

derwerp, waar de waarde van een incurant aandeel op zuiver theoretische gronden wordt berekend, speelt het aantal stukken een belangrijke rol. Zeer zeker moet dat het geval zijn bij de verhandelingswaarde. Zelfs een noteering van één aandeel op de gevraagden dag zelf mag dus niet zonder meer als „verkoopwaarde” worden aangenomen. Een groot aantal stukken zou wellicht een belangrijke rectificatie (naar boven of naar beneden, al naar het geval ligt) noodig maken. Het is dan ook ongetwijfeld volkomen onjuist, dat bijv. in een boedel notarissen aan makelaars, ter wille van de kosten, de taxatie voor één stuk vragen, ook al zijn er een groot aantal aanwezig. De makelaar dient zich te overtuigen van het aanwezige belang en de fiscus neme geen genoegen met een onvolledige taxatie.

In de tweede plaats botsen praktijk en theorie herhaaldelijk op het woord „waarde”, het simpele woord, dat ook in den titel van dit opstel is vermeld en waarop nog nader teruggekomen moet worden.

Fiscaal gezien, in afwijking van de praktijk, zou men kunnen zeggen dat alle fondsen, welke voorkomen op de Prijs-courant opgemaakt volgens art. 47 van de Successiewet een officiële noteering hebben en dat alle andere fondsen „in-courant” zijn. (Die Prijs-courant wordt vastgesteld door vier daartoe aangewezen makelaars of commissionairs in effecten te Amsterdam, die daarbij uit den aard der zaak de hierboven vermelde Officiële Prijs-courant van de Vereeniging voor den Effectenhandel als basis — voor zoover mogelijk — raadplegen).

Volgens de wet moeten de incurante aandelen dus worden geschat op hunne geldswaarde naar de laatst bekende gegevens, respectievelijk naar de begroting des aangevers. Voor die schattingen zal de gerectificeerde hiervoren omschreven wijze van waardebeoordeling in vele gevallen de geldswaarde aangeven. Naar den letter behoort die waardebeoordeling zonder meer juist te zijn. Immers geldswaarde is waarde in geld en waarde in geld is het geld, dat men er bij verkoop voor krijgt. Wat de fiscus echter wenscht is in het geheel geen geldswaarde, maar de vermogenswaarde, de waarde, die het aandeel voor den bezitter, niet voor een verkrijger, heeft. In welk geval de „noteering” als regel een afwijkende en veelal lagere basis voor waardeering geeft. Tot nadeel in vele gevallen voor den betrokkene en zeker ten onrechte, indien inderdaad (bijv. ter betaling van successiebelasting) aandelen zouden moeten worden verkocht.

In de derde plaats dient te worden bedacht, dat een noteering te allen tijde beteekent: het vaststellen van de waarde van een „effect” en dat derhalve de waardeering van een aantal effecten nimmer kan leiden tot waardeering van een bedrijf”.

Indien men dan uit de noteeringen, de aanvullingen daarop en de rectificaties niet anders vinden kan dan de handelswaarde, de verkoopwaarde, van het effect, heeft het bepalen daarvan — zooals bepleit — door een makelaar dan wel eenige beteekenis voor de vaststelling van de vermogenswaarde, zooals de fiscus die wenscht? Ongetwijfeld, want die vermogenswaarde komt als resultante per saldo voort uit de:

innerlijke waarde (activa minus passiva),  
rentabiliteitswaarde (winsteapaciteit; gemiddelde gekapitaliseerde winst à ? %),  
rendementswaarde (doorsnee-dividend gekapitaliseerd),  
liquidatiewaarde (indien in aanmerking komend),  
verkoopwaarde.

Het ware volkomen onjuist deze laatste factor te negeren al wordt hij, naar het mij voorkomt, van accountantswege veel-

al op zij geschoven. Doet men dat, dan wordt de „waarde” als regel en tot nadeel van den betrokkene ten onrechte te hoog genomen. De Hooge Raad erkende trouwens de verkoopwaarde als een belangrijke factor in de waardebeoordeling.

En zoo komt men tot de conclusie, eene overigens zeer logische conclusie, dat de noteeringen van incurante fondsen onmisbaar materiaal vormen voor de bepaling van de verhandelingswaarde op zeker oogenblik in engen zin en voor de uiteindelijke waardebeoordeling in algemeenen zin.

Het is daarbij de taak van den vakman, den beëdigden makelaar, om de waarde van dit materiaal te onderkennen en het te gebruiken. Waardebeoordeling zonder dezen helper en zonder dit hulpmiddel heeft reeds in vele gevallen tot onbillikheden geleid en hiermede is de gestelde vraag tevens beantwoord.

De noteering van een incurant aandeel, als aanwijzing voor de verhandelingswaarde, is een der onmisbare gegevens voor de waardebeoordeling als geheel.

CAREL F. OVERHOFF

---

## DE BALANSWAARDE VAN DOCHTERAANDELEN

---

De effectensubstitutie is zo rijk gevarieerd, dat een sechere begrenzing van het voorwerp, waaraan op verzoek der redactie dit artikel zal zijn gewijd, noodzakelijk is.

Buiten het begrip dochteraandelen valt ieder aandelenbezit, dat een uitgesproken tijdelijk karakter draagt of dat voornamelijk beleggingsdoeleinden dient. Het begrip dochtermaatschappij veronderstelt, dat de relatie met en/of de zeggenschap in deze maatschappij dienstbaar wordt gemaakt aan de bedrijfsbelangen van de moederonderneming of van de groep ondernemingen, waarvan de moedermaatschappij het regeland orgaan is.

Binnen deze begripsbepaling vinden wij nu nog een zeer grote verscheidenheid. Slechts voorzover zulks voor ons doel relevant is, maken wij onderscheidingen. Wij vinden dan de volgende hoofdgroepen, die wij analoog aan familieverhoudingen door een enkel woord pogen aan te duiden:

1. eigen dochters, d.z. maatschappijen, door de moederonderneming zelve in het leven gebracht, hetzij door vestiging van enig nieuw bedrijf in de vorm van een afzonderlijke naamloze vennootschap, hetzij door afsplitsing van een deel van het eigen bedrijf en inbreng daarvan in een afzonderlijke rechtspersoon;
2. aangenomen dochters, d.z. maatschappijen, die — of wier bedrijven — reeds bestonden voordat zij in de invloedssfeer geraakten van de overheersende moedermaatschappij, welke door een transactie van koop of ruiling — al dan niet gepaard gaande met reorganisatie, herkapitalisatie, omzetting in andere rechtsvorm e.d. — in het bezit der aandelen is gekomen;
3. pupillen, d.z. maatschappijen, die door de enkele handeling van effectensubstitutie onder controle zijn gesteld van een speciaal daartoe opgerichte voogdesmaatschappij, zoals de bekende maatschappijen Nationaal of Gemeenschappelijk Bezit van aandelen in één bepaalde naamloze vennootschap, en ook, als voogdes met drie pupillen, de Nederlandsche Scheepvaart Unie.

Bij elk van deze drie vormen doen zich graduele verschillen voor met betrekking tot een punt, dat geen analogie vindt in familieverhoudingen. De dochtermaatschappij kan de dochter

zijn van één enkele moederonderneming, die al haar aandelen bezit, maar zij kan ook de gemeenschappelijke dochter zijn van twee of meer maatschappijen, die elk een deel van haar aandelen in handen hebben. In beide gevallen kunnen nog verspreide aandelen voor beleggingsdoeleinden worden gehouden door buitenstaanders. Zelfs behoren gemeenschappelijke dochters van een moeder en een of meer van haar dochters tot de mogelijkheden, ja, het geval kan zich voordoen, dat een maatschappij tegelijkertijd in dochter- en in moederverhouding staat ten opzichte van één en dezelfde vennootschap, en dientengevolge als haar eigen grootmoeder fungeert.

Nog rijker wordt de verscheidenheid, als men in aanmerking neemt, dat somtijds de verbintenissen van dochtermaatschappijen tegenover derden of tegenover bepaalde derden door de moedermaatschappij of door enige aandeelhoudende ondernemingen worden gegarandeerd.

Dat de moedermaatschappij met haar dochter in rekening-courantverhouding staat, verhoogt de verscheidenheid niet: dat komt vrijwel steeds voor. Maar deze rekening-courant heeft veelal de neiging, uit te dijen tot blijvende voorschotten aan de dochtermaatschappij, die daaruit kapitaalbehoeften op lange termijn dekt. Het bestaan van zulke blijvende voorschotten naast het aandelenbezit en somtijds naast de borgstelling ten behoeve van crediteuren compliceert alweer de verhouding.

Het bestek van dit artikel laat niet toe, al deze complicaties in beschouwing te nemen. Voor zover enige deze complicaties voor ons doel belangrijk zijn, komen zij vanzelf ter sprake. In ieder geval bepalen wij ons tot 100 % of bijna 100 % dochters, d.w.z. dat alle of bijkans alle aandelen der dochtermaatschappij zich in handen der moederonderneming bevinden.

\* \* \*

Wij beginnen met het eenvoudigste geval, dat van de aandelen der pupilvernootschap in handen van de voogdesmaatschappij. Deze heeft tegenover dat aandelenbezit haar eigen aandelenkapitaal ad libitum gecreëerd. Handhaving van de eenmaal aangenomen verhouding tussen deze beide is belangrijker dan herwaardering van de aandelen, die stuwung in de winstuitdeling of onrust door reorganisatie met zich zou brengen.

Dit zij verduidelijkt door een voorbeeld. Een bestaande maatschappij, die jaarlijks 10 % dividend uitkeert, kan f 1.000.000 nieuwe aandelen uitgeven à 200 %. Zij kiest daartoe het intermediair van een voogdesmaatschappij, die de gehele emissie overneemt en daartegen haar eigen aandelen uitgeeft. Hierbij zijn nu velerlei constructies mogelijk, waarvan in ons land als uiterste mogen gelden de volgende twee:

1. de holdingcompany emitteert f 2.000.000 aandelen à 100%,
2. zij emitteert f 1.000.000 aandelen à 200 %.

In het eerste geval verschijnt op de openingsbalans het aandelenbezit à 200 % voor 2 miljoen, overeenkomend met het nominale bedrag van het aandelenkapitaal. In het tweede geval kan men alweer op tweeërlei manier handelen t.w.:

- 2a. door het aandelenbezit à 200 % voor 2 miljoen op te voeren tegenover 1 miljoen nominaal aandelenkapitaal en eenzelfde bedrag aan agioreserve,
- 2b. door het agio op het aandelenbezit af te schrijven en tegenover het enkele nominale kapitaal van een miljoen het aandelenbezit tot hetzelfde bedrag, dus tegen pari op te brengen.

Gebruikelijk is de handelwijze, onder 2b aangeduid. De voor-

beelden Mocara Enim, Dordtsche Petroleum My. e.d. bewijzen — al is hier van voorgedijverhouding geen sprake — dat ook de handelwijze 1 praktisch mogelijk is. Van het geval 2a is ons geen voorbeeld bekend. Maar wat wij met het voorgaande hebben willen aantonen is, dat de balanswaardering der aandelen volkomen onverschillig is, daar de passiefzijde der balans zonder een enkel bezwaar daarbij kan worden aangepast. Zodra men, met de Amerikanen, erkent, dat het nominaal bedrag van het volgestorte aandelenkapitaal bij productieondernemingen vrijwel geen reële betekenis heeft, beseft men de onbelangrijkheid van deze waarderingskwestie.

Anders wordt de zaak natuurlijk, zodra men obligatiekapitaal tegenover het aandelenbezit stelt. Maar deze complicatie menen wij na het afschrikwekkende voorbeeld van Furness/Stokvis buiten beschouwing te mogen laten.

\* \* \*

Wij komen nu tot de eigen dochters en bepalen ons wederom tot die gevallen, waarin alle aandelen der dochtermaatschappij in handen zijn van het concern. Economisch beshouwd zijn moeder- en dochtermaatschappijen, hoezeer juridisch geconstrueerd als zelfstandige leden van het concerngezin, niet anders dan onderdelen van het grote geheel, dat in de moedermaatschappij haar centrum vindt. De concernbalans brengt die economische eenheid, naast de vennootschapsbalansen voor de juridische verbrokkeling, tot uiting.

Wanneer nu een eigen dochter het levenslicht aanschouwt, is de handelwijze dezelfde als zij bij eenvoudige vergroting van het bedrijf zonder oprichting van een afzonderlijke dochtermaatschappij zou zijn geweest. In beide gevallen verschijnen de uitgaven voor vestiging, outillage en installatie op de desbetreffende rekeningen. Wordt de uitbreiding in een dochtermaatschappij geïncorporeerd, dan verschijnt het totaal der uitgaven bij de centrale leiding als de som van deelneming en voorschot. Kapitalisatie van de dochteronderneming op basis van die uitgaven en opneming van de aandelen à pari door de moedermaatschappij is de allereenvoudigste en meest logische handelwijze bij vestiging of afsplitsing van een bedrijfs-onderdeel in de vorm van een afzonderlijke rechtspersoon. Uit kapitalisatie-oogpunt is het onverschillig, of men een andere basis aanvaardt, maar aangezien zulks de resultatenberekening zou kunnen vertroebelen, laat men deze complicatie meestentijds achterwege. Kapitalisatie tegen uitgaafsom maakt ook de samenstelling van de concernbalans gemakkelijk.

Gedurende het leven der geaffilieerde ondernemingen kan nu binnen de dochtermaatschappij op dezelfde wijze en in dezelfde mate worden afgeschreven, afgeboekt en gewaardeerd als het geval zou zijn geweest, indien het bedrijf der dochtermaatschappij een onderdeel van de moederonderneming was en niet in een afzonderlijke rechtspersoon geïncorporeerd ware.<sup>1)</sup> Geschiedt zulks, dan kunnen de aandelen bij de moedermaatschappij onveranderd op pari blijven staan, tenzij de dochtermaatschappij verliezen lijdt, in welk geval de moedervernootschap tegenover de onverrekenende verliezen een afschrijving of reservering dient te verrichten.

De balanswaarde van de aandelen schept derhalve geen moeilijke problemen, men zou haast kunnen zeggen, dat zij de moeite, er een artikel aan te wijden, niet waard is.

Zelfs als zich complicaties voordoen als gedeeltelijke financiering door voorschotten of garanties voor verplichtingen tegenover derden, brengt dit in de eenvoud van het onderwerp

<sup>1)</sup> Men lette erop, dat deze formulering zo algemeen is, dat zij geen enkel stelsel van winstberekening of balanswaardering veronderstelt. Dit vraagstuk blijve hier onaangeroerd.

geen wijziging. Zolang men zich slechts voorstelt, hoe de handelwijze zoude zijn, indien de dochtermaatschappij geen afzonderlijke vennootschap, maar een onderdeel van het grote, onverbrokele bedrijf was, blijft die eenvoud behouden. Al wordt binnen de dochtermaatschappij anders gehandeld dan in het centrale punt nodig wordt geacht, is het eenvoudig, door afschrijvingen of reserveringen in de moedermaatschappij tot stand te brengen, wat de dochtermaatschappij naliet. Ook als men een dochtermaatschappij wil liquideren of van de hand doen, komt de opnemng van de aandelen tegen liquidatiewaarde overeen met de waardering van de af te stoten activa ingeval van ongesplitste bedrijfsvoering.

Schijnbaar brengen valutaverhoudingen moeilijkheden mede. Vorderingen in vreemde valuta veranderen natuurlijk evenredig met de valuta in waarde. Maar realia ondergaan gehele of gedeeltelijke compensatie, voor zover hun waarde in de vreemde valuta zich beweegt in tegengestelde richting ten opzichte van de waarde der valuta in het buitenland. Het ongesplitste bedrijf zal zich hier afvragen, in hoeverre deze waardeverandering winst of verlies medebrengt. Hetzelfde kan men doen als men zich afvraagt, of en in hoeverre *op het geheel* van aandelenbezit, voorschot en garantie verliezen zijn geleden.

\* \*  
\*

Het geval van aangenomen 100 % dochters brengt in bovenstaande beschouwingen weinig verandering. De enige complicatie is hier, dat bij de adoptatie geen overeenstemming is betracht tussen enerzijds de balanswaarden en de nominale bedragen der passiva bij de dochtermaatschappij en anderzijds de prijs, waarvoor de aandelen in en de vorderingen op die dochtermaatschappij door de adopterende moedermaatschappij zijn verkregen. Niet zelden is er agio betaald, dat, voor zover het de „intrinsicke waarde” der dochteraandelen te boven ging, als een soort goodwill moet worden beschouwd.

Tussen haakjes zij toegegeven, dat dit geval zich bij herkapitalisatie of verhoogde inbreng van eigen dochters ook kan voordoen, maar, wanneer er geen bijzondere redenen voor bestaan, zal men deze inflatie liever vermijden. Bij overneming van aandelen van anderen ligt betaling van agio en/of goodwill meestal in de aard der transactie.

In de concernbalans komt door de ongelijkheid van nominaal bedrag der dochterpassiva en overnemingsom van aandelen en vorderingen een goodwillpost te voorschijn. Of op deze goodwill moet worden afgeschreven is een aangelegenheid van balans- en winstbestemmingsbeleid.

Op deze goodwill na is de behandeling van aangenomen-dochteraandelen volkomen identiek aan die van eigen dochters. Alleen de waardering van aangenomen-dochteraandelen boven pari, boven z.g. intrinsicke waarde of boven rendementswaarde kan verschil van mening doen ontstaan. Maar dat verschil ligt dan in een geheel ander vlak dan het hier behandelde: het ligt dieper, n.l. in de vraag, of de balans is een vermogensstaat dan wel een verzameling van in de resultatenrekening nog niet verrekende resten. En die vraag kan niet incidenteel, aan de hand van een bijzonder onderwerp, worden behandeld, maar vereist algemene, dieper gefundeerde beschouwing.

Wij komen dus tot een pover, een vrijwel negatief resultaat: het onderwerp, waarover de redactie van dit tijdschrift mij een opstel verzoekt, blijkt niet het object te zijn van een belangwekkend vraagstuk.

N. J. POLAK

## DE WAARDEERING VAN HET ALS DIVIDEND UITGEREIKTE INCOURANTE AANDEEL VOOR DE INKOMSTENBELASTING EN DE DIVIDEND- EN TANTIËMEBELASTING

Bij de samenstelling van het schema van onderwerpen, waarin het vraagstuk van de waarde van het incurante aandeel kon worden onderverdeeld, heeft de Redactie ook het in het opschrift hierbovenvermelde geformuleerd. En, ook al zal hieronder blijken, dat door de bestaande wettelijke regeling op dit punt de moeilijkheden hier niet overmatig zijn, zoo moet toch deze keus niettemin juist worden geacht, omdat het onderwerp van de waarde van het incurante aandeel onvolledig zou worden belicht, indien daarbij een beschouwing over de toepassing der dividend- en tantiëmebelasting en de inkomstenbelasting, ingeval van uitkeering van zoodanig aandeel als dividend, zou ontbreken.

In vele gevallen zal de uitreiking van het incurante aandeel als bonus geen moeilijkheden doen rijzen, omdat zowel voor de dividend- en tantiëmebelasting (art. 5 1ste lid letter a) als voor de inkomstenbelasting (art. 6 tweede lid) de uitreiking van aandelen zonder storting van de volle nominale waarde respectievelijk wordt beschouwd als uitdeeling van winst en dividend „tot het bedrag, ten aanzien waarvan niet blijkt, dat storting heeft plaats gevonden of zal plaats vinden”. Behoudens bijzondere omstandigheden, waarover hierna zal worden gesproken, wordt dus bij uitreiking als dividend van een incurant aandeel dit tot het nominaal bedrag daarvan als winstuitdeeling resp. opbrengst van het aandeel aangemerkt. Het eigenlijke waardeprobleem bij het incurante aandeel zal dus hier veelal niet aan de orde komen.

Intusschen heeft de praktijk geleerd, dat deze bij eerste beschouwing wel zeer eenvoudige wettelijke regeling nog ruimte heeft gelaten voor tal van vragen. Al dadelijk rijst deze vraag, hoe de wet wordt toegepast, indien incurante aandelen zonder nominale waarde worden uitgereikt, in welk geval er toch ontbreekt een nominaal bedrag, dat tot maatstaf kan dienen. Alsdan zal men om een richtsnoer te vinden de ratio der betreffende voorschriften moeten opsporen en interessant is het dan te zien, hoe aan de beide genoemde, in redactie veel overeenstemming vertoonende, bepalingen een geheel verschillende gedachtengang ten grondslag ligt, die ook tot verschillende conclusies moet leiden.

Het voorschrift van het tweede lid van art. 6 I.B. heeft reeds een lange geschiedenis. Oorspronkelijk bevatte de wet op dit punt geen regeling, zoodat bij ministeriële circulaire van 4 December 1916 (B 1553) kon worden voorgeschreven, dat, wanneer een naamloze vennootschap ertoe overging aan de aandeelhouders zonder storting in geld, naar rato van ieders aandeelenbezit, nieuwe aandelen uit te reiken ten laste van een in verband daarmee op te heffen reservefonds, die nieuwe aandelen niet als vruchten van de oude aandelen moesten worden beschouwd.

Hieraan lag de principieel juiste gedachte ten grondslag, dat, indien naar evenredigheid van ieders aandeelenbezit nieuwe aandelen worden uitgereikt, elke aandeelhouder in geheel dezelfde verhouding tot het vermogen der vennootschap gerechtigd blijft als te voren. Slechts worden teller en noemer van de breuk der deelgerechtigdheid met de zelfde cijfers vermenigvuldigd, maar, aldus gezien, wordt de aandeelhouder door de uitreiking van een bonusaandeel niet rijker.

Ook de Hooge Raad besliste in denzelfden zin in het arrest van 8 Juni 1917 (B 1718) in een geval van uitreiking van aandelen ten laste van een reservefonds, waarbij werd overwogen,