overtollige geldmiddelen betrekking heeft. De winst zou dan gesplitst moeten worden in een eigenlijke bedrijfswinst en inkomsten uit beleggingen van overtollige geldmiddelen. De waarde van de aandelen wordt dan bepaald, zoo werd door mij betoogd, door de waarde van 1°. het eigenlijke bedrijf en 2°. de belegging van de overtollige geldmiddelen. Met de berekening in het 1e voorbeeld van den heer *P.* kan ik mij dan ook vereenigen, alleen heb ik er bezwaar tegen, dat de f 90.000.— winst bij het vermogen der onderneming wordt geteld, daar deze winst wel geheel of gedeeltelijk zal worden uitgekeerd.

In het 2e voorbeeld van den heer *P.* wordt gesteld, dat behalve door aandeelhouders, door derden kapitaal is gefourneerd. Het vermogen van aandeelhouders volgens de balans is f 1.410.000.—, door derden is f 500.000.— kapitaal verstrekt. Over het vreemde kapitaal wordt 5 % rente vergoed. Deze rente nu is een bedrijfslast, zoodat de waarde der aandelen m.i. zal moeten worden afgeleid uit: 1°. het in de vennootschap aanwezige vermogen van aandeelhouders, d.i. f 1.410.000.— (indien de f 90.000.— winst geheel wordt uitgekeerd) en 2°. de f 90.000.— winst.

Ik kan niet inzien, waarom over het vreemde kapitaal van f 500.000.—, waarover in feite 5 % rente wordt vergoed eene „normale vergoeding” van 6 % zou moeten worden berekend. Al behoort het vreemde kapitaal, evenals dat van aandeelhouders, tot het kapitaal, waarmede het bedrijf wordt uitgeoefend, er is m.i. geen aanleiding voor het vreemde kapitaal eene hogere rente te nemen dan in werkelijkheid wordt betaald. De heer *P.* neemt blijkbaar een ander standpunt in, om reden de risico's voor het vreemde kapitaal door de aandeelhouders moeten worden gedragen. In het door den heer *P.* gekozen voorbeeld kan het bedrijf, gezien de bedrijfsuitkomsten, den rentelast van het vreemde kapitaal gemakkelijk dragen. Er bestaat daarom m.i. geen aanleiding om aan het vreemde kapitaal eene rentevergoeding toe te kennen op de wijze, als door den heer *P.* aangegeven.

De heer *P.* geeft ten slotte nog een 3e voorbeeld. Hij behandelt hier een zeer uitzonderlijk geval, dat buiten de algemeene strekking van mijn artikel valt. Er is blijkbaar een zeer groot bedrag voor den goodwill van het bedrijf betaald. Aan materiele waarden zijn slechts aanwezig: f 1000.000.— bedrijfsactiva en f 200.000.— beleggingen, terwijl er een obligatieschuld van f 1.700.000.— bestaat. Voor de bepaling van de waarde der aandelen draait in dit uitzonderlijke geval al-

les om de waarde van den goodwill van het bedrijf, die ik als volgt zou willen berekenen.

Afgezien van de beleggingen van f 200.000.—, die eene rente van f 8000.— opleveren, zijn er bedrijfsactiva ter waarde van f 1000.000.—, terwijl de bedrijfswinst f 301.000.— bedraagt. De 7 % obligatieleening van f 1.700.000.— veroorzaakt een jaarlijkschen rentelast van f 119.000.—. Er resteert dus jaarlijks (afgezien van de beleggingen van f 200.000.—) een overschot van f 301.000.— — f 119.000.— = f 182.000.—, welke leidt tot het vaststellen van een goodwill ter waarde van $8 \times f 182.000.— = f 1.456.000.—$.

Ter vaststelling van de waarde der aandelen kan het volgende overzicht worden gegeven:

	7 % Oblig.	
Goodwill ... f 1.456.000.—	leening ... f 1.700.000.—	
Bedrijfs-	Waarde der	
activa „ 1.000.000.—	aandelen .. „ 956.000.—	
Beleggingen „ 200.000.—		
<u>f 2.656.000.—</u>	<u>f 2.656.000.—</u>	

De koers der aandelen is dan 95,6 %.

Mijn voornaamste bezwaar tegen de door den heer P. gevolgde methode is, dat bij de bepaling van den goodwill de rentelast der obligatieleening wordt uitgeschakeld.

A. NIERHOFF

DE SCHATTINGSPROCEDURE VOOR DE BEPALING VAN DE WAARDE VAN INCOURANTE EFFECTEN VOOR HET SUCCESSIERECHT

In het artikel van den heer A. J. Rant, onder bovenstaanden titel opgenomen in het nummer van *October 1938* van het *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, komt een passage voor, die mijn verwondering heeft gewekt.

Zooals men weet behandelt dit artikel het geval, dat door den Kantonrechter zijn benoemd en beëdigd een drital deskundigen, die de geldswaarde hebben te bepalen van een of meer tot een bepaalde nalatenschap behorende effecten, welke geldswaarde tot grondslag zal dienen voor de berekening van het recht van successie en als zoodanig bindend is voor partijen: de ontvanger der successie en de erven.

De heer Rant haalt in zijn artikel aan het ten deze toepasselijk art. 230, 2e lid, B.Rv., luidende: „Partijen zullen bij het onderzoek aan de deskundigen zoodanige voordrachten en vorderingen mogen doen, als zij zullen goedvinden, en daarvan zal melding worden gemaakt bij het berigt.” Schrijver knoopt hieraan het volgende vast. „Dit is van veel belang, want hierdoor wordt de geheele aard van het geding bepaald. Partijen, dat zijn dus de ontvanger en de aangevers, hebben het recht bij het onderzoek aanwezig te zijn, desgewenscht bij gemachtigde en bijgestaan door hun raadslieden — de ontvanger is altijd aanwezig — en krijgen zoo ruimschoots gelegenheid hunne beschouwingen en opvattingen omtrent de te schatten waarde aan de deskundigen kenbaar te maken”. Uit de wijze, waarop schrijver nu zijn artikel vervolgt, blijkt, dat hij zich het onderzoek voorstelt als een geanimeerd debat tusschen deskundigen en partijen, eventueel nog vermeerderd met gemachtigden en raadslieden.

Blijkbaar stelt de heer Rant zich dus voor, dat partijen het geheele onderzoek meemaken, en zich voortdurend met hun „voordrachten en vorderingen” daarin mengen. Daar het artikel van den heer Rant blijk geeft, dat deze de werkwijze van de bedoelde commissies van deskundigen uit de practijk kent, neem ik gaarne aan, dat hij een dergelijk verloop van het onderzoek zelf heeft meegemaakt.

Hoe komt hij echter erbij, te beweren, dat partijen hierop „recht hebben”, zoodat zelfs „de geheele aard van het ge-

ding hierdoor bepaald wordt”. Ik zie zulk een recht nergens vermeld. Zeker, partijen zullen bij het onderzoek tegenwoordig zijn, maar alleen ten einde zoodanige voordrachten en vorderingen te doen, als zij zullen goedvinden. Hun moet dus door deskundigen gelegenheid worden geboden, deze voordrachten en vorderingen te doen. Maar nadat hun deze gelegenheid volledig is geboden, is ook hun recht uitgeput, en zullen de deskundigen hun onderzoek voortzetten en hun beraadslagingen aanvangen buiten bijzijn van partijen. Zij zullen daarbij rekening houden met de voordrachten en vorderingen, die zij van partijen hebben aangehoord, voor zoover zij zullen vermeenen te behooren. Zij zullen in hun bericht echter uitsluitend melding hebben te maken van het feit, dat partijen, of een harer, voordrachten of vorderingen heeft gehouden, dan wel, daartoe behoorlijk door deskundigen in de gelegenheid gesteld, van deze gelegenheid geen gebruik hebben gemaakt.

Ik beweer niet, dat deskundigen niet het recht zouden hebben, partijen bij het verder onderzoek tegenwoordig te laten zijn, de beraadslagingen van deskundigen aan te laten hooren en zelfs zich daarin te mengen. Dit is nergens verboden. Maar de schrijver stelt het ten onrechte voor, alsof dit het recht van partijen zou zijn. Want dit is haar nergens toegekend.

Ik moge hier mededeelen, op welke wijze de commissie van deskundigen aan partijen de gelegenheid kan bieden, de voordrachten en vorderingen te doen, waartoe de wet haar het recht geeft, zonder te vervallen in de door den heer Rant geschetste werkwijze.

Deskundigen hebben van den kantonrechter bericht van hun benoeming ontvangen en een oproeping, om op een bepaalden dag en uur in diens handen den eed af te leggen. Zij overleggen met elkaar, of de mogelijkheid bestaat, aanstonds na de beëdiging hun werkzaamheden aan te vangen, benevens de plaats, waar dit geschieden zal. Soms zal dit zijn een localiteit van het kantongerecht, soms het kantoor der N.V., van welker aandelen de geldswaarde moet worden geschat, soms ook het kantoor van een der deskundigen. Dan geven deskundigen aan partijen bericht van dag, uur en plaats, waarop zij hun werkzaamheden zullen aanvangen, onder mededeeling, dat zij alsdan aan partijen de gelegenheid zullen geven, de voordrachten en vorderingen te doen, als bedoeld in art. 230, 2e lid, B.Rv.

In de vele tientallen gevallen, waarin ik lid eener dergelijke commissie was, heeft deze slechts éénmaal voordrachten of vorderingen van de zijde der erven te hooren gekregen, en slechts in de kleine helft der gevallen van de zijde van den ontvanger. Deze laatste bepaalde zich daarbij als regel tot een uiteenzetting van hetgeen naar zijn meening in het algemeen onder geldswaarde van effecten was te verstaan; een uitzonderlijke maal werd de commissie gewezen op een of meer bijzondere omstandigheden, welke naar des ontvangers meening in het concrete geval op de geldswaarde van het te schatten object van invloed was.

Na de voordrachten en vorderingen te hebben aangehoord, vragen deskundigen nadrukkelijk of de betrokken partij nog iets onder de aandacht van deskundigen heeft te brengen. Is dit niet het geval, dan bedanken deskundigen de partij voor het medegedeelde en wordt het onderzoek voortgezet buiten haar tegenwoordigheid.

Hoewel, zooals ik reeds bemerkte, de werkwijze, welke de heer Rant heeft vermeld, niet wettelijk verboden is, meen ik toch, dat die, welke ik hier schetste, verre de voorkeur verdient.

Vooreerst principieel. Deskundigen zijn neutrale personen, die hun onderzoek in een neutrale sfeer behooren te houden. Hun beraadslagingen zijn een uitwisseling van gedachten van