

brengst⁵⁾. Een vermogensobject, dat geen opbrengst oplevert heeft slechts waarde, wyl het verwisseld kan worden tegen een, dat wel opbrengst levert⁶⁾. Want uiteindelijk steunt alle waarde op de geschiktheid tot behoeftebevrediging. Welnu, als de waarde van een vermogensobject is de gekapitaliseerde opbrengst, dan zal men zich af moeten vragen: welke opbrengst krijg ik van dit object? Is deze opbrengst voor ieder gelijk, dan zal men komen tot de objectieve waarde, de waarde, die ieder ander, ongeacht zijn persoonlijke omstandigheden, geeft voor het genot of de mogelijkheid van genot, in het object geïncorporeerd. Is deze opbrengst echter voor den toevalligen eigenaar hooger of lager, dan zij voor een derde zou zijn, dan geldt de vraag: wat zou een derde voor de opbrengst geven, zooals *ik* die in mijn omstandigheden geniet. Hier komen we dus niet tot de bijzondere subjectieve waarde, maar tot de algemeene subjectieve waarde.

Bij die objecten dus — en dat is de meerderheid — waarbij de opbrengst onafhankelijk is van den persoon van den toevalligen eigenaar en van diens bijzondere omstandigheden (constellatie van het vermogen enz.) zal de verkoopwaarde criterium zijn. Vandaar, dat we deze zoo vaak in de wet op de vermogensbelasting en in de successiewet genoemd zien.

In de gevallen echter, waarin de zoeven genoemde onafhankelijkheid niet bestaat, zal genomen moeten worden de waarde, afgeleid uit de opbrengst, welke de toevallige eigenaar geniet. Zoo kunnen er b.v. effecten zijn, wier bezit den eigenaar bijzondere voordeelen biedt, afgescheiden van de gewone, als dividend enz. Om een voorbeeld te noemen: voor den eigenaar van alle aandelen van een veembedrijf, dat door dezen gedwongen wordt van zijn in privé geëxploiteerd expeditiebedrijf gebruik te maken, hebben deze aandelen een hooger waarde, dan voor een ander.

6. CONCLUSIEN.

De begrippen „waarde” en „geldswaarde”, zooals deze gehanteerd worden in de belastingwetten, dekken elkaar.

Daar, waar de persoonlijke omstandigheden van den toevalligen eigenaar, verkrijger of geniet, ofwel geen rol spelen ten aanzien van de geschiktheid van de zaak tot behoeftebevrediging, ofwel de geheele opzet der wet erop gericht is, met deze bijzondere geschiktheid geen rekening te houden, hebben we rekening te houden met de objectieve waarde, de waarde in het verkeer, de verkoopwaarde. Soms drukt de wet dit zelf reeds uit, soms zwijgt de wet hierover, doch komen wij door redeneering daartoe.

Daar, waar de persoonlijke omstandigheden van den toevalligen eigenaar, verkrijger of geniet eener zaak invloed hebben op de mate, waarop die zaak zijn behoeftebevrediging dienen kan, en de aard der wet erop gericht is, deze persoonlijke behoeftebevrediging te treffen, moet bij de waardebepaling daarmee rekening worden gehouden. Echter slechts in dezen zin, dat moet worden nagegaan, welke waarde de zaak of het genot zou hebben voor den doorsnee-derde, die in gelijke omstandigheden zou verkeer, als thans de toevallige eigenaar, verkrijger of geniet.

J. P. CROIN

⁵⁾ Polak. De Naamlooze Vennootschap, 15 Febr. 1938 blz. 323.

⁶⁾ Die verwisseling kan soms aan allerlei bezwarende voorwaarden zijn verbonden, ja zelfs voorloopig onmogelijk zijn; dit alles drukt dan ook de waarde.

DE WAARDE VAN HET WINSTBEWIJS

Indien in dit speciale nummer het waardeprobleem van incurante waardepapieren door verschillende schrijvers aan een meer uitvoerig onderzoek wordt onderworpen, is het begrijpelijk, dat aan één van de zeker typisch incurante (of minder courante) fondsen: te weten „het winstbewijs”, eene afzonderlijke beschouwing wordt gewijd.

Op den voorgrond zij echter reeds dadelijk gesteld, dat zulks niet hoeft te geschieden, omdat nieuwe elementen bij dit waarde-onderzoek zullen optreden. Integendeel. Van het complex van factoren, hetwelk b.v. de waardevaststelling (of benadering) van het incurante aandeel beheerscht, komen hier slechts enkele — daardoor wellicht wat meer geprononceerd — op den voorgrond. Hierin schuilt mede de reden, waarom, ter voorkoming van onvruchtbare herhalingen, van een principiële of theoretisch breed omschreven opzet is afgezien, zoodat de inhoud zal beperkt zijn tot eene bepaling van de probleem-factoren.

Het winstbewijs geeft in zijn eenvoudigsten vorm: het recht op een nauwkeurig omschreven deel van de winst eener onderneming. Als zoodanig wordt het ook genoemd: „bewijs van deelgerechtigdheid” (in de winst); voorts komen benamingen voor, welke meer de ontstaans-oorzaak aanduiden, en wel: „oprichtersbewijs”, indien de winstrechten zijn toegekend bij de oprichting als tegenpraestatie tegenover initiators of eerste kapitaal-verschaffers; „restantbewijs”, indien bij eene kapitaal-reorganisatie der onderneming de vervallen nominale kapitaal-interesse wordt omgezet in eene uitsluitende winst-interesse. De term „winstaandeel” voor het winstbewijs wordt, om de onjuiste of minstens verwarring stichtende aanwending van het begrip „aandeel”, door vele schrijvers — en zulks m.i. niet ten onrechte — afgekeurd.

De omschrijving van het aan het winstbewijs toegekende recht vindt plaats in het vennootschappelijk contract. Waar het mij gerechtvaardigd dunkt uitsluitend van de N.V. als ondernemingsvorm uit te gaan, zullen de statuten der onderneming, naast de Wet op de N.V., het rechtskarakter afdoende moeten vastleggen.

Met betrekking tot het waarde-onderzoek vallen in groote lijnen drie groepen van statutaire omschrijvingen te onderscheiden:

- a. *de algemeene regelingen*: de benaming; de vorm van afgifte en de wijze van overdracht; het aantal; de individualiteit of de collectiviteit; enz.;
- b. *de bijzondere rechten*: (eventueel) het recht van voordracht bij bestuurs-benoemingen; enz.;
- c. *de directe waarde-rechten*: het bij de omschrijving der winstbepaling en winstverdeling toegekende percentage; de (eventueel) begrenzende voorwaarden voor den duur of voor het bedrag der uitkeeringen; het (eventueel) recht op een deel van het liquidatie-overschot.

In overeenstemming met de reeds gegeven essentiële begripsaanduiding van het winstbewijs, komt als kern voor de waardeberekening uit deze statutaire omschrijving naar voren: — het aantal uitgegeven winstbewijzen; — het percentage in totaal van de overwinst daaraan toegekend.

Wat te combineren valt tot :

— het aan één winstbewijs toevallende percentage van de overwinst der onderneming.

In algemeen zinnig is overwinst dat gedeelte van de winst, hetwelk overblijft, nadat: a. de noodzakelijke reserveeringen zijn geschied; b. een statutair vastgesteld percentage aan de aandeelhouders over het nominale kapitaal is uitgekeerd. Deze overwinst draagt het karakter van: ondernemings-premie, want zij stelt het surplus voor boven de normale rentebelooning over het geheele in de onderneming gebezigde kapitaal¹⁾. Voor de onderneming ligt de mogelijkheid deze premie te behalen in de navolgende grondslagen:

1. de algemeene economische gesteldheid;
2. de positie in dit bestel van de geheele bedrijfsgroep (kolom), waartoe de onderneming behoort;
3. de plaats, welke alle gelijksoortige ondernemingen in deze groep (kolom) innemen;
4. de eigen technische en financiële positie der onderneming.

In dit economisch en bedrijfseconomisch zoo bijzondere overschot deelt het winstbewijs *uitsluitend*, zulks in tegenstelling met het (courante of incurante) aandeel, waar bij de waardeberekening de deelgerechtigheid in de overwinst eene *aanvullende* beteekenis heeft. Een principieel verschil bij het waardeonderzoek ontstaat hierdoor evenwel niet voor zooverre het deze factor betreft.

De kern-waarde van het winstbewijs is de contante waarde van alle toekomstige uitkeeringen. Voor de schatting hiervan kunnen de uitkomsten van het verleden en heden als richtlijnen dienen; het uiteindelijke resultaat zal gefundeerd zijn op hetgeen volgens de gegeven vier grondslagen toekomstig als premie voor de onderneming valt te verwachten. En dit niet voor ééne periode, doch voor een oneindige reeks²⁾. De uit deze schatting toevallende reeks ongelijke uitkeeringen aan het winstbewijs wordt geconsolideerd tot één gemiddelde periodieke uitkeering. Zijn bij de vaststelling van dit permanente uitkeeringcijfer zoo verantwoord mogelijk alle te verwachten invloeden verdisconteerd, dan verkrijgt een dusdanig geschat rendements-cijfer de beteekenis van een genormaliseerde rente-uitkomst.³⁾ Doch dan vloeit mede hieruit voort, dat de kapitalisatie-basis ter herleiding eener zoodanig geschatte bate van het winstbewijs de normale rente-voet zal moeten zijn.

Een andere vaststellingswijze, welke zeker in de praktijk meer gebruikelijk is, wordt gevolgd, indien wel het uitkeeringcijfer als toekomstig gemiddelde uit de 4 genoemde grondslagen is afgeleid, doch het meerendeel der onzekere factoren voor het toekomstig verloop, mede voortvloeiende uit het typische premie-karakter, zal worden verdisconteerd in de kapitalisatie-basis. Bij deze handelwijze nadert over het algemeen het uitkeerings-gemiddelde veel meer het historisch gemiddelde; de kapitalisatie-basis loopt dan op tot 2 à 2½ maal de normaal-rente.

Het spreekt van zelf, dat voor beide genoemde gedragslijnen alléén de juiste en volledige schatting van alle waardeinvloeden leidt tot het verkrijgen van de gerechtvaardigde rentabiliteitswaarde van het winstbewijs.⁴⁾

Mij rest nog de bijzondere invloeden te bespreken, welke

¹⁾ De invloed van de reserve-positie der onderneming komt onder den genoemden 4en grondslag tot uiting.

²⁾ Aangenomen wordt hierbij, dat het liquidatie-tijdstip niet in aanmerking komt of geen andere beperkende voorwaarden bekend zijn.

³⁾ De ongelijkmatigheid der uitkeeringen als nadeelige rendementsfactor is hierbij in aanmerking genomen.

⁴⁾ De correlatie, welke tusschen de waarde van het aandeel en die van het winstbewijs bestaat, behoeft hier geen verder onderzoek.

uit de hiervoor aangeduide statutaire regelingen voortvloeien. De eerste vraag is dan, in hoeverre hebben de *vorm van uitgifte* (d.w.z. of het winstbewijs aan toonder of op naam luidt) en de *wijze van overdracht* (d.w.z. of deze vrij is of aan een beperkten kring alleen mag geschieden) beteekenis voor de waardeering?

Op de rentabiliteits-waarde heeft overdrachtsbemoediging of beperking geen invloed, wel op de realisatie-waarde. Wordt beoogd deze vast te stellen, dan moet de belemmeringsinvloed, welke niet geldt voor ééne omzethandeling, doch in feite voor de mogelijke toekomstige reeks van overdrachten, worden uitgedrukt door een discount toe te passen op de rentabiliteits-waarde; de grootte van dit disconto-percentage hangt nauw samen met de mate van realiseerbaarheid.

Een tweede vraagpunt betreft dan de invloed van het aantal uitgegeven winstbewijzen. Dit raakt mede de hoegrootheid van de verspreidingskansen. In feite ligt hier hetzelfde probleem als in de eerste vraag behandeld: het is alleen de realisatie-waarde, welke door het aantal wordt beïnvloed. De mate van realisatie-kans, mede voor een mogelijke reeks van omzetten, vormt de basis voor het op de rentabiliteits-waarde toe te passen disconto, hetwelk in de praktijk varieert tot het bekende percentage 10.

Het laatste punt, in de algemeene regelingen genoemd, betreft de individualiteit of de collectiviteit, m.a.w. of eene wijziging in de rechten van houders van winstbewijzen door de N.V. alleen kan worden doorgevoerd met individuele toestemming van die houders of met toestemming van een statutair aangewezen meerderheid. Het is verantwoord van economisch standpunt dit juridisch verschil bij de waardeering niet in aanmerking te nemen. Alleen voor incidenteele gevallen en daarbij dan veelal uitsluitend voor de realisatie-waarde kan de juridische positie in het algemeen⁵⁾ of voor hare bijzondere toepassing invloed uitoefenen. Veelal wordt aangenomen dat dan de individualistische positie een voordeel zoude beteekenen; absoluut vaststaand is zulks evenwel niet.

Bijzondere rechten voor het winstbewijs, zooals onder b. het genoemde recht van voordracht bij bestuursbenoemingen, kunnen een nieuwe factor aan de waardeering toevoegen, indien geldelijke voordeelen uit die machtspositie aanwijsbaar zijn. Ook dit beteekent geen specifiek aan het winstbewijs verbonden waarde-element: het komt o.m. evenzeer voor bij de waardeering van bijzonder stemgerechtigde aandelen. Deze materie achten wij reeds afdoende in dit nummer toegelicht.

Onder de begrenzenende voorwaarden voor den duur of het bedrag der uitkeeringen komen o.m. voor:⁶⁾

de beperking van den duur der winstgerechtigdheid tot een vastgesteld aantal jaren of uitkeeringen;

de beperking van het uitkeerings-bedrag tot een maximum in totaal of een maximum per periode;

de mogelijkheid voor de onderneming tot afkoop of oplossing, hetzij tegen een gefixeerd bedrag, hetzij tegen een vastgesteld veelvoud van het gemiddelde over een gestelde periode uitgekeerde bedrag.

Het behoeft geen uitvoerig betoog, dat deze toegevoegde voorwaarden eene wijziging beteekenen voor den opzet der rentabiliteits-waarde-berekeningen. De duur zal moeten worden gelimiteerd; op de grootte der uitkeeringen ontstaat een mogelijke correctie. Toch zullen rekenkundig hierbij geen grotere complicaties zich behoeven voor te doen, zoodat hieromtrent geene verdere uitwijding noodzakelijk wordt.

⁵⁾ Zie o.m. de Naamlooze Vennootschap, Juli 1938.

⁶⁾ Vgl. Dr. J. A. Koert, Winstverdeling bij Nederlandsche N.V., pag. 131, e.v.

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 oogenblik, 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 oogenblik 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.