

Ten slotte vraagt het aan het einde der onder e. genoemde waarde-rechten, n.l. dat op een deel van het liquidatie-overschot onze aandacht. Eerstens is hier aan de orde: welk deel van het overschot na kapitaal-uitkeering wordt toegewezen aan de winstbewijzen? Voorts hoe is de schatting ten opzichte van het mogelijke tijds-moment der liquidatie-uitkeering? Dan nog: welke waarde valt hieraan toe te kennen, vooral rekening houdend met mogelijke intèring van de gekweekte reservepositie? Van de beantwoording dezer vragen hangt het af, of de invloed van de liquidatie-uitkeering bij de berekening van de contante waarde aller geschatte uitkeeringen al dan niet van groote beteekenis zal zijn. Gemeenlijk zal dit waarde-surplus wel niet van zoo overwegend belang blijken voor de rentabiliteits-waarde van het winstbewijs.

Het behandelde onderwerp is met bovengegeven schematische bespreking nog verre van uitgeput. De mij toegedachte tijds- en plaats-ruimte nopen mij echter voor ditmaal hiermede te volstaan.

A. B. A. VAN KETEL

DE WAARDERING VAN HET INCOURANTE AANDEEL VOOR DE VERMOGENS- EN SUCCESSIEBELASTING

Inleiding.

In een tijdschriftartikel kan het mij ter behandeling gegeven onderwerp slechts van enkele zijden worden bekeken. Ik kies enige zijden die gelegenheid tot strijd bieden.

Tot de „incourante aandelen” zullen hieronder worden gerekend de aandelen, die noch voorkomen op de prijscourant, die ingevolge art. 47 van de Successiewet op last van den Minister van Financiën wordt opgemaakt, noch op de prijscourant van de Vereeniging voor den Effectenhandel.

Wettelijk geldt voor de incurante aandelen dezelfde waarderingsmethode als voor de aandelen, die wel in de prijscourant van de Vereeniging voor den Effectenhandel maar niet in die van art. 47 Successiewet zijn opgenomen. Maar in de praktijk is dit niet het geval. In de praktijk (zie ook de splitsing onder 27h van het aangiftebiljet voor de vermogensbelasting) wordt voor de aandelen met beursnotering deze notering trouw gevolgd — en dat is goed ook; maar deze trouw ontbreekt ten aanzien van andere noteringen, buiten de beurs, ook al vindt min of meer geregeld verhandeling plaats en al worden deze verhandelingen ook periodiek gepubliceerd, bijv. in het Weekblad van Broekman's Commissiebank.

Voor de vermogensbelasting moet de waarde van de effecten, die niet voorkomen op de prijscourant van art. 47 Successiewet, worden „geschat op hunne geldswaarde naar de laatst bekende gegevens” (art. 7 1r. C); voor het successierecht moet zij volgens art. 47 1r. d van de wet worden „bepaald op hunne geldswaarde, naar de begroting des aangevers”, terwijl art. 62 spreekt van de „wezenlijke waarde”. Zou men anders kunnen schatten dan „naar de laatst bekende gegevens”? Deze toevoeging is nietszeggend, en ditzelfde mag gezegd worden van de termen die de Successiewet bezigt. Uit de wettelijke termen vloeit derhalve naar mijn mening geen grond voort om ten aanzien van de waardering van incurante aandelen een onderscheid te maken tussen die voor de vermogensbelasting en die voor het successierecht. Zulk een grond is m.i. evenmin in de aard van de beide heffingen gelegen. Hieronder zal dan ook geen onderscheid worden gemaakt.

§ 1.

De opvatting is tamelijk verbreid, dat tussen de wettelijke termen „verkoopwaarde” en „geldswaarde” een tegenstelling bestaat in deze zin, dat, wanneer de wet van „geldswaarde” spreekt, de gedachte aan „verkopen” geweerd zou moeten worden en de vermoedelijke prijs bij verkoop niet de belangrijkste waardebepalende factor zou zijn. Ik acht deze opvatting onjuist.

Alle waardebepalingen, die volgens de twee wetten door den belastingheffer verricht moeten worden, hebben één doel: het vaststellen van de mate, waarin de gewaardeerde zaak den belastingplichtige op een zeker tijdstip in staat stelt geld af te staan aan de gemeenschap.

Hieruit mag m.i. worden afgeleid, dat het grondbegrip van waarde in deze wetten moet zijn:

1°. een aantal geldeenheden, een „geldswaarde”;

2°. het aantal geldeenheden, dat de belastingplichtige naar schatting door middel van de te waarderen zaak op het aangegeven tijdstip zou kunnen ontvangen; het aantal waarover hij geacht kan worden de beschikking te kunnen verkrijgen. Het zijn deze aantallen die zijn capaciteit bepalen om op dat tijdstip geld, o.m. aan belasting, uit te geven.

Voor dit grondbegrip is de aangewezen term de verkoopwaarde, aldus te verstaan: de vermoedelijke prijs bij verkoop op dat ogenblik, te besteden door den besten koper, waarop mag worden gerekend, indien de verkoop op de voor het te waarderen goed gebruikelijke wijze onder normale omstandigheden plaats vindt, nadat zij op de gebruikelijke wijze is voorbereid. De aan den belastingplichtige toebehorende zaken worden zodanig gecombineerd of gesplitst, dat de hoogste prijs verkregen wordt.

Het is een denkbeeldige verkoop; zij vindt op dat ogenblik niet werkelijk plaats en zou veelal ook niet op de aangegeven wijze kunnen plaats vinden omdat de gebruikelijke voorbereiding ontbreekt. Verkoopwaarde is hier slechts een verwachting (meestal met betrekking tot een tijdstip in het verleden) van hem die de waarde toekent. Ook bijv. van een juridisch onverkoopbare zaak kan deze verkoopwaarde bepaald worden; verondersteld wordt dat een koper dezelfde aanspraken zou verkrijgen, die de rechthebbende heeft.

Geldswaarde is taalkundig een veel ruimer begrip dan verkoopwaarde. Het omvat alle waarden die uitgedrukt worden in geld, dus ook de vermoedelijke prijs bij verkoop op heden (de verkoopwaarde), ook de prijs die bijv. voor effecten volgens een prijscourant enige tijd vóór het aangewezen tijdstip de facto is besteed, ook de balanswaarde, ook het bedrag waarvoor de eigenaar een niet-vervangbare zaak zou willen afstaan. enz.

Deze neutrale, alles omvattende, zin verschaft het woord „geldswaarde” terecht z'n plaats in art. 3 wet V.B.

Geldswaarde is een zo algemene term, dat zij voor de uitvoering van deze belastingwetten „op zichzelf niets zegt” (aldus terecht *Adriani* ten aanzien van de vermogensbelasting, 4e druk p. 61); de term heeft in een belastingwet niet meer inhoud dan „waarde” daarin zou hebben of heeft¹⁾. Wordt derhalve de term „geldswaarde” in de wet gebruikt, zonder een zinvolle nadere aanduiding, dan zal men, uitgaande van het doel waarvoor de waardebepalings dient en van de speciale aard van de te waarderen zaak, het begrip nauwkeuriger moe-

¹⁾ Ten onrechte schrijft *B. J. de Leeuw* (De wetgeving op het recht van successie, 7e druk, p. 527), dat de onderscheiding in art. 47 bij het gebruik van de woorden verkoopwaarde, waarde en geldswaarde „zeer nauwkeurig mag worden genoemd”; voor de woorden waarde en geldswaarde bijv. kan dit m.i. niet voldoende gemotiveerd worden.

ten bepalen. Uit het bovenstaande volgt, dat het m.i. voor de hand ligt om dan in de eerste plaats aansluiting te zoeken bij de verkoopwaarde in de boven aangegeven zin. Voor het aannemen van een tegenstelling tussen de termen geldswaarde en verkoopwaarde als bedoeld in de aanhef van deze § ontbreekt m.i. voldoende grond. Een en ander vindt naar het mij voorkomt krachtige steun in de geschiedenis van onze wetten.

Minister *Pierson* had ter toelichting van zijn eerste ontwerp van wet op de vermogensbelasting in 1892 de woorden kunnen neerschrijven, waarmee *Treub* in 1915 het door hem voorgestelde artikel 7 toelichtte: „Wat aangaat de waardebepaling van de onderscheidene vermogensbestanddeelen, wordt in het algemeen de schatting van het vermogen op de verkoopwaarde voorgeschreven”. *Pierson* had voor de bepaling van „de waarde van het vermogen” als regel aangewezen de „verkoopwaarde” zonder meer. Slechts *ter wille van de eenvoud* bij de uitvoering van de wet werd soms van de verkoopwaarde afgeweken; deze afwijkingen betroffen — behalve de bevoegdheid in art. 9 gegeven aan kooplieden om de balanswaarde aan te geven — voornamelijk twee groepen:

- a. de binnenslands gelegen gebouwde en ongebouwde eigendommen, waarvoor gemakshalve in art. 7A een veelvoud van de belastbare opbrengst werd genomen. Voor die gevallen echter, waarin de belastbare opbrengst „geen verband houdt met de verkoopwaarde” (M.v.T.) wees art. 7B weer de verkoopwaarde aan. Ook voor de gebouwde en ongebouwde eigendommen bleef dus de verkoopwaarde het richting bepalende begrip; in overeenstemming hiermede werd bij de M.v.A. aan de belastingplichtigen steeds de bevoegdheid gegeven de verkoopwaarde in de plaats te stellen van het veelvoud van de belastbare opbrengst²⁾.
- b. de effecten, waarvoor schatting op hun „geldswaarde naar de laatst bekende gegevens” werd voorgeschreven. Bij „laatst bekende gegevens” dacht de Minister voornamelijk aan alle bestaande prijseouranten, officiële en andere. Deze vermelden echter niet de geschatte prijs bij verkoop op heden van het aantal aandelen, dat den belastingplichtige toebehoort, dus niet de verkoopwaarde daarvan in de boven aangewezen zin, doch een werkelijk in het verleden tot stand gekomen prijs voor een ander aantal toen verhandelde stukken.

Hier laat de aard van de te waarden zaak een praktische vereenvoudiging toe: in de plaats van de schatting van de vermoedelijke prijs bij een denkbeeldige verkoop treedt de bindende gelijkstelling van de waarde aan de werkelijke prijs besteed voor overeenkomstige eenheden. Om praktische redenen wordt enigszins afgeweken van het zuivere begrip verkoopwaarde en de Minister geeft daarom in 1892 voor effecten terecht de voorkeur aan de neutrale term „geldswaarde”. Maar het is duidelijk, dat deze voorkeur niets te maken heeft met een bedoeling om de gedachte aan „verkopen” te weren; deze gedachte bleef integendeel onverzwakt op de voorgrond staan. Dit laatste geldt eveneens met betrekking tot het inlassen in 1918 van „geldswaarde naar de laatst opgemaakte prijseourant, bedoeld in artikel 47 der Successiewet”. Het element „verkopen” is daarom in de geldswaarde van art. 7I.C evenzeer aanwezig als in verkoopwaarde.

(Dit acht ik historisch en systematisch gezien, ook juist voor de „geldswaarde, in verband met hare bestemming” voor „alle

²⁾ Zoals bekend, heeft *Treub's* ontwerp van 1915 geleid tot het vervangen in 1918 van deze bevoegdheid door de verplichting de verkoopwaarde te volgen, waarmee deze van *Pierson* afkomstige afwijking is vervallen.

overige zaken” in art. 7E; ook hier is er reden om aan de neutrale term de voorkeur te geven boven „verkoopwaarde”, zonder dat daarmee het element „verkopen” wordt uitgeschakeld.)

Met betrekking tot de Successiewet onderschrijf ik, zowel op grond van de aard van het successierecht als van de geschiedenis van de wet, ten volle de mening van *B. J. de Leeuw*. (De wetgeving op het recht van successie, 7e druk, p. 527):

„In 't algemeen is de bedoeling der wet, dat in aanmerking kome de *verkoopwaarde*, d.w.z. de som, die de erfgenaam of de verkrijger geacht moet worden voor den afstand van zijn eigendom of voor de uitoefening van zijn recht te kunnen bedingen en als equivalent van de zaak in zijn vermogen te kunnen doen overgaan”.

Terecht voegt *De Leeuw* hieraan toe, dat *Sprenger van Eijk* te ver ging, toen hij stelde: „Dat het woord geldswaarde niets anders is dan verkoopwaarde” en deze mening enkel grondde op het feit dat „de som bij verkoop (van effecten) te bedingen, geldswaarde wordt genoemd”. Geldswaarde is m.i. in art. 47d om dezelfde reden als in art. 7C van de wet op de vermogensbelasting, een iets betere term dan verkoopwaarde. Ook voor de Successiewet geldt, dat praktische gronden bijv. in art. 47c en e hebben geleid tot het vervangen van het grondbegrip verkoopwaarde door een andere waarde.

Samenvattend:

De wetgever heeft in beide wetten de verkoopwaarde als het grondbegrip neergelegd. Dit is in overeenstemming met het wezen van de heffingen.

Waar zich, bij het gebruik van een andere term dan verkoopwaarde, niets verzet tegen aansluiting bij het grondbegrip, ligt aansluiting voor de hand.

De term „geldswaarde” op zich zelf is neutraal en verzet zich niet tegen zulk een aansluiting; verzet vloeit evenmin voort uit de toevoegingen in de beide wetten: „naar de laatst bekende gegevens” en „naar de begrooting des aangevers”.

Bij effecten staat de wettelijke term „geldswaarde”, voor zoveel de effecten van de prijseourant van art. 47 Successiewet betreft, voor: de werkelijke verkoopprijs van eenheden omstreeks het waarderingsmoment. De praktijk volgt dezelfde toepassing ten aanzien van de fondsen, die wel voorkomen op de prijseourant van de Vereniging voor den Effectenhandel en niet op de lijst van art. 47.

§ 2.

Het vorenstaande leidt mij tot de conclusie, dat een redelijke wetstoepassing meebrengt dat bij de waardering van incourante aandelen worde gezocht naar de vermoedelijke opbrengst bij verkoop, en dat bij de waardering van aandelen, waarvan min of meer geregeld verhandeling plaats vindt, worde uitgegaan van de prijs, die het laatst vóór het waarderingsstijdstip werkelijk is besteed. Over laatstbedoelde aandelen wordt in deze § gesproken.

In de praktijk wordt meer dan eens van de werkelijk bestede prijs afgeweken, waarbij de belastingadministratie zich beroept op enkele arresten van de Hoge Raad, waaruit wordt afgeleid dat de verkoopprijs een gegeven is zonder bijzondere betekenis. Meer dan eens wordt aldus een door de belastingadministratie becijferde waarde in de plaats gesteld van de waarschijnlijke prijs bij verkoop.

Is zulk een becijferde waarde dan naar objectieve maatstaf superieur aan, juister dan de verkoopprijs van een vrij geregeld verhandeld aandeel? M.i. neen.

Elke waardebepaling van een aandeel is de taxatie van de contante waarde van de verwachte toekomstige geldopbreng-

sten, in de vorm van dividenden of liquidatieuitkeringen of via bonusaandelen en claims.

Dit is niet alleen de waardebeoordeling, die plaats vindt bij elke ambtelijke en/of deskundige berekening, maar ook bij elke aanbidding ten verkoop en bij elk bod door een gegadigde; de prijs, waarvoor verhandeling plaats vindt, is de resultante van zulke waardeschattingen door een groter of kleiner aantal personen.

Er is dan ook geen principieel verschil tussen een berekende waarde en de verkoopwaarde; een berekende waarde is niet anders dan de berekening van een redelijke verkoopprijs. Er is alleen een verschil in waarderenden.

In de eerste plaats is nu het aantal personen, dat invloed heeft uitgeoefend op een verkoopprijs, in de regel groter dan het aantal dat heeft meegewerkt aan een berekening.

In de tweede plaats moet gezegd worden dat de deskundige veelal beschikt over vollediger gegevens, die het nu en het verleden betreffen, dan de man van de „markt”. Maar het eigenaardige is hier, dat het — afgezien van het speciale geval van een op handen zijnde liquidatie — aankomt op toekomstverwachtingen. En ten aanzien van de toekomst kan ik in economische aangelegenheden geen superioriteit toekennen aan den waarderenden deskundige boven den man van de markt.

Last but not least: de aanbieder en de gegadigde dragen de financiële consequenties van hun waardeschattingen in volle zwaarte, den deskundige drukt geen financiële verantwoordelijkheid voor zijn taxatie.

Dit laatste acht ik, op grond van eigen beseiden ervaringen als schatter en als belegger, van grote betekenis. Als men een schatter, die tot een hogere waarde komt dan de prijs waarvoor men werkelijk kan kopen, verzoekt om zich eens goed te verdiepen in de vraag, of het door hem getaxeerde bedrag niet te hoog is aangezien hij het aandeel ook voor de prijs waarvoor hij het kan krijgen toch niet koopt, dan zal het antwoord gewoonlijk luiden: „Ik heb geen geld te beleggen”. Welnu, ik waag het, op grond van m'n eigen ervaring, dit voor de meeste gevallen zelfmisleiding te noemen. Er is mij meermalen door deskundige taxateurs zulk een hogere berekening voorgelegd, die mij in kwaliteit van mede-taxateur volkomen overtuigend voorkwam. Maar wanneer ik dan het innerlijke raderwerk omschakelde op mijn, op dat ogenblik ook aanwezige, kwaliteit van iemand die enig geld te beleggen had, dan schrok ik in de meeste gevallen terug voor het risico en wilde zelfs niet voor de lagere prijs waarvoor ik wist dat de aandelen te krijgen waren, kopen. M.a.w. in die berekening bleken, als putje bij paaltje kwam, mijn toekomstverwachtingen toch niet voldoende te zijn verwerkt. Ik zie geen reden waarom deze ervaring op speciale eigenschappen van mijn persoon zou berusten.

Nu kan men hierop antwoorden: „ja maar we mogen ook rekening houden met grotere beleggers dan U”. Goed, die zijn er inderdaad, maar ik heb ook meermalen dergelijke verleidelijke berekeningen gezien in handen van grote beleggers en dan vernomen: „Ik weet er niets tegen in te brengen maar ik heb het er niet voor over”. Berekeningen maken zonder financiële verantwoordelijkheid en een bod uitbrengen zijn twee.

Voert men tegen dit betoog aan, dat hier de vermoedelijke verkoopprijs als opperste maatstaf is aangelegd, terwijl juist van andere zijde betwist wordt, dat we iets met enige verkoopgedachte te maken hebben, dan luidt het antwoord dat het zinvol wordt geacht om die maatstaf aan te leggen. Omdat de vraag naar de verkoopmogelijkheid de proef op de som is als men wil onderzoeken of wel voldoende rekening is gehouden met de toekomstverwachtingen. Wat heeft meer zin als het gaat om iemands draagkracht te bepalen: afgaan op de toekomstverwachtingen, die één of enkele schatters zonder financiële verantwoordelijkheid denken dat zij zouden laten gelden,

of op die, welke niet alleen de kopers en de verkopers maar ook allen, die koop of verkoop overwegen, met aanvaarding van de financiële consequenties in de maatschappij daadwerkelijk doen gelden?

Niemand zal wel betwisten, dat het dwaas zou zijn de noteringen van de ter beurze genoteerde effecten te vervangen door berekende waarden, ook al zouden de berekeningen door de allerbekwaamste lieden worden gemaakt. Niemand zal wel beweren, dat het mogelijk is door berekeningen een resultaat te verkrijgen, dat, objectief beoordeeld, beter kan worden genoemd dan de beursnotering, die onder invloed van zo veel financieel geïnteresseerde, waarderende personen tot stand komt. Al kunnen we het er over eens zijn, dat de historie heeft bewezen dat de effectenbeurs vaak overdrijft, naar boven in tijden van voorspoed, naar beneden in tijden van depressie. Maar wie zou zich — niet tal van jaren maar terstond of slechts enige maanden na het waarderingstijdstip — durven aanmatigen te zeggen *in welke mate* de beurs op dat ogenblik overdreef? ³⁾

Deze superioriteit neemt af naarmate het aantal personen daalt, dat met financiële belangstelling de tot stand komende prijzen volgt. Maar naar mijn smaak moet het al heel gering worden, zal een berekende waarde superieur aan de verkoopprijs mogen worden genoemd. Voor aandelen, die min of meer geregeld verhandeld worden, is dit m.i. niet het geval.

Voor zulke aandelen acht ik het noch op grond van een redelijke interpretatie van de wetten (§ 1), noch op grond van economische overwegingen (§ 2) verantwoord af te wijken van de buiten de beurs tot stand komende notering.

§ 3.

Wanneer iemand door middel van zijn n aandelen, zeggenschap heeft over de uitdelingen van een N.V., maar hij maakt van deze macht geen gebruik op een wijze die strijdt met de wensen van de andere aandeelhouders, dan is er uit hoofde van deze zeggenschap geen aanleiding om zijn aandelen anders te waarderen dan op $n \times$ de waarde van één aandeel, toebehorend aan een anderen aandeelhouder. Maakt hij van die macht wel gebruik, bijv. om minder uit te keren dan andere aandeelhouders wensen, dan zal bij de waardering van de aandelen rekening worden gehouden met het feit van de reservevorming; maar er is geen aanleiding om hiermee met betrekking tot den groot-aandeelhouder op andere wijze rekening te houden dan met betrekking tot de kleine aandeelhouders.

De zeggenschap over de uitdelingen leidt, als men met eerlijke mensen te doen heeft, niet tot een waardering van de n aandelen op meer dan $n \times$ de waarde van één aandeel van een anderen aandeelhouder. Want deze zeggenschap levert geen grond op om in de toekomst voor den groten aandeelhouder andere opbrengsten te verwachten als voor den kleinen.

Maar de grote aandeelhouder kan toch den kleine soms dwingen om zijn aandeel goedkoop aan hem over te doen. Zeker, maar de omstandigheid, dat van een aandelenpak een oneerlijk gebruik *kan* worden gemaakt, kan toch bezwaarlijk grond opleveren voor een waardeverhoging.

Wat betreft de zeggenschap over een directeursfunctie of andere betrekking in dienst van de N.V.: indien de groot-aandeelhouder voor zijn arbeid als directeur de beloning geniet die overeenstemt met de waarde van zijn werkzaamheden, dan

³⁾ Dat de conjunctuurgolven hier gevolgd worden, kan moeilijk als een bezwaar worden beschouwd bij de toepassing van wetten, die voor de meeste bezittingen (onroerende goederen, genoteerde effecten, bedrijfsvermogen) zulk volgen verlangen.

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 directie van 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 directieuren 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.