

geldt hetzelfde als ten aanzien van de zeggenschap over de uitdelingen.

Maar hoe wanneer groot-aandeelhouder A van zijn macht misbruik heeft gemaakt en zich zelf, ten nadele van de andere aandeelhouders, een beloning heeft bezorgd die groter is dan zijn arbeid waard is? Als ik het wel heb, kunnen de andere aandeelhouders aan deze dieverij — althans in beginsel — door den rechter voor de toekomst een eind doen maken; elk besluit van de algemene vergadering moet naar redelijkheid en billijkheid genomen worden (v. d. Heyden no. 223, p. 179). Maar daarvan afgezien: wil men de verkoopwaarde van A's aandelen bepalen, dan kan men er bezwaarlijk van uitgaan, dat er een koper met dezelfde dievenneiging zal opdagen; men zal dus een normaal salaris en een normaal dividend in aanmerking nemen. Maar dan trekt A nóg een extra-bate, zijnde het deel van zijn surplus-salaris dat ten laste van de andere aandeelhouders kwam; dit blijft buiten aanmerking als men de verkoopwaarde bepaalt. Meent men echter te moeten waarden wat *deze* eigenaar aan toekomstige opbrengsten kan verwachten — de Hoge Raad stuurt in die richting — en meent men dat de bedoelde extra-bate als een opbrengst van de aandelen moet worden aangemerkt (van de juistheid van deze mening ben ik niet aanstonds overtuigd, al willen we allemaal ook nog zo graag dat de gannef moet betalen), dan zou men voor dit uitzonderingsgeval een wetstoepassing krijgen, waarbij van „verkoopwaarde” wordt afgeweken en waarbij de persoon van den aandeelhouder van invloed op de waardering is.

Maar dan vormt deze zeer speciale afwijking toch nog een geheel onvoldoend fundament — ook al neemt men de steen die de Hoge Raad heeft bijgedragen in aanmerking — voor het weidse gebouw, dat *Adriani*, en ook *Meyburg*, willen optrekken op het thema, dat de verhouding van den aandeelhouder tot de N.V. voor de methode van waardebepaling van incourante aandelen van groot belang is.

Adriani (Vermogensbelasting p. 241) stelt niet minder dan dat „de functie van den aandeelhouder ten opzichte van de N.V. van geheel uiteenlopende betekenis kan zijn” en dat „bij de schatting (van de waarde van een incourant aandeel) moet worden uitgegaan van (eursivering van mij, *de L.*) die functie”.

Meyburg (M.A.B. Juni 1938 p. 89 e.v.) treedt in zijn voetspoor bij zijn schets van de verschillende schema's voor de waardering van incourante aandelen, die o.a. afhankelijk zijn van..... de functie, welke het aandeel in het vermogen van den bezitter heeft”.

Terwijl mijn opkomen in § 2 tegen de vermeende tegenstelling tussen geldswaarde en verkoopwaarde praktische betekenis heeft met betrekking tot die incourante aandelen, die enigszins geregeld verhandeld worden, heeft hetgeen ik hier wil stellen slechts theoretische betekenis met betrekking tot die aandelen, waarvoor men op een berekening is aangewezen. Want over de conclusies, die de genoemde schrijvers trekken, zal hier niet gesproken worden. Betwist wordt echter de wijze van voorstelling als zouden deze conclusies iets te maken hebben — afgezien van bovenbedoeld speciaal geval — met „de functie van den aandeelhouder ten opzichte van de N.V.” of met „de functie, welke het aandeel in het vermogen van den bezitter heeft”.

Men onderzoekte eens — de toegestane plaatsruimte laat niet toe daarop hier in te gaan — de verschillende gevallen die door *Adriani* en *Meyburg* zijn genoemd; men zal steeds bevinden, dat het antwoord waartoe zij komen uitsluitend berust op de aard van de N.V. en niet op de persoon van den aandeelhouder, of op de samenstelling van zijn overig vermogen

of het verband tussen de aandelen en de overige vermogensbestanddelen.

Daarnaast komt het nuttig voor wanneer meer in het oog worde gehouden — wat naar mijn mening ook in de praktijk door schatters niet altijd voldoende geschiedt — dat de verschillende „waarden”, waarover de genoemde en andere schrijvers uitweiden, niet meer zijn dan verschillende berekeningswijzen, die bij volledige toepassing, d.w.z. met aanbrenging van die correcties, die in elk concreet geval bij een bepaalde berekeningswijze behoren⁴⁾, alle tot dezelfde uitkomst moeten leiden. Want er is maar één beginsel, maar één waardebepaling: de schatting van de contante waarde van de verwachte toekomstige opbrengsten.

W. J. DE LANGEN

DE BEPALING VAN DE WAARDE VAN AANDEELEN IN BESLOTEN VENNOOTSCHAPPEN

De „besloten” vennootschap onderscheidt zich in velerlei opzicht van de „open” vennootschap.

Het aantal aandeelhouders is bij de besloten vennootschap, in tegenstelling met de open vennootschap, beperkt. Vaak staan de aandeelhouders tot elkaar in eene bepaalde familie-verhouding, waarom de besloten vennootschap ook wel familie-vennootschap wordt genoemd. De aandelen staan in den regel op naam. Vervreemding en overdracht van aandelen zijn dan statutair geregeld en aan beperkende bepalingen onderworpen. Indien men aandelen wil verkoopen, moeten zij eerst aan de aandeelhouders worden aangeboden; eerst daarna kan men tot verkoop aan derden overgaan, terwijl dit laatste, wat betreft den persoon van den nieuwen aandeelhouder, dan nog de goedkeuring van de directie moet hebben. Bij sommige vennootschappen wordt jaarlijks in de algemene vergadering de koers vastgesteld, waartegen overdracht aan aandeelhouders moet plaats hebben.

Overdracht van aandelen heeft dus zelden plaats. Van eene beursnotering is uit den aard der zaak geen sprake. Kan men bij de genoteerde aandelen spreken van eene objectieve waarde, die geregeld wordt door vraag en aanbod, de waarde van de aandelen in de besloten vennootschap is subjectief, doordat zij voor onbepaalde tijd in het bezit blijven van den aandeelhouder. Bij de waardebepaling van de aandelen moet dus uitgegaan worden van de waarde, die de aandelen voor den aandeelhouder persoonlijk hebben. Deze waarde kan voor de verschillende aandeelhouders der besloten vennootschap uiteenlopend zijn. Dit treedt duidelijk op den voorgrond, wanneer de directeurs der vennootschap door hun aandelenbezit eene overwegende machtspositie innemen en daardoor in de gelegenheid zijn zichzelf een abnormaal hoog salaris en een, buiten verhouding van de winst, zeer hoog tantième toe te kennen. Voorts is er onderscheid te maken tusschen groot-aandeelhouders en aandeelhouders, die door hun gering aandelenbezit geen macht kunnen uitoefenen. Het groote verschil in machtspositie is vooral van betekenis bij die vennootschappen, waar de winstverdeling in de statuten niet nauwkeurig is geregeld, maar veel is overgelaten aan de beslissing van de algemene vergadering, hetgeen veelal leidt tot uitkeering van slechts een gedeelte van de voor uitdeeling beschikbare winst. Ten slotte komt het nog voor, dat aan bepaalde aandelen bijzondere rechten zijn toegekend. De houders van deze aandelen hebben dan o.m. het recht eene bindende voordracht op te maken voor de benoeming van directeurs en eom-

⁴⁾ Heel wat gemakkelijker maar daarom niet beter — want zij verdoezelt te veel — is de usance om de verschillende ongecorrigeerde berekeningswijzen elkander te laten corrigeren.

missarissen. Ook hier is dus weer sprake van eene bijzondere machtspositie.

Bij de bepaling van de waarde van aandelen in besloten vennootschappen moet onderscheid worden gemaakt tusschen de vennootschappen, die beleggingsmaatschappij zijn en de vennootschappen, die een bedrijf uitoefenen.

Beleggingsmaatschappij.

Zijn in de vennootschap alleen beleggingswaarden (huizen, effecten, geldleeningen, e.a.) aanwezig, dan biedt de vaststelling van de waarde der aandelen in het algemeen geen moeilijkheden; zij wordt dan bepaald door de waarde van de bezittingen der vennootschap onder aftrek van de schulden.

Bepaling van de waarde van aandelen in besloten vennootschappen, die een bedrijf uitoefenen.

We zullen ons in de eerste plaats moeten afvragen, wat de grondslagen voor de bepaling van de waarde zijn. De waarde van de aandelen wordt beheerscht door twee factoren: het in de onderneming aanwezige vermogen en het te verwachten rendement. De waarde der aandelen is n.l. afhankelijk van het vermogen dat in de onderneming aanwezig is en de vergoeding, die over dit vermogen zal worden verkregen. Door beide gegevens, vermogen en rendement, met elkaar in verband te brengen, zal men tot vaststelling van de waarde van de aandelen moeten komen.

Ons doel zal dus moeten zijn het verzamelen van de noodige gegevens, die zullen leiden tot het vaststellen van het aanwezige vermogen en het te verwachten rendement.

Wij zullen voor eene systematische behandeling uitgaan van het geval, dat:

1. de aandelen onder de verschillende aandeelhouders min of meer gelijkmatig zijn verdeeld, althans niet een of enkele aandeelhouders tegenover de overige aandeelhouders vrijwel alle macht in handen hebben.
2. de statuten eene normale winstverdeling aangeven.

Bij het verzamelen van de gegevens voor het door ons gestelde doel nemen de jaarrekeningen van de afgelopen jaren een eerste plaats in. Zij verschaffen de gegevens van het in de onderneming vastgelegde vermogen, van de winsten en van de uitgekeerde dividenden.

De grootte van het in de onderneming aanwezige vermogen wordt vastgesteld aan de hand van de balans van het laatste boekjaar. Dit vermogen wordt bepaald door het gestorte kapitaal te vermeerderen met de open en de stille reserves.

De vaststelling van de aanwezige stille reserves brengt bij handelsondernemingen niet die moeilijkheden mede, die zich bij industriele en cultuurondernemingen voordoen. De beide laatste groepen toch hebben zeer groote bedragen vastgelegd in duurzame productiemiddelen. De boekwaarde dezer productiemiddelen zal in den regel niet de huidige bedrijfswaarde vertegenwoordigen: de afschrijvingen kunnen in het verleden abnormaal zijn geweest, bovendien kan de oorspronkelijke aanschaffingswaarde belangrijk afwijken van de tegenwoordige vervangingswaarde. Eene schatting zal dus moeten plaats hebben van de waarde van den grond en van de huidige kosten bij nieuwbouw of aanschaffing, welke kosten verminderd moeten worden met de noodzakelijke afschrijving wegens het ge-

bruik in het verleden. Voor de cultuuronderneming zal men o.m. de huidige waarde van den in cultuur gebrachten grond moeten vaststellen. Eene aanwijzing voor deze waarde zal somtijds kunnen zijn de prijs per eenheid van gelijksoortige ondernemingen bij verkoop in het verleden. De vaststelling van de waarde van de duurzame productiemiddelen biedt vaak groote moeilijkheden, eene taxatie door deskundigen is dan noodzakelijk.

Behalve de duurzame productiemiddelen komen ook de andere balansposten in aanmerking voor eene beoordeeling. De balanswaardeering van de overige activa en de verplichtingen, voorkomende aan de creditzijde van de balans, zullen achtereenvolgens moeten worden nagegaan. Voor zoover de activa te laag zijn gewaardeerd of de verplichtingen te hoog zijn opgevoerd vormen zij stille reserves.

Met betrekking tot het gevormde pensioenfonds zullen de verplichtingen in zake de pensioenregeling met het personeel aan eene beschouwing moeten worden onderworpen. Heeft men tegenover het personeel ten aanzien van eene pensioenregeling verplichtingen aangegaan, dan zal het pensioenfonds zoo groot moeten zijn, dat aan deze verplichtingen zal kunnen worden voldaan. Bestaan er geen verplichtingen, maar wordt desondanks aan het personeel toch pensioen toegekend, dan zal de grootte van het gevormde pensioenfonds beoordeeld moeten worden aan de hand van de moreele verplichting, die men op zich heeft genomen.

Het spreekt vanzelf, dat men bij de vaststelling van het in de onderneming aanwezige vermogen niet alleen rekening moet houden met de stille reserves ten gevolge van te laag gewaardeerde activa en te hoog opgevoerde verplichtingen, maar evenzeer met te hooge balanswaardeering van activa en te laag opvoeren van verplichtingen in de balans, welke beiden tot een vermindering van het vermogen leiden.

Het te verwachten dividend wordt vastgesteld met behulp van de gedetailleerde winstrekeningen en bedrijfsstatistieken. Deze geven een overzicht van de winsten der opeenvolgende jaren en van de wijzigingen, die hebben plaats gehad en de bedrijfsuitkomsten hebben beïnvloed: het prijzenverloop kan zich aanmerkelijk hebben gewijzigd; de afzetgebieden kunnen zijn ingekrompen of uitgebreid; de loonstandaard kan zijn veranderd; kostenbesparing kan hebben plaatsgevonden. Met alle wijzigingen moet rekening worden gehouden. Van belang is immers niet wat de resultaten van het bedrijf in het verleden zijn geweest, maar hoe zij in de toekomst zullen zijn.

Heeft men na bestudeering van alle gegevens inzicht gekregen in de toekomstige winstmogelijkheden van het bedrijf, dan zal men op grond van de statutaire bepalingen inzake de winstverdeling kunnen vaststellen op welk dividend in de toekomst vermoedelijk zal kunnen worden gerekend. Ons uitgangspunt is geweest, dat de statutaire winstverdeling als eene normale was te beschouwen en de reservevorming dus niet verder gaat dan in verband met de risico's van het bedrijf noodzakelijk is.

Met behulp van het vastgestelde vermogen en het te verwachten dividend kan nu bepaald worden welke vergoeding over het in de onderneming aanwezige vermogen verkregen zal worden.

Hierbij zijn dan een drietal gevallen te onderscheiden:

- 1e. het rendement kan in verband met de risico's van het bedrijf geacht worden eene normale vergoeding te zijn;
- 2e. het rendement is hooger dan in geval 1;
- 3e. het rendement is lager dan in geval 1.

Beschouwen we voor de waardeering der aandelen achter-eenvolgens de 3 gevallen.

Geval 1.

De vraag doet zich voor: wat is eene normale vergoeding, in verband met de risico's van het bedrijf? Wat als normale vergoeding geldt, zal voor ieder bedrijf afzonderlijk moeten worden vastgesteld, daar zij afhankelijk is van de risico's, die aan het bedrijf verbonden zijn; overigens is zij afhankelijk van de rente op de kapitaalmarkt. Voor economisch-sterke en kapitaal-krachtige bedrijven zal men als normale vergoeding kunnen rekenen eene rente, welke een paar procent ligt boven de rente van obligaties Nederlandsche Staatsleening.

De bepaling van de waarde van de aandelen is in geval 1 eenvoudig, zooals uit het volgende voorbeeld zal blijken:

Stel het gestorte kapitaal f 1.000.000.—, open + geheime reserves f 500.000.—; het in de toekomst te verwachten dividend 9%; de rente van obligaties Ned. Staatsl. 4%. Kan in verband met de sterke positie, die het bedrijf inneemt, de normale vergoeding voor het in de onderneming aanwezige vermogen op 6% worden gesteld, dan wordt bij een dividend van 9% eene vergoeding van 6% over het in de onderneming vastgelegde vermogen verkregen. De waarde van alle aandelen is in het hier gekozen voorbeeld dus f 1.500.000.— en de koers der aandelen 150%.

Bestaat het kapitaal der vennootschap uit gewoon en preferent kapitaal, dan zal het te verwachten dividend van beide soorten aandelen volgens de statutaire winstverdeling moeten worden bepaald. Met het feit, dat preferente aandelen bij winstverdeling en in den regel ook bij liquidatie den voorrang genieten, moet bij de waardebepaling van deze aandelen rekening worden gehouden. Bij liquidatie hebben de houders in den regel geen recht op aanwezige reserves. Het genoemde recht van voorrang zal de waarde der preferente aandelen gunstig beïnvloeden. Het feit, dat de preferente aandeelhouders bij eventuele liquidatie geene rechten kunnen doen gelden op de reserves, leidt er toe, dat bij de waardebepaling van de preferente aandelen alleen met het gestorte kapitaal en het dividend op deze aandelen rekening is te houden.

Geval 2.

Zooals uit het bovenstaande is gebleken, is de bepaling van de waarde van aandelen eenvoudig, indien over het vermogen in de onderneming eene normale vergoeding mag worden verwacht. Hoe moet echter worden gehandeld, indien het toekomstig rendement boven het normale zal liggen? Welke waarde moet dan aan de extra-vergoeding worden toegekend? De extra-vergoeding wijst er op, dat in de onderneming een goodwill aanwezig is. De waarde van dezen goodwill kan worden bepaald door de extra-vergoeding te kapitaliseeren; daartoe kan men haar met een bepaald getal vermenigvuldigen. De grootte van dit getal is afhankelijk van de positie, die het bedrijf in het economische leven inneemt. Is deze positie zeer sterk te noemen, dan zal men het bedrag der extra-vergoeding b.v. 8 maal kunnen nemen. Indien niet mag worden aangenomen, dat over een lange reeks van jaren op het hooge rendement kan worden gerekend, dan zal aan den goodwill eene lagere waarde moeten worden toegekend.

Is in het hierboven gegeven voorbeeld het te verwachten

dividend 14% en kan dit dividend in verband met de sterke positie van het bedrijf gedurende een lange reeks van jaren worden verwacht, dan is de koers der gewone aandelen als volgt te berekenen:

Gestort aandelenkapitaal + open en geheime reserves f 1.500.000.—.

De normale vergoeding over het vermogen in de onderneming = 6%. Hiervoor is noodig een dividend van 9% over het gestorte aandelenkapitaal van f 1.000.000.—. Het dividend bedraagt 14%, d.i. 5% meer. De goodwill bedraagt $8 \times 5\% = 40\% = f$ 400.000.—. De totale waarde van alle aandelen is derhalve te stellen op f 1.900.000.— en de koers op 190%.

Geval 3.

Behandelen we nu het geval, dat de toekomst-verwachtingen van het bedrijf zoodanig zijn, dat $4\frac{1}{2}\%$ dividend zal worden uitgekeerd. In het hierboven gekozen voorbeeld zal dan over gestort aandelenkapitaal + open en geheime reserves, in totaal f 1.500.000.—, slechts eene vergoeding van 3% worden verkregen. De toekomstige bedrijfsresultaten zullen dus zoodanig zijn, dat geen normale vergoeding van 6% zal worden verkregen. Op basis van het te verwachten dividend zou de waarde der aandelen te stellen zijn op $\frac{3}{6} \times 150\% = 75\%$. Rekening moet dan echter nog worden gehouden met het feit, dat in de onderneming een vermogen aanwezig is van f 1.500.000.—, d.i. f 750.000.— boven de waarde van f 750.000.— op basis van het dividend. Bij de vaststelling van de waarde der aandelen mag echter niet uit het oog worden verloren, dat, hetgeen in de onderneming aan vermogen meer aanwezig is dan de 75% rendementswaarde der aandelen, slechts in de verre toekomst tot uitkeering kan komen, zoodat van eene aanzienlijke verhooging van de rendementswaarde geen sprake kan zijn. In hoeverre de koers boven de 75% zal kunnen worden vastgesteld is afhankelijk van de in de onderneming aanwezige waarden. Bestaat het grootste gedeelte van het vermogen der onderneming uit duurzame productiemiddelen, dan zal de waarde der aandelen slechts weinig boven de 75% liggen. Zijn daarentegen belangrijke realiseerbare waarden en liquide middelen aanwezig, dan kan de verhoging van meer betekenis zijn.

Veel moeilijker wordt de waardebepaling van aandelen, wanneer geen der drie hierboven genoemde gevallen zich voordoet, maar het bedrijf slecht gaat, de laatste jaren verliezen hebben gegeven en ook in de toekomst nog verliezen te wachten zijn. Is de toestand van het bedrijf van dien aard, dat binnen afzienbaren tijd tot liquidatie zal moeten worden overgegaan, dan zal de koers der aandelen op de liquidatiewaarde kunnen worden gesteld.

Voor bepaling van de liquidatiewaarde is van betekenis welke waarde aan de duurzame productiemiddelen moet worden toegekend. Kunnen de gebouwen, machines, enz. door een ander bedrijf worden overgenomen, dan moet de vermoedelijke verkoopwaarde worden bepaald. Is dit niet het geval, dan zal de waarde van de duurzame productiemiddelen op de waarde van den grond plus de afbraakwaarde van gebouwen, machines, enz. gesteld kunnen worden. Ook op goederen en vorderingen zullen in den regel bij liquidatie extra verliezen geleden worden. Ten slotte is bij de vaststelling van de liquidatiewaarde der aandelen nog rekening te houden met liquidatiekosten.

Is de positie van de onderneming nog zoodanig, dat niet tot

liquidatie behoeft te worden overgegaan en eene gunstige conjunctuur kan worden afgewacht, dan kan het voornemen bestaan, dat men met het oog op de geleden verliezen tot kapitaalsreorganisatie zal overgaan. De waarde van de aandelen zal dan afhankelijk zijn van de grootte van het kapitaal na reorganisatie, wanneer alle verliezen zijn afgeschreven en van het rendement, dat bij een gunstiger conjunctuur zal worden verkregen.

Zal niet tot kapitaalsreorganisatie worden overgegaan, dan zal in de toekomst, wanneer er weer winst wordt gemaakt, deze moeten worden aangewend tot dekking van het verlies en aanvulling van de reserve. Eerst dan zal er van dividenduitkeering weer sprake kunnen zijn.

In alle gevallen, waarin de bedrijfsresultaten in de afgelopen jaren slecht zijn geweest en ook voor de naaste toekomst nog geene winstmogelijkheden bestaan, zal de waardebepaling der aandelen geheel op schatting moeten berusten. Wanneer betere tijden aanbreken, zullen er meer positieve gegevens aanwezig zijn om tot eene bepaling van de waarde van de aandelen te komen.

Ten slotte nog eene opmerking over de wijze, waarop het bedrijf wordt gefinancierd. Bij de waardebepaling van aandelen zal onderscheid gemaakt moeten worden tusschen vennootschappen, die geheel of nagenoeg geheel met eigen middelen van de aandeelhouders worden gefinancierd en vennootschappen, die een groot gedeelte van haar bedrijfskapitaal bij derden hebben opgenomen. Wordt het bedrijf met een groot bankcrediet gefinancierd, dan zal in tijden van economische depressie de rentelast van dit crediet zwaar op de exploitatie van het bedrijf drukken; bovendien bestaat dan de mogelijkheid, dat het voortbestaan van de vennootschap wordt bedreigd, doordat het crediet sterk wordt ingekrompen of geheel wordt opgezegd. Zijn de geldmiddelen van het bedrijf voor een groot gedeelte verkregen door het plaatsen van obligaties bij derden (dus buiten den kring van aandeelhouders), die binnen afzienbaren tijd ter aflossing kunnen worden aangeboden, dan zullen ook hier de verschuldigde rente en de verplichting tot aflossing in ongunstige tijden het bedrijf in moeilijkheden kunnen brengen.

In het algemeen zullen vennootschappen, die voor de financiering van haar bedrijf voor een belangrijk gedeelte kapitaal bij derden hebben opgenomen, eerder in financiële moeilijkheden kunnen geraken. Dit feit zal bij de waardebepaling van de aandelen in deze vennootschappen in aanmerking moeten worden genomen.

Het zal een nadeeligen invloed uitoefenen op de waarde van de aandelen.

De statuten geven geen normale winstverdeling.

In de statuten van de besloten vennootschap wordt ten aanzien van de winstverdeling meermalen de bepaling opgenomen, dat, nadat aan de aandeelhouders een zeker dividend (bijv. 6 %) en aan directie en commissarissen tantième zal zijn uitgekeerd, de overige winst ter beschikking van de algemeene vergadering zal worden gesteld. Dit laatste heeft dan in den regel tot gevolg, dat de overige winst wordt gebruikt voor extra-afschrijving en reserveering.

Het uitgekeerde dividend is hier geen maatstaf voor het rendement van het in de onderneming geïnvesteerde kapitaal. Wordt de ingehouden winst liquide belegd, dan kan zij ten allen tijde worden uitgekeerd. Vastgesteld zal in dit geval moeten worden, hoe groot het toekomstig dividend zal zijn bij normale afschrijving en reservevorming. Dit dividend zal bij

de bepaling van de waarde der aandelen in aanmerking moeten worden genomen.

In dit verband nog eene opmerking met betrekking tot het in de onderneming aanwezige vermogen. Komen in de toekomst de ingehouden winsten tot uitkeering, dan zal over de uitdeelingen dividend- en tantième-belasting moeten worden betaald. Bij de vaststelling van genoemd vermogen zal hiermede rekening zijn te houden.

Het uitkeeren van een klein gedeelte van de gemaakte winst heeft tot gevolg, dat, indien de niet uitgekeerde winst niet wordt aangewend in het bedrijf, in den loop der jaren zeer groote bedragen aan liquide middelen worden gevormd, die voor het bedrijf overbodig zijn. Wanneer dit geval zich voordoet, zal men bij de waardebepaling van de aandelen het vermogen in de onderneming moeten splitsen in twee gedeelten: in een vermogen, dat op het eigenlijke bedrijf en een vermogen, dat op belegging van voor het bedrijf overtollige geldmiddelen, betrekking heeft. Ook de winst zal gesplitst moeten worden in: een eigenlijke bedrijfswinst en inkomsten uit beleggingen van overtollige geldmiddelen. Zoodoende kan men komen tot eene beoordeeling van den toestand van het eigenlijke bedrijf.

De waarde van de aandelen wordt dan bepaald door de waarde van 1e. het eigenlijke bedrijf en 2e. de belegging van de overtollige geldmiddelen.

De bepaling van de waarde van het bedrijf geschiedt op de wijze, zooals deze hierboven is aangegeven. Is deze waarde vastgesteld, dan moet zij vermeerderd worden met de waarde van de beleggingen der overtollige geldmiddelen. De som van beide waarden zal den koers der aandelen bepalen.

Bij de beoordeeling van de beleggingen, die voor het bedrijf overbodig zijn, zal men natuurlijk op voorzichtige wijze te werk moeten gaan. Bestaat er mogelijkheid van uitbreiding van het bedrijf, dan zal hiermede rekening moeten worden gehouden, zoo ook met eventuele aflossingen van opeisbare schulden (obligaties, deposito's e.a.).

Het aandelenbezit is voor de verschillende aandeelhouders zeer uiteenlopende.

Bij bovenstaande beschouwingen werd uitgegaan van eene min of meer gelijke verdeling van de aandelen. In de praktijk is dit echter niet altijd het geval. Naast eene groep van grootaandeelhouders, die de macht uitoefenen in de vennootschap, staat vaak een groep van aandeelhouders, die slechts enkele aandelen bezitten en op de besluiten van de algemeene vergadering geen invloed kunnen uitoefenen. De aandeelhouders van deze minderheidsgroep zijn onderworpen aan de dividendpolitiek van de grootaandeelhouders. Wordt volgens besluit van de algemeene vergadering slechts een gedeelte van de voor uitkeering beschikbare winst uitgedeeld, dan zal bij de waardebepaling van de aandelen van de grootaandeelhouders rekening moeten worden gehouden met de niet tot uitkeering gebrachte winst op de wijze, zooals hierboven werd aangegeven. Voor de aandeelhouders, die slechts enkele aandelen bezitten, zal bij de bepaling van de waarde van hunne aandelen het uitgekeerde dividend in aanmerking komen. In tegenstelling met de groep grootaandeelhouders hebben zij niet de macht de voor uitkeering beschikbare winst tot uitdeeling te brengen.

Nemen de bestuurders van de vennootschap door hun groot aandelenbezit eene overwegende machtspositie in, dan komt het meermalen voor, dat zij hiervan gebruik maken door zichzelf een abnormaal hoog salaris en tantième toe te kennen. Voor zoover het salaris en het tantième meer dan eene normale beloning voor de bestuursfunctie zijn, zal aangenomen

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 geseholde 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 incurant 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 zoodanig 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 incurant 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, incurant) 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 incurante 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-