

WAARDERING VAN INCOURANTE AANDELEN

door Prof. L. van Kampen Jr.

De redactie van het M.A.B. heeft laten weten dat zij haar blad openstelt voor schriftelijke voortzetting van de discussie over het vraagstuk van de waardering van incurante aandelen welk onderwerp op de accountantsdag van 1958 aan de orde is geweest. Gaarne maak ik van de gelegenheid gebruik. Van oudsher heb ik belangstelling voor het onderwerp, terwijl ik er in de praktijk herhaaldelijk mee in aanraking ben geweest. Voor de vermeerdering van mijn kennis door prae-advies en mondelinge discussie ben ik dankbaar; mijnerzijds breng ik gaarne mijn ervaring en bezinning in.

Met mijn bijdrage zou ik willen aanhaken bij hetgeen twee leden uit het forum, t.w. de collega's Diephuis en De Rooy hebben opgemerkt, zoals weergegeven op de pagina's 271/3 van De Accountant van januari 1959. Diephuis vestigt er op pag. 271 de aandacht op dat inleider slechts één functie van het aandeel, n.l. dat van specifieke vruchtdrager in zijn beschouwingen betreft en met name de functie als middel tot overdracht van zeggenschap verwaarloost. Op pag. 272 vervolgt hij met de opmerking dat het doel van de waardering onvoldoende is tot uiting gebracht. De Rooy maakt op pag. 273 soortgelijke opmerkingen: door de eenzijdige belichting van de rendementswaarde zou onvoldoende aandacht geschonken zijn aan het aandelenpakket.

Met deze uitlatingen ben ik het eens, doch het spreekt vanzelf dat zij, met hun verdragende strekking, in het mondelinge debat nauwelijks tot ontplooiing konden komen, mede omdat de praeadviseur de opbouw van zijn betoog op principieel andere leest geschoeid had. De bedoeling van dit opstel is om bovenbedoelde opmerkingen in het centrum van de belangstelling te plaatsen. Ik heb daarom de vrijheid genomen de fakkel van genoemde collega's over te nemen.

De indeling van de incurante aandelen in twee groepen en de onderscheiding naar het waarderingsdoel vormen dus de grondslagen van mijn bijdrage. De overige elementen zijn voor het grootste gedeelte in het praeadvies en in de discussies terug te vinden. Ik heb er een paar aan toegevoegd, doch het wezenlijke in mijn betoog wordt niet gevormd door de gebruikte bouwstenen, doch door hun rangschikking op basis van de uitgangspunten. Ik vlei mij met de illusie dat daardoor enigszins tegemoet gekomen wordt aan de wens van mej. Segall, die zo graag een recept voor de menging van de ingrediënten gezien had (De Accountant pag. 295).

Als gevolg van het gekozen uitgangspunt en het gestelde doel moest mijn artikel noodzakelijkerwijs wat uitvoerig worden, hoewel ik mij volgens mijn gevoel zeer beperkt heb.

Tot de behandeling overgaande moet ik met de genoemde forumleden beginnen met te constateren dat incurante aandelen en incurante aandelen niet hetzelfde zijn. Er zijn twee verschillende soorten, welke onderscheiding bij het vraagstuk der waardering een essentiële rol moet spelen. In de eerste plaats zijn er de incurante aandelen, welke als beleggingsobject dienen, waarbij het gaat om het rendement of om de gehoopte koerswinst. Het enige verschil met courante aandelen zit in de moeilijker verkoopbaarheid, doordat er slechts een kleine

markt is, hetzij doordat de aandelen voor het grootste deel in vaste handen zitten, hetzij doordat de totale emissie slechts klein is. Het maakt hierbij geen verschil of de aandelen al dan niet aan een beurs genoteerd zijn. Sommige genoteerde aandelen blijken in de practijk moeilijker verhandelbaar te zijn dan tal van andere niet genoteerde aandelen.

Er bestaat evenwel nog een andere groep aandelen. Bij deze groep is er over het aandelenbezit heen een zekere relatie, een affiniteit, tussen de bezitter der aandelen en de onderneming. Hier gaat het niet of niet alleen om het aandelenbezit als belegging, doch als machtsmiddel, als middel om invloed op de onderneming uit te oefenen bij het vaststellen van het beleid, het benoemen van bestuursleden, het dirigeren van de winstverdeling. Het inkomen uit het aandelenbezit is vaak bijzaak, daar het belang van het aandelenbezit niet in de eerste plaats bij dat inkomen ligt. In het algemeen zal het hier om zg. pakketten gaan, hoewel het in uitzonderingsgevallen ook kan gaan om een enkel stuk, n.l. wanneer dit als sluitstuk kan dienen om de begeerde macht te verwerven. Hij die in dergelijke pakketten aandelen handelt, handelt in ondernemingsbeleid.

De volgende onderscheiding die gemaakt moet worden, heeft betrekking op het doel waarvoor de waardering plaats heeft. Met het woord „waarderen” worden een aantal uiteenlopende begrippen aangeduid, waardoor het zonder nadere doelaanduiding door zijn veelheid van inhouden praktisch inhoudsloos is. In overeenstemming met de drie hoofddoeleinden waarvoor „waardering” van aandelen (incourante zowel als courante) plaats heeft zou ik willen voorstellen hiervoor drie verschillende bewoordingen te gebruiken en wel waarderen (in engere zin), taxeren en activeren.

De bedoelde drie doeleinden kunnen betrekking hebben op beide groepen incurante aandelen, hetgeen tot gevolg heeft dat de bespreking in zes delen moet uiteenvallen. In overeenstemming hiermede hebben wij het volgende gedeelte van ons opstel ondergebracht in drie hoofdstukken, een voor elk der waarderingsdoeleinden, terwijl wij in elk hoofdstuk afzonderlijk aandacht schenken aan de beide soorten van incurante aandelen.

Waarderen (in engere zin)

Bij het begrip waarderen in engere zin gaat het om waarde toekennen aan een object in de meest letterlijke betekenis van het woord, hetgeen inhoudt dat men bereid is de waarde te concretiseren in een prijs, die men ervoor wil betalen, dan wel in een prijs waarvoor men bereid is het object af te stoten. Waarderen betekent dus dat er een verhouding of een potentiële verhouding bestaat tussen een subject dat waardeert en een object dat gewaardeerd wordt, welke verhouding eventueel tot een transactie aanleiding kan geven.

Een transactie kan tot stand komen indien de in geld geconcretiseerde waardering van de potentiële koper hoger is dan de overeenkomstige waardering van de eigenaar. Transacties komen slechts tot stand indien de aanbieder aan het door hem aangeboden object een lagere waarde toekent dan de prijs, die hij ervoor krijgen kan en anderzijds de prijs lager is dan de waardering, die de koper aan het object toekent. Het is een van de verworvenheden van de econo-

mische wetenschap dat zij aangetoond heeft dat bij een transactie beide partijen winst behalen en dat het oude gezegde: „waar twee ruilen moet er een huilen” op een misverstand berust. Integendeel beide partijen verdienen aan de transactie.

Waar het onderwerp op een accountantsdag is behandeld, ligt het voor de hand te veronderstellen dat accountants met de waardering van incurante aandelen iets te maken hebben. Het is gewenst te onderzoeken welke de taak van de accountant is in een bij uitstek subjectieve materie als de waardering van een of ander goed.

Voorop sta, dat een accountant en in het algemeen iemand die geen marktpartij is, niet aan de waardering kan deelnemen. Dat zou immers betekenen dat hij eventueel bereid zou zijn om een bepaalde prijs voor het object te betalen. Dit nu wil een accountant qualitate qua nooit. Hij treedt slechts adviserend op; hij blijft platonisch ten aanzien van het object, terwijl waarden juist een bij uitstek niet-platonische aangelegenheid is.

Hoe komt het nu dat de accountant in deze subjectieve aangelegenheid van advies kan dienen? Zulks vindt zijn oorzaak in het feit, dat hoewel subjectieve factoren het waardebeeld blijven beheersen, zij in een waardering moeten worden vertaald en de verbinding tussen de subjectieve factoren en de uiteindelijke waarde wordt gevonden door waarneming van bepaalde gegevens en door berekeningen, waarvoor enige deskundigheid vereist is. Deze deskundigheid wordt door de accountant verschaft.

Het advies van de accountant wordt aan één van de marktpartijen verstrekt. Dit advies draagt een tweezijdig karakter. In de eerste plaats draagt het bij tot bewustwording bij de adspirant-marktpartij van zijn waardering. Het heeft bovendien nog een belangrijke andere functie en wel een poging om te peilen, welke waarde het object zou kunnen hebben voor de tegenpartij. Het advies draagt als gevolg hiervan bij tot versteviging van de onderhandelingspositie van de cliënt.

De waarde van elk goed wordt bepaald door zijn nuttigheid.

Niemand zal meer voor een object willen uitgeven dan overeenkomt met het nut dat het hem zal opleveren. Dit nut zal bij incurante aandelen uiteraard in het grootste deel der gevallen uitsluitend uit geldopbrengsten bestaan, hoewel ook andere nuttigheden denkbaar zijn.

Bepalen we ons tot de geldopbrengsten. Deze zijn velerlei. In de eerste plaats zijn er de dividenden. Deze toekomstige dividenden zullen geheel verschillend getaxeerd moeten worden al naar gelang de a.s. koper al dan niet in staat zal zijn de betreffende onderneming tot ontwikkeling te brengen. De toekomstige dividenden zullen voor de ene koper tot een geheel ander bedrag in de calculatie worden ingezet dan door de andere.

Vervolgens hebben we de opbrengst bij liquidatie of bij verkoop. Indien de koper van mening is dat de door hem te kopen aandelen niet het eeuwige leven zullen hebben zal hij de mogelijkheden van liquidatie en de liquidatieopbrengst in zijn calculatie moeten betrekken en indien hij van mening is, dat de termijn gedurende welke hij of zijn erfgenaam een wezenlijk belang bij het pakket zullen hebben, beperkt is, moet de toekomstige verkoopwaarde in de calculatie worden betrokken.

Deze „laatste” opbrengsten (bij liquidatie of bij verkoop) moeten een belangrijke factor bij de waardering uitmaken. Dit wordt veroorzaakt doordat zij de omvang van de dividendopbrengsten verre te boven kunnen gaan, waar nog bijkomt dat zij vaak in belangrijk mindere mate aan belastingheffing worden onderworpen dan de dividenden, zodat nog meer dan de bruto-opbrengst, de netto-opbrengst de uitzonderlijke betekenis van de „laatste opbrengst” in het licht stelt.

Het kan voor de bezitter van de aandelen dientengevolge van belang zijn eventueel door het bedrijf gemaakte winsten niet uit te keren, doch in de onderneming te laten, daar soms in de vorm van een laatste opbrengst een grotere netto bate wordt verkregen dan wanneer winsten als dividend zouden worden uitgekeerd. Een en ander kan afhangen van het overige inkomen van de eigenaar, hetgeen weer samenhangt enerzijds met de tarieven voor de inkomstenbelasting, anderzijds met de vraag of de privé-verteringen uit de overige inkomsten kunnen worden gedekt.

Aan dit verschijnsel kan men een typisch verschil tussen de twee groepen incourante aandelen constateren. Bij de groep der beleggingsaandelen stijgt de waarde naarmate meer dividend wordt uitgekeerd, ook al gaat dit ten koste van reserveringen. Bij de „affiniteits”groep aandelen kan de waarde omhoog gaan door het dividend in te houden.

Deze factor kan overigens slechts een rol spelen indien de koper een natuurlijk persoon is. Gaat de aankoop geschieden door een bedrijfsvermogen dan spelen andere fiscale omstandigheden een rol, waarvan weer andere waarderingen het gevolg kunnen zijn.

Behalve de twee genoemde opbrengsten (dividend en laatste opbrengst) zijn er nog andere, bv. de directeursbeloning indien de koper der aandelen de directeursplaats kan bemachtigen, de commissarisbeloningen en indirecte inkomsten, welke aan het bekleden van een bestuurdersplaats verbonden kunnen zijn.

De opbrengsten kunnen echter nog op een geheel andere plaats liggen, en wel in een vergroting van de inkomsten van de koper uit andere bronnen dan uit de gekochte onderneming. Hij kan bv. in staat zijn door stilleggen van het gekochte bedrijf zijn eigen omzet en winst te vergroten, hij kan door de aankoop concurrentie uitschakelen, hij kan de productie van grondstoffen of de afzet van produkten in bepaalde voordeliger banen leiden. Al deze voordelen zijn indirecte gevolgen van de aankoop van het aandelenpakket en verhogen de waarde voor de koper. Het kan heel goed zijn dat de directe voordelen van de aandelentransactie kleiner zijn dan de te betalen prijs, doch dat het verlies ruimschoots gecompenseerd wordt door de indirecte voordelen.

Een tweede hoofdfactor bij de waardering wordt gevormd door de kosten. Niet de bruto-opbrengsten bepalen de waarde, doch de netto-opbrengsten. Bij de kosten heeft men in de eerste plaats te denken aan gedeerde inkomsten. Indien men een vermogen opoffert voor de aankoop van incourante aandelen, offert men het inkomen dat dit vermogen, op een andere wijze belegd, had kunnen opbrengen. Hoe groot dit offer is, moet de koper zich realiseren; hij moet trachten zich er een voorstelling van te maken.

De gedeerde opbrengsten zullen verschillend zijn al naar gelang de mogelijkheden, die de koper van de aandelen heeft indien hij zijn vermogen op andere

wijze aanwendt. Indien er verschillende mogelijkheden zijn, behoort de hoogste van deze als kostenfactor in aanmerking te worden genomen.

Dan kan het ook zijn dat de a.s. koper zich uitgaven moet getroosten om de aandelen te kunnen verwerven. Dit kan b.v. het geval zijn indien hij een lening moet opnemen om de aankoop te financieren. De op deze lening verschuldigde rente behoort tot de kosten, welke hij ter bepaling van zijn waardering op de opbrengsten in mindering moet brengen.

Inplaats van als aftrekpost kunnen de rente en in het algemeen de op rente gelijkende offers ook als disconteringspercentage in aanmerking worden genomen. Deze disconteringspercentages zijn in principe dus voor elk geval verschillend, nl. individueel bepaald.

Indien de koper een functie bij de aan te kopen N.V. verkrijgt, moet hij onder gederfde inkomsten ook begrijpen de inkomsten die hij door zijn arbeid zou kunnen verkrijgen indien hij die op andere wijze had aangewend. Ook hier moeten wanneer er voor zijn arbeid alternatieve aanwendingsmogelijkheden zijn, die welke de hoogste opbrengsten beloofden, als aftrekpost in aanmerking worden genomen.

Er is nog een zeer belangrijke aftrekpost, en wel de belastingen. In de eerste plaats de inkomstenbelasting. Dit is een belasting welke op de opbrengsten drukt. Niet alle opbrengsten zijn op dezelfde wijze belast. Sommige worden belast (ik reken naar Nederlandse toestanden) naar het normale progressieve tarief, andere naar een proportioneel tarief en nog weer andere worden in het geheel niet belast. De belastingen drukken de opbrengst en dus ook de waarde. Evenwel moet in aanmerking worden genomen dat wanneer enerzijds de belasting als aftrekpost op de opbrengsten in mindering moet worden gebracht, anderzijds de belasting ook op de kosten verminderend kan werken. Indien dit het geval is, moeten de kosten tot nettokosten worden gereduceerd. Slechts het aandeel in de kosten dat voor rekening van de a.s. koper komt (het andere deel wordt door de overheid gedragen) werkt voor hem opbrengstverminderend. Ik breng in dit verband in herinnering dat er gevallen zijn, dat wel de opbrengsten aan belasting zijn onderworpen, doch in de er tegenoverstaande kosten niet door de fiscus wordt gedeeld. Het spreekt vanzelf dat zulks een bijzonder drukkende werking op de netto-opbrengsten heeft en een lagere waardering tot gevolg moet hebben.

De waardedrukkende werking van de inkomstenbelasting is aan variatie onderhevig, zulks in verband met de verschillende hoogten van het tarief. Een verdere variatie ontstaat door de vraag op welke wijze de laatste opbrengst (liquidatie of verkoop) wordt genoten. Indien de post t.z.t. aan een derde kan worden verkocht, is de belastingschuld en daardoor de drukkende werking kleiner dan indien verkocht moet worden aan de „eigen N.V.” of indien moet worden geliquideerd.

Ook de vermogensbelasting kan onder bepaalde omstandigheden tot vermindering van de waardering aanleiding geven. Dit is bv. het geval indien de incourante aandelen tot een hoger bedrag dan de aanschafprijs in het belastbare bedrag moet worden verwerkt. Zoals bekend, wordt in vele gevallen voor de vaststelling van de vermogensbelasting door de fiscus halsstarrig aan de intrinsieke waarde vastgehouden. Indien de koper de post beneden de intrinsieke waar-

de heeft gekocht, ondergaat zijn belastingplichtig vermogen als gevolg van de „waardering” op intrinsieke waarde, een verhoging welke jaarlijks extra vermogensbelasting kost. Deze verhoging van de vermogensbelasting dient bij de waardebepaling als negatieve post in aanmerking te worden genomen.

Een a.s. koper, die zich op de toekomstige opbrengsten bezint, zal wellicht op de gedachte komen, dat de toekomst toch maar erg onzeker is. Hij zal zich misschien afvragen of al die toekomstige opbrengsten die hij met zoveel ijver in zijn calculatie betreft, wel zo zeker zijn als het papier dat de cijfers opneemt. Hij zal wellicht twijfelen. Indien zulks het geval is, zal zijn twijfel toenemen naarmate de toekomst verder weg ligt. Hoe meer in de toekomst hoe groter het risico van de opbrengst kan worden gezien.

Op die wijze ontstaat een variant op het bekende beeld van Von Böhm Bawerk: de perspectivische verkleining. Rekenkundig kan dit verschijnsel worden benaderd door middel van een disconteringspercentage. Daarom ligt het voor de hand dat een risico, dat men wenst te calculeren in een disconteringspercentage, tot uitdrukking wordt gebracht. Waar we in verband met de rentelast ook reeds de disconteringsmethode toepasten, kan men ter vereenvoudiging van de berekening het rentepercentage en het risicopercentage gezamenlijk in rekening brengen. Let wel: ik heb het hier over de pessimisten, zij die de toekomst zwart zien. Er zijn ook optimisten en die zullen wellicht geen risico's willen calculeren. Dit zijn degenen die zich tegen moeilijkheden voelen opgewassen, die van de gedachte uitgaan „komt tijd komt raad”, die de problemen wel zullen aanvatten naarmate ze komen.

De incalculering van het risico en de hoogte van het risicopercentage weerspiegelen de psychologische gesteldheid van de betreffende eigenaar, resp. adspirant-koper, zijn bekwaamheid en zijn geestkracht.

We hebben tot nu toe gesproken over gediscoteerde toekomstige netto-opbrengsten. Deze wijze van benadering van de waarde van een object zouden we kunnen aanduiden als de disconteringsmethode. Deze methode met haar verschillende varianten is in beginsel de enige die in staat is tot een juiste uitkomst te leiden, daar alleen zij alle in aanmerking komende factoren op de juiste wijze in de berekeningsmethode kan inbrengen.

Hij echter, die volgens deze methode de waarde van aandelen gaat benaderen, kiest toch wel een moeilijke weg, een die dan ook zelden begaan wordt. Het is wel de juiste weg, doch daar het een mens nu eenmaal niet gegeven is in de toekomst te zien en zeker niet in zo verre toekomst, als nodig zou zijn om aandelen te waarderen, staat men voor een schier onmogelijke taak. Het is daarom begrijpelijk, dat men voor de praktijk van de waardering vaak andere wegen kiest.

Er bestaat dus behoefte aan eenvoudiger methoden, die dan allicht ook minder exact zullen zijn; methoden die zich baseren op gegevens, welke in het heden beschikbaar zijn, doch die, daar de toekomst toch een gesloten boek is, in haar uitkomst niet minder onjuist behoeven te zijn dan de meer exacte disconteringsmethode.

Een van de benaderingsmethoden is die, welke de intrinsieke waarde als basis neemt.

Deze methode gaat uit van de gedachte, dat de intrinsieke waarde van een pakket aandelen de normale waarde is. Al naar gelang het bijzondere geval eist,

worden correcties hetzij naar boven, hetzij naar beneden toegepast.

Aan de veronderstelling dat aan de intrinsieke waarde een belangrijke betekenis moet worden toegeschreven, ligt een sociaal-economische gedachte ten grondslag. Deze gaat ervan uit, dat wanneer een onderneming winsten behaalt welke boven het normale liggen, hierdoor de concurrentie wordt aangetrokken, hetgeen tot gevolg zal hebben dat de winsten tot normale proporties worden teruggebracht.

De ondernemingspremie heeft daardoor de neiging na korte of lange tijd te verdwijnen. Dit zou tot gevolg hebben dat de winsten onder de druk der concurrentie staan totdat zij een peil hebben bereikt dat overeenkomt met de normale verhouding tussen kosten en opbrengsten. De intrinsieke waarde geeft een voorstelling van de offers, welke de concurrentie brengen moet om haar neerdrukkende werking op de winst te kunnen uitoefenen.

Het omgekeerde is niet het geval. Indien de winsten lager zijn dan een normale rente op het geïnvesteerde vermogen is er geen marktmechanisme aanwezig om de winst binnen afzienbare tijd te doen stijgen. De concurrentie is er eenmaal en tenzij een der concurrenten verliezen gaat lijden is er weinig kans dat er een verdwijnt. Indien de winstmarge eenmaal „bedorven” is, komt zij niet zo gauw vanzelf weer onder dat bederf uit; dat vergt een proces op lange termijn.

Een conclusie uit deze redenering is dat de waarde van een onderneming die aan concurrentie onderhevig is, niet ver boven de intrinsieke kan uitkomen. De intrinsieke waarde oefent een neerdrukkende werking uit op de „waarde”, zo deze de neiging mocht hebben zich er boven te bewegen.

Het waarderingsproces voltrekt zich dus als volgt: men berekent de intrinsieke waarde. Zijn de winsten hoog dan voegt men er iets aan toe. De hoogte der toevoeging wordt bepaald door het inzicht dat men heeft over de termijn dat de winsten boven het normale zullen uitgaan voordat ze door de concurrentie zullen worden aangetast.

Onder de bijtellingen moeten vanzelfsprekend ook worden gerekend de indirecte baten, welke na aankoop van het pakket zullen opkomen. Het kan zelfs zijn dat die indirecte baten zodanig overheersen, dat de intrinsieke waarde nauwelijks meer enige rol van betekenis speelt.

Zijn daarentegen de winsten lager dan met een normaal rendement op de intrinsieke waarde overeenkomt, dan zal de intrinsieke waarde geen invloed op de waardering uitoefenen, tenzij er bijzondere omstandigheden in het spel zijn.

De kunst van het aanbrengen van de correcties op de intrinsieke waarde bestaat grotendeels in de kunst van het rekening houden met de bijzondere factoren van het geval.

Opgemerkt zij nog dat de kosten, die de concurrentie behoeft om een soortgelijk bedrijf op te zetten, meestal hoger zullen liggen dan die met de intrinsieke waarde overeenkomen. De kosten van aanloop, de kinderziekten, behoren er ook toe.

De beschreven methoden van waardering, de disconteringmethode en het intrinsiekewaardesysteem hebben uitsluitend betekenis voor de waardering van aandelenpakketten, waarbij andere dan beleggingsgezichtspunten een rol spelen.

Zodra het om beleggingsobjecten gaat, moet de waarde op geheel andere wijze

worden bepaald. Dit wordt begrijpelijk, indien men in ogeschouw neemt, dat er voor beleggingsobjecten markten bestaan, waar kopers en verkopers vrije toegang hebben. Aandelenpakketten als zodanig worden steeds in individuele ruil verhandeld. Zij zouden natuurlijk ook op de beleggingsmarkt aangeboden kunnen worden; dat men dit nalaat houdt in dat er als pakket een hogere prijs voor bedongen kan worden.

Het feit dat er een beleggingsmarkt bestaat, betekent dat een gegadigde de keus heeft tussen verschillende beleggingsobjecten. Hij zal de aangeboden objecten met elkaar vergelijken en een keus doen die hem het beste past. Daar er vele aanbieders en vragers op de markt zijn, is er van beide zijden concurrentie, hetgeen veroorzaakt dat er een soort algemene prijsvorming ontstaat. Het object hetwelk verhandeld wordt is de periodieke opbrengst; in beginsel zullen gelijke periodieke opbrengsten eenzelfde prijs verlangen. Deze stelling vereist nadere precisering in verband met het feit dat men kan constateren dat er verschillende prijzen ontstaan voor verschillende soorten van objecten. Men kent als hoofdgroepen: onroerende bezittingen, leningen, obligaties en aandelen. Elke groep valt echter weer in een aantal ondergroepen uiteen. Wanneer we de groep aandelen in ogeschouw nemen, dan kunnen we daar afzonderlijke ondergroepen in onderscheiden als groeifondsen, elektronische fondsen, olies, spoorwegen, public-utilities, enz. elk met een eigen prijsvorming. Binnen de groep heeft elk afzonderlijk fonds nog een eigen van de andere afwijkende prijs. De prijzen kunnen hoger of lager zijn dan die van overeenkomstige opbrengsten in de andere groepen. De prijsbewegingen zijn dusdanig gevarieerd, dat men niet kan constateren dat een der groepen of sub-groepen altijd de hoogste prijs verkrijgt, hoewel in de literatuur soms gesuggereerd wordt dat zulks het geval zou zijn met goudgerande obligaties.

Al die verschillen in de uiteindelijke prijs worden mede veroorzaakt doordat tenslotte twee objecten vrijwel nimmer geheel aan elkaar gelijk zijn. De meerdere of mindere mate van incurrantheid is een van de eigenschappen, welke op de prijs van dit object een grotere of kleinere invloed hebben zal.

Het bijzondere van de meeste incurante aandelen is dat er geen notering voor bestaat, er zelfs nauwelijks of geen handel in is. In verband daarmee staat de potentiële koper, resp. de aanbieder voor de moeilijkheid een biedprijs, resp. een vraagprijs vast te stellen.

Het ligt voor de hand dat de aspirant koper eerst onderzoekt wat hij op de beleggingsmarkt voor zijn geld kan krijgen. Het spreekt vanzelf dat hij voor de aangeboden incurante aandelen slechts dan interesse zal hebben, indien zij voordelig worden aangeboden, d.w.z. indien de prijs zodanig is, dat zij ondanks het nadeel van hun incurrantheid, aantrekkelijk voor hem zijn.

Om hierin een beslissing te kunnen treffen, zal hij dus een techniek moeten toepassen, waardoor het incurante object met de courante vergeleken kan worden. Hij moet de z.g. „rendementswaarde” bepalen.

Hij tracht daartoe op de beleggingsmarkt inzicht te krijgen in de verhouding tussen de opbrengst en de daarvoor te betalen prijs. Deze verhouding kan men de kapitaliseringsfactor noemen. De methode waarlangs de waardebepaling aldus geschiedt, heet kapitalisatie.

Het is noodzakelijk het kapitaliseringssysteem nauwkeurig van het disconteringsysteem te onderscheiden. Disconteren wil zeggen, dat men via een reken-

kundig proces toekomstige opbrengsten herleidt tot hun huidige betekenis. De wijze van waardebeoordeling, die we het eerst besproken hebben, gebruikt het disconteringsstelsel als rekenkundig raam van haar beschouwingen.

Met kapitaliseren wordt een andere weg gevolgd. Het is eveneens een rekenkundig proces, doch van geheel andere aard. Het wil zeggen dat men de waarde vaststelt door een bepaalde opbrengst met een cijfer te vermenigvuldigen. Dit cijfer is de kapitaliseringsfactor. Inplaats van de kapitaliseringsfactor gebruikt men ook wel het kapitaliseringspercentage, hetwelk gevonden wordt door de kapitaliseringsfactor op 100 te delen.

Thans kunnen we het essentiële verschil tussen de beide processen constateren: disconteren is een verkleiningsproces, het verkleinen van de toekomstige opbrengsten tot hun huidige betekenis. Kapitaliseren daarentegen is een vergrotingsproces, en wel het vergroten van de periodieke opbrengsten tot een waardebedrag.

Indien men het waarderingstheema volgens het kapitaliseringsproces wil oplossen, ontmoet men twee problemen, t.w.

1. het vaststellen van de opbrengst
2. het vaststellen van de vermenigvuldigingssector (of van het kapitaliseringspercentage)

Als opbrengst neemt men de opbrengst van een korte periode, in de praktijk meestal een jaar. Welk jaar? Het laatste, het eerstvolgende, een gemiddelde van een reeks jaren, zo ja, van welke reeks van jaren? De klem van deze vragen wordt dwingender naarmate de inkomsten een wisselender karakter hebben. In het vaststellen van die opbrengst kunnen verschillende inzichten van onderscheiden aspirant-kopers en verkopers zich doen gelden.

De tweede pijler van het kapitaliseringsproces, de vermenigvuldigings- of kapitalisatiefactor, is boven reeds ter sprake gekomen. Zij wordt afgeleid uit de gegevens van de beleggingsmarkt waarbij rekening wordt gehouden met de bijzondere eigenschappen van het onderhavige object, waaronder de incurantheid er één is.

Het ligt voor de hand dat de incurantheid in het algemeen een drukkende factor zal zijn bij deze waardebeoordeling. Deze kan men in rekening brengen door de op de markt gevonden kapitalisatiefactor te verkleinen. Een andere weg is na toepassing van de kapitalisatiefactor een aftrek voor incurant toe te passen.

Taxeren

Tot zover over de waardering in engere zin, die van de marktpartijen. Het is evenwel ook op ander terrein dat de accountant met incurante aandelen te maken krijgt, en wel indien ten behoeve van de fiscale heffingen het belastbare bedrag moet worden bepaald.

Dit is een geheel andere materie dan het adviseren aan marktpartijen ten aanzien van de vraag wat zij bieden of vragen moeten en hoeveel zij maximaal kunnen betalen of waarvoor zij het pakket kunnen laten. Het ging daar om een bedrag dat voor 100 % op tafel moet worden gelegd. Bij de belastingheffing gaat het daarentegen slechts om een gedeelte van de „waarde”, om een aandeel voor de fiscus, en wel een klein repeterend aandeel (vermogensbelasting) of een groter eenmalig aandeel (successiebelasting).

Het gaat hier niet zozeer om het vinden van de „waarde”, doch om een volgens

wettelijke regelen vaststellen van een cijfer, waarover de heffing zal plaats vinden. Deze wettelijke regelen kunnen nauwkeurig omschreven zijn, als bv. in Duitsland het geval is, doch het kan ook bij min of meer vage aanduidingen blijven, welke door rechtsprekende colleges moeten worden geïnterpreteerd.

De taxateur kan voorzover de wettelijke normen een speling toelaten, proberen het belang van de belastingplichtige te betrachten. Dit belang is niet altijd een lage taxatie. Er zijn gevallen waarin een hoge taxatie voordeliger uitkomt, n.l. indien de taxatie van belang is voor meer dan één belasting.

Een taxatie voor de successie kan van belang zijn zowel voor het successierecht als voor de inkomstenbelasting bij latere verkoop van het aandelenpakket. Indien nu het tarief van de inkomstenbelasting hoger is dan het tarief van het successierecht is belastingplichtige voordeliger af bij een hoge successietaxatie. Hetzelfde was het geval met de taxatie per de eerste peildatum voor de vermogensaanwasbelasting en zal wellicht het geval zijn met toekomstige taxaties voor de peildatum voor de door sommige volksgroepen gewenste kapitaalaanwasbelasting.

De taxateur kan trachten een vergelijkingsbasis te vinden voor zijn taxatie. Een voor de hand liggende vergelijkingsbasis is bv. het belastbare bedrag, indien hetzelfde bedrijf niet in N.V.-vorm gedreven zou worden. Het materiële verschil tussen het drijven van een bedrijf in een N.V.-vorm en als niet-rechtspersoon is dat in het eerste geval een extra belasting, t.w. de vennootschapsbelasting, verschuldigd is. Wel wordt de inkomstenbelasting lager, welke immers slechts geheven wordt over de uitkeringen, doch de beide belastingen tezamen zullen in de meeste gevallen hoger zijn dan de inkomstenbelasting, welke geheven wordt bij bedrijfsuitoefening door niet-rechtspersonen. Er kan een voordeel zijn aan de N.V.-vorm doordat een deel van de inkomstenbelasting naar de toekomst verschoven wordt, doch dit voordeel is slechts tijdelijk.

Daar bij de N.V.-vorm door de dubbele belasting de netto-opbrengsten voor de eigenaar kleiner worden, zou het voor de hand liggen de aandelen lager te taxeren dan het niet als rechtspersoon gedreven bedrijf.

De wetgeving en rechtspraak laten deze vergelijkingsmethode evenwel niet toe. Zodra er een N.V. is, wordt het belastbare bedrag vaak verhoogd, en wel als gevolg van het feit dat eventueel de goodwill (welke in de rentabiliteit tot uiting komt) in het belastbare bedrag wordt begrepen, terwijl deze goodwill bij niet-rechtspersonen in het algemeen verwaarloosd wordt. Daardoor wordt het belastbare bedrag bij overgang naar de N.V.-vorm vaak verhoogd inplaats van verlaagd. Hieruit volgt dat niet elk vermogensobject door de fiscus even zwaar wordt getroffen.

De vraag is of bij het taxeren van aandelen rekening gehouden moet worden met de affiniteit van de bezitter van de aandelen tot de onderneming. De ervaring leert dat de Nederlandse fiscus hieraan inderdaad betekenis toekent.

Ook bij het taxeren speelt onze onderscheiding ten aanzien van incurante aandelen als beleggingsobject en als pakket een rol.

Bovenstaande beschouwingen gelden in de allereerste plaats voor pakketten. Medewerking van de accountants is vaak onontbeerlijk. Taxeren van incurante aandelen als belegging zal geschieden door vergelijking met courante aandelen met inachtneming van de factor dividend en de vermenigvuldigingsfactor, onder aftrek van een marge wegens incurantheid. Op dit terrein is een accountant geen deskundige. Dit soort taxaties kan het best door een effectenmakelaar geschieden.

De werkzaamheden van accountants met betrekking tot de vaststelling van de waarde van aandelen bij fusies vallen ook onder het taxatiebegrip. Immers het heeft het wezenskenmerk met taxatie voor belastingheffing gemeen. De waarde moet ook bij fusie worden bepaald naar tevoren vastgestelde richtlijnen. Indien twee of meer ondernemingen tot fusie besluiten en daarbij bv. overeenkomen dat de wederzijdse aandelen tot intrinsieke waarde zullen worden ingebracht, dan is hiermede de taak van de accountant, die met het taxeren belast wordt, bepaald. Dit is geen waardebepaling, doch nader vaststellen van een in principe reeds overeengekomen prijs.

Activeren

Voor nog een ander doel moet in voorkomende gevallen de „waarde” van aandelen worden vastgesteld, nl. indien ze deel uitmaken van een bedrijfsvermogen en onder het actief van de balans moeten worden vermeld. In dat geval moet de activering op zodanige wijze plaats hebben dat de jaarrekening de juiste winst produceert. In vele gevallen zal de activeringsprijs op de opeenvolgende balansen onveranderd zijn (meestal kostprijs). Het spreekt vanzelf dat het aldus gevonden cijfer met „waardering” niets te maken heeft. Daarom spreek ik liever van „activering”.

Het activeringssysteem verandert niet principieel, indien men, naar de nieuwe meer en meer in zwang komende methode, het actief met een zeker bedrag verhoogt en in het passief een reserve tot het bedrag der verhoging opneemt. Formeel ontstaat dan wel een ander activeringscijfer, doch materieel blijft het oorspronkelijke gehandhaafd. Ik zou de winstbepalende activering met netto-activering willen betitelen en de verhoogde activering met compensatie in het passief, bruto-activering willen noemen.

Het activeringsvraagstuk wordt meestal behandeld als een balansprobleem en niet als een specifiek probleem ten aanzien van de incurante aandelen. Ik kan het hier wel mee eens zijn en beschouw mij in het kader van deze bijdrage ontslagen op het vraagstuk dieper in te gaan, daarbij tevens in het midden latende of er verschil gemaakt moet worden tussen de twee soorten van aandelen.
