

Het is ons een genoegen, den lezers te kunnen mededeelen, dat Prof. Dr. H. J. van der Schroeff tot de redactie is toegetreden.

Een uitvoerige introductie van den nieuwen redacteur is overbodig. Als hoogleeraar in de bedrijfseconomie aan de Universiteit van Amsterdam en docent aan de economische leergangen van het Nederlandsch Instituut van Accountants heeft hij bekendheid verworven ook buiten den kring van onze lezers. Als vast medewerker, gedurende vele jaren, heeft hij in ons blad menig belangrijk opstel gepubliceerd.

Prof. van der Schroeff bestrijkt in zijn kennis de beide gebieden, waarop ons tijdschrift zich beweegt en wij hopen voor beide voordeel te trekken van zijn medewerking in de redactie. Nochtans zijn onze verwachtingen in het bijzonder gericht op de versterking van het bedrijfs-economisch element van den inhoud van ons blad, op welke versterking wij bij voortdoring bedacht zijn.

---

## FISCALE WAARDEERING VAN INCOURANTE AANDEELEN

door A. J. Hendriks

Ofschoon ik mij ervan bewust ben dat het onderhavige onderwerp reeds van vele zijden belicht werd, meen ik toch dat het nut heeft om deze materie nog eens te behandelen. In het bijzonder ook omdat ik meen dat de thans gegeven belichting in meerdere opzichten afwijkt van hetgeen daaromtrent in vorige artikelen werd geschreven.

### A. Inleiding

Het onderwerp omvat de bepaling van de *fiscale waarde* van Incourante aandelen. Zooals bij elk waardevraagstuk dat zich voordoet in en om de bedrijfshuishouding, gaat het hier om een *bedrijfseconomisch probleem*. Daar echter thans de *fiscale* waardeering onze interesse heeft, zullen wij ook in het bijzonder onze aandacht moeten besteden aan de vraag *of de fiscale wetgeving ons een bepaald waardebegrip voorschrijft* en zoo ja, welk waardebegrip, b.v. verkoopwaarde, vervangingswaarde of anderszins.

Indien zulks het geval zou zijn, dan waren wij uiteraard daaraan gebonden en zou een belangrijke grondslag voor onze beschouwingen reeds door de *wet* bindend aan ons zijn gegeven, ongeacht of wij het daarmede al dan niet eens zouden zijn.

Dit is echter naar mijn meening slechts tot op zekere hoogte het geval. Weliswaar zien we dat in de fiscale wetgeving bepaalde waardebegrippen gehanteerd worden, doch een scherpe omgrenzing daarvan wordt niet gegeven.

Deze omstandigheid nu maakt het ons mogelijk naar mijne meening, om de stof op een dusdanige wijze te behandelen, dat wij in eerste instantie het probleem vanuit een bedrijfseconomisch standpunt beschouwen en de fiscale jurisprudentie dan pas in tweede instantie in onze beschouwingen betrekken. Hetzij om daarin steunpunten te vinden voor onze conclusies, hetzij om deze te wijzigen indien zij positief in strijd blijken met de vorenbedoelde jurisprudentie.

## B. Probleemstelling

We zullen allereerst moeten beginnen om ons scherp te realiseeren I. over welke aandeeleu we het zullen hebben, II. welke precies de doeleinden zijn die ons bij de waardeering worden gesteld en III over welk waardebegrip we zullen spreken.

I. In de *eerste plaats* rijst dan de vraag wat verstaan moet worden onder het begrip *Incourante Aandeeleu*:

1e. niet alleen de gewone aandeeleu bij *besloten vennootschappen* vallen onder het voornoemde begrip, doch óók de preferente aandeeleu.

Daarbij zou ik dan nog een onderscheid willen maken tusschen de verschillende soorten preferenties, n.l. ten aanzien van het vermogen der N.V. en t.a.v. de winstuitdeelingen. Ik meen n.l. dat deze factoren in aanmerking genomen behooren te worden bij de waardebepaling, ter bepaling van belangrijkheidscoëfficiënten die in aanmerking zijn te nemen. En dan spreekt het vanzelf dat in het geval dat een zekere preferentie aanwezig is, de belangrijkheidscoëfficiënt grooter genomen zal moeten worden.

Om soortgelijke redenen zou ik het al dan niet cumulatief zijn, gepaard gaande met een al dan niet deelgerechtigd zijn in overwinsten, in mijn beschouwingen willen betrekken.

2e. Voorts ook winstbewijzen alsmede de z.g. Inkomstenobligaties e.d., ofschoon dit strikt genomen geen aandeeleu zijn.

3e. M.i. zijn óók de aandeeleu die — ofschoon verhandeling niet of althans bijna niet voorkomt — in principe *ter beurze verhandelbaar* zijn, wegens de weinige courantheid te rangschikken onder het door ons te behandelen begrip „Incourante Aandeeleu”. In de praktijk vinden we daarvan noteringen — indien althans één of meerdere verhandelingen hebben plaats gevonden — in het Weekblad van Broekman's Commissiebank, kortweg „Broekmans Effectengids”.

Nu zou men kunnen meenen dat deze notering als koerswaarde aavaard kan worden, evenals zulks geschiedt met de beursnoteringen van aandeeleu Philips e.d. Dit is echter m. i. niet het geval, want:

a. Er is veelal een aanmerkelijk tijdsverschil tusschen het tijdstip van de notering en het tijdstip waarop de waardeering moet geschieden. En gedurende dat tijdsverloop kunnen zich vele factoren hebben voorgedaan die een aanmerkelijke afwijking veroorzaken tusschen de waarden op die twee tijdstippen.

b. De notering heeft betrekking op een *beperkt* aantal transacties waarbij allerlei nevenfactoren de notering beïnvloed kunnen hebben, zoodat zij geen juiste weergave is van de waarde op dat moment.

Ofschoon er dus meerdere vormen zijn bij de incurante fondsen, zal ik desniettemin in het volgende, teneinde onzen gedachtengang meer te concretiseeren, steeds de meest voorkomende vorm, n.l. de gewone aandeeleu bij besloten N.V.'s op het oog hebben. De overige vormen van incurante aandeeleu kunnen echter op gelijksoortige wijze worden behandeld.

II. In de *tweede plaats* doet zich dan de kwestie voor welke die *fiscale doeleinden* zijn. In het algemeen zijn zij als volgt aan te geven:

1°. de bepaling van de waarde van een vermogen of vermogensbestanddeel als doel op zich zelf, hetgeen wij ontmoeten bij de Verm. Bel. 1892 art. 7 1e C, de Vermogensbel 1942 art. 6, de Registratiewet (inbreng van aandeeleu in andere N.V.'s) de Successiewet 1859 art. 47 lod, en art. 49, alsmede bij de Ondern. Bel. in art. 5 en 1.1 voorzoover betreft

de bepaling van het bedrijfskapitaal bij natuurlijke personen en vennootschappen.

2<sup>o</sup>. de bepaling van de waarde van een onderdeel van een vermogen, waarbij de vaststelling van het vermogen geen doel is op zich zelf, doch middel om een andere grootheid te berekenen, n.l. de winst over een bepaalde periode, hetgeen geschiedt door het vermogen aan het begin van die periode te vergelijken met dat aan het einde van dat tijdperk.

Dit zien we bij de I.B. 1941, Vennootsch. Bel. 1942 en de Ondern. Bel.

III. In de *derde plaats* dienen we dan na te gaan of in deze wetten een bepaald waardebegrip, b.v. verkoopwaarde, vervangingswaarde of anderszins is voorgeschreven.

Bij de in het bovenstaande eerstgenoemde groep wetten zien we het begrip „Geldswaarde” naar voren komen. Dit is n.l. het geval bij

- a. Verm. Bel. 1892 art. 7 1o c: Effecten worden gewaardeerd op geldswaarde naar de laatst opgemaakte prijscourant bedoeld in art. 47 Succ. Wet, en zoo zij daarop niet bekend staan, naar de laatst bekende gegevens.
- b. Succ. Wet 1859 art. 47 1o d: Voor de regeling van het recht van successie wordt de waarde bepaald enz. enz. Van de effecten op hun geldswaarde naar de prijscourant opgemaakt op last van den M. v. F. in de week van het overlijden en zoo zij daarop niet bekend staan naar de begroting der aangevers.
- c. Succ. Wet 1859 art. 49: Voor de regeling van het recht van schenking wordt de waarde van de geschonken zaken bepaald overeenkomstig art. 47 (dus het begrip geldswaarde).
- d. Ond. Bel. art. 5 en 11: Voor natuurlijke personen wordt het bedrijfskapitaal bepaald overeenkomstig de Verm. Bel. 1892 (voor incourante fondsen dus de geldswaarde).
- e. Verm. Bel. 1942 art. 7 (2): de aan *gezamenlijke* effecten toegekende waarde mag niet lager liggen dan het bedrag waarop gewaardeerd zou zijn indien art. 7 1o C der Verm. Bel. 1892 ware toegepast.

En bij de in het bovenstaande genoemde tweede groep komt het begrip „bedrijfswaarde” naar voren. Dit vinden we o.a. in art. 10 van het Besluit Inkomstenbelasting 1941. Bij de bepaling van de bedrijfswaarde van een activum in het algemeen en van het eventueele activum „incourante aandelen” in het bijzonder, doen zich problemen voor van diepgaande bedrijfseconomische beteekenis, zooals t.a.v. de continuïteit van onderneming en activum, het vóórkomen van complementaire waardeeringen enz.

Daar echter het probleem van de bepaling van de vorenbedoelde bedrijfswaarde van incurante aandelen een onderdeel is van het algemeene probleem, n.l. de bepaling van de bedrijfswaarde van een activum en dit probleem thans niet aan de orde is, zal ik mij *beperven* tot het begrip *geldswaarde*, hetwelk wij in de eerste groep aangeduid zagen.

### *Geldswaarde*

T.a.v. dit begrip ontbreekt in de wet een bindend voorschrift wat daaronder verstaan moet worden. We zullen dus moeten afgaan op ons bedrijfseconomisch inzicht en voorts moeten toetsen of er geen jurisprudentie is die onze meening stellig als onjuist aanmerkt.

Ik zou nu allereerst willen stellen dat met het begrip *geldswaarde* niets anders bedoeld wordt dan het begrip „waarde” aan te duiden. In verband hiermede wijs ik op de terminologie van art. 1 en art. 47 1<sup>o</sup> d van de Successiewet, waar n.l. van „waarde” gesproken wordt. Art. 3 V.B. 1892

spreekt echter van „alle zaken die geldswaarde hebben”. Daar beide wetten steeds hetzelfde soort zaken op het oog hebben, mag men aannemen dat de begrippen „waarde” en „geldswaarde” elkaar dekken. Er is mij op geen enkele wijze gebleken — noch uit de V.B. 1892 en Succesiewet zelve, noch uit de daarop betrekking hebbende jurisprudentie — dat het begrip „geldswaarde” enger of althans anders zou zijn dan het begrip „waarde. Integendeel, de formulering der jurisprudentie wijst in de richting van voornoemde opvatting.

Dit waardebegrip behoort dan gezien te worden als een objectieve grootheid, in dien zin, dat de waarde bepaald wordt door objectieve factoren, die echter van aandeelhouder tot aandeelhouder voor dezelfde aandelen kunnen verschillen, zoodat men bij aandelen van dezelfde N.V. voor de verschillende aandeelhouders tot verschillende waardeering kan komen. Deze opvatting sluit m.i. logisch bij de wet aan, doch voorts vind ik daarvoor steun in de jurisprudentie, o.a. in:

B.I.B. 4129: „Bij de bepaling van de geldswaarde zal ook in rekening gesteld dienen te worden, dat de aandelen een hoogere waarde hebben voor iemand die tevens Directeur is der Vennootschap, dan voor een buitenstaander”.

Wanneer we eenmaal op dit punt zijn aangekomen dan dringt zich aan ons op, om de geldswaarde of waarde te zien als een functioneele waarde, zooals ook geschiedt door Dr. P. J. Adriani in het M.A.B. van Juni 1933 (Het waardeprobleem in het belastingrecht) en in het M.A.B. van October 1938 (Fiscale problemen rondom het incurante aandeel). En dan is het begrip „*geldswaarde van incurante aandelen*”, indien we daarbij rekening houden met de omstandigheid dat de aandelen voorzien in de behoefte aan een continueele functie vervulling, te zien als: „*het bedrag dat de eigenaar moet uitgeven om zich de mogelijkheden te verschaffen die de incurante aandelen hem bieden, dus om de functie te kunnen vervangen die de incurante aandelen bij hem vervullen, indien hij deze aandelen plotseling zou kwijtraken. Dat is de vervangingswaarde van die fondsen.*”

De gegeven opvatting is m.i. niet in strijd met de jurisprudentie. In het bijzonder heb ik bestudeerd de arresten 2875, 4129, 6898, 6922, 6955, 6978, 7002, 7015, 7054, doch daarnaast zijn óók nog andere te noemen.

Daarbij valt op:

- a. de weinig scherpe omlijning van de stof
- b. het negatieve in die arresten, b.v.
  1. bij familievennootschappen *behoeft niet* onder alle omstandigheden *alleen* de intrinsieke waarde genomen te worden voor bepaling van de geldswaarde (6898)
  2. het begrip „geldswaarde” wordt, bij een besloten N.V. waar alle aandelen op één na, in handen zijn van de drie directeuren, *niet* miskend door de intrinsieke waarde als geldswaarde te nemen en deze te baseeren op de waarde der onroerende goederen. Het betref hier n.l. een bouwmijs. (6922)
  3. In het geval dat iemand nagenoeg alle aandelen bezat en waar de Inspecteur zich op de intrinsieke waarde had gebaseerd, heeft de H.R. óók rekening gehouden met de rentabiliteit van de onderneming (6955)
- c. het begrip „intrinsieke waarde” komt langzamerhand niet meer zoo op den voorgrond te staan, dan aanvankelijk het geval was.

II. Voorts is mij op geen enkele wijze gebleken bij de bestudeering van die arresten, dat de gegeven uiteenzetting positief in strijd is met die



jurisprudentie. Integendeel, verscheidene grondgedachten die ik hiervoor heb gegeven, ziet men ook in de jurisprudentie naar voren komen.

Derhalve mag ik m.i. thans overgaan tot de volgende:

*Conclusie bij de probleemstelling.*

In geval we te maken hebben met het begrip geldswaarde van incurante aandelen, hetgeen zich voornamelijk zal voordoen bij natuurlijke personen t.a.v. hun aangiften voor de vermogensbelasting en bij successieaangiften, wordt het probleem herleid tot de bepaling van de *vervangingswaarde* van die stukken i.v.m. de functie die zij voor dien natuurlijke persoon vervullen.

### C. Probleemoplossing

Om misverstand te vermijden merk ik op deze plaats nogmaals op dat ik mij beperk tot de waardeering op geldswaarde van gewone incurante aandelen voor de aangiften Vermogensbelasting van natuurlijke personen en voor de aangiften op grond van de Successiewet.

Zoals ik bij de probleemstelling heb aangetoond, komt de waardeering op geldswaarde neer op de bepaling van de vervangingswaarde der incurante aandelen in verband met de functie die zij voor den natuurlijke persoon vervullen.

Er dient dus vastgesteld te worden *welke deze functie is, benevens de mate waarin de betreffende stukken deze functie thans vervullen en in de toekomst nog zullen vervullen.* Immers hierdoor wordt de *vervangingswaarde* van de fondsen bepaald.

In beginsel zijn er twee hoofdfuncties aanwezig, n.l.

1°. de incurante aandelen vervullen voor den natuurlijke persoon een zoodanige functie, dat zij hem in staat stellen om een bedrijf geheel of gedeeltelijk te bezitten, zonder dat een direct verband tusschen hem en dit bedrijf aanwezig is, zooals dat b.v. het geval is bij de *eemanszaak* en de firma. In dit geval moet dan het *bedrijf* als *inkomstenverschaffer* gezien worden.

2°. zij vervullen voor den natuurlijke persoon de functie van *zelfstandige inkomstendrager*.

In een concreet geval kan men één van deze twee hoofdfuncties aantreffen, doch óók is mogelijk, dat zich een *combinatie* daarvan voordoet. In de praktijk zal dit zelfs veelal het geval zijn. De beteekenis daarvan is, dat men in het geval van een combinatie als uiteindelijke vervangingswaarde aan de incurante aandelen een waarde zal toerekenen, die overeenkomt met de hoogste der beide vervangingswaarden die men aan de fondsen toekent, indien men let op de hoofdfuncties afzonderlijk en dat is de waarde Sub 1°. Want omdat de *werkelijke* winstuitdeelingen steeds kleiner zijn dan, of hoogstens gelijk aan de *mogelijke* winstuitdeelingen, zal de beteekenis van de aandelen als zelfstandige inkomstendrager steeds kleiner zijn dan, of hoogstens gelijk aan de beteekenis die zij hebben als vertegenwoordiger van het bedrijf als inkomstenbron. In combinatiegevallen dient dus alleen op de eerstgenoemde functie gelet te worden. Zoo'n combinatiegeval zal zich b.v. voordoen bij een belangrijk bezit, dat echter nog geen meerderheidsbezit behoeft te zijn. Bij een overwegend meerderheidsbezit is er principieel alleen van de eerste hoofdfunctie sprake, terwijl in het geval dat de natuurlijke persoon slechts een onbeteekenend minderheidsbezit heeft, zich alleen de tweede hoofdfunctie voordoet.

Men krijgt derhalve in elk concreet geval een waardeering van de aandelen hetzij in hun beteekenis voor de eerste functie, hetzij in hun betee-

kenis voor de tweede functie. Er zal dus geanalyseerd dienen te worden welke die beteekenis is.

### I. De aandeeleu vormen het middel om het bedrijf te bezitten

Uiteraard bezit men het bedrijf niet om het bezit zelve, doch om daaruit inkomsten te verwerven, ongeacht of men deze geheel of gedeeltelijk tot uitdeeling en daarna tot eventueele verteering wil bestemmen, dan wel of men deze inkomsten in het bedrijf wil laten en deze dus met een bepaald of onbepaald doel gaat reserveeren.

De beteekenis van het bedrijf als inkomstenbron hangt af van het *rendement* dat het bedrijf in de toekomst zal kunnen afstooten zonder dat het voortbestaan van het bedrijf wordt aangetast. Het gaat hier dus om de *mogelijke winstuitdeelingen* op de aandeeleu. Alleen in het geval dat de feitelijke winstuitdeelingen zoodanig zijn dat er slechts sprake is van een reserveering die noodzakelijk geacht moet worden voor het voortbestaan van de onderneming en derhalve steeds binnen beperkte grenzen zal blijven, mag men deze feitelijke winstuitdeelingen voor de mogelijke in de plaats stellen.

Deze mogelijke winstuitdeelingen leiden tot de becijfering van de z.g. *Rendementswaarde* van de aandeeleu, d.i. de waarde van de aandeeleu in verband met de mogelijke resp. feitelijke winstuitdeelingen.

Intusschen mag niet over het hoofd gezien worden dat de afwijkingen **tusschen** de toekomstige mogelijke, resp. feitelijke winstuitdeeling eenerzijds, en de werkelijk te behalen winsten anderzijds, dus de reserveering die bestemd zijn om het voortbestaan van de bedrijfshuishouding in zijn huidige beteekenis als inkomstenbron te waarborgen, van invloed zijn op de mate waarin de functie in de toekomst vervuld kan blijven worden. **M.a.w.** mag men voor de bepaling van de geldswaarde niet alleen de **mogelijke**, resp. feitelijke winstuitdeelingen in beschouwing nemen, doch men moet óók aan de werkelijke winsten in verhouding tot het aandeeleu-kapitaal beteekenis toekennen als waardebepalende factor. Anders gezegd, óók de *Rentabiliteitswaarde* moet in rekening gesteld worden.

Voorts zal ook de z.g. *Intrinsieke waarde* als waardebepalende factor in rekening gesteld dienen te worden. Hieronder versta ik dan het saldo van de op vervangingswaarde gewaardeerde activa en de schulden, in verhouding tot het aandeeleu-kapitaal. Immers, het is van overwegend belang of de winst verkregen is met dan wel zonder de aanwezigheid van reserves, d.w.z. of de intrinsieke waarde van het aandeeleu-kapitaal meer bedraagt dan 100 % dan wel daarmee samenvalt of eventueel minder is. De aanwezigheid van reserves maakt het n.l. in het algemeen waarschijnlijker dat het bedrijf zijn huidige beteekenis als inkomstenbron zal kunnen blijven vervullen.

Voor het geval dat de aandeeleu het middel vormen om het bedrijf te bezitten, kunnen we dus thans reeds concluderen dat naast elkaar beteekenis hebben voor de bepaling van de geldswaarde van die aandeeleu, de:

1. Rendementswaarde van de aandeeleu
2. Rentabiliteitswaarde van de aandeeleu
3. Intrinsieke waarde van de aandeeleu

Thans resteert ons nog aan te geven welke beteekenis we moeten toekennen aan elk van deze factoren afzonderlijk, dus de keuze van de belangrijkeheidscoëfficiënten. Voorts behoort nog de bepaling van de grootte van de afzonderlijke factoren behandeld te worden. Dit tweede punt komt later nog aan de orde, doch wat de keuze betreft van de belangrijkeheidscoëfficiënten merk ik thans het volgende op:

Daar in de praktijk elk waardeeringsgeval anders ligt, is een algemeen geldende oplossing niet mogelijk, doch zal volstaan moeten worden met een *richtsnoer*. Onze feeling en ervaring moeten ons dan aan de hand van die richtsnoeren tot een ongeveer juiste waardeering leiden. Die leidraad is in groote trekken als volgt:

- 1°. Aan rendements- en rentabiliteitswaarde kan een ongeveer gelijke beteekenis worden toegekend.
- 2°. Men vergelijkt de winst met het in de onderneming werkzame vermogen en onderscheidt dan
  - a. de vermogensopbrengst is gunstig;
  - b. zij is ongunstig.

In het geval sub a. zal steeds de rentabiliteitswaarde grooter zijn dan de intrinsieke waarde, zij het dan ook dat beiden kunnen liggen beneden de nominale waarde van het gestorte kapitaal. Men zal er rekening mede dienen te houden dat de gunstige vermogensopbrengst tengevolge van opkomende concurrentie kan dalen. Bij de bepaling van de rentabiliteitswaarde wordt deze factor reeds in rekening gesteld, daar men de geschatte toekomstige winsten zoo juist als mogelijk is in de becijfering zal opnemen, doch ten overvloede kan men dan veiligheidshalve aan de intrinsieke waarde een grootere beteekenis toekennen dan aan de rentabiliteitswaarde en wel destemee al naar mate de vermogensopbrengst gunstiger is en de kans op een toekomstige winstdaling dus grooter is.

In het geval sub b., dus bij een ongunstige vermogensopbrengst zal de intrinsieke waarde juist de grootste zijn. Aan de rentabiliteitswaarde moet dan de grootste beteekenis worden toegekend en wel destemee al naar mate de vermogensopbrengst ongunstiger is. Hier geldt n.l. dat de intrinsieke waarde in de toekomst onder den invloed van dien ongunstigen vermogensopbrengst vermoedelijk zal dalen.

## II. *De aandeelen zijn zelfstandige inkomst dragers*

Indien men de vervangingswaarde van de aandeelen die zij hebben voor de vervulling van deze functie, wil bepalen, dient in de eerste plaats gelet te worden op de feitelijke rendementen die zij in de toekomst vermoedelijk zullen afwerpen, hetzij als dividend, hetzij anderszins. Men kan n.l. via het aandeelenbezit tot andere inkomsten uit de Vennootschap dan dividend gerechtigd zijn, terwijl deze andere inkomsten dusdanig hoog zijn dat zij gedeeltelijk als winstuitdeeling op aandeelen beschouwd dienen te worden. B.v. een extra hoog salaris voor een directeur-aandeelhouder.

Deze feitelijke toekomstige uitdeelingen op aandeelen zijn uiteraard naar boven begrensd door de winstmogelijkheid van de onderneming, doch worden overigens bepaald door statutaire voorschriften omtrent winstuitdeelingen, of in het geval dat dergelijke voorschriften ontbreken dan wel niet worden gehandhaafd, door de uitdeelingspolitiek zooals die tot dusver werd gevolgd met inachtneming van vermoedelijke wijzigingen daarin.

De waardeering van de aandeelen geschiedt hier dus met betrekking tot de opbrengsten die zij vermoedelijk zullen afwerpen, derhalve op *Rendementswaarde*.

Toch zijn ook in dit geval de *Rentabiliteitswaarde* en de *Intrinsieke waarde* wel degelijk waardebepalende factoren. Immers, al naar mate de winst in verhouding tot het aandeelenkapitaal, d.i. de rentabiliteitswaarde van het aandeelenkapitaal, de rendementswaarde van dat kapitaal overtreft, des te meer zekerheid is aanwezig dat de aandeelen in de toekomst



hun functie van zelfstandige inkomstendrager in dezelfde omvang kunnen blijven vervullen, als bij de bepaling van de rendementswaarde werd aangenomen.

Voor de intrinsieke waarde geldt iets dergelijks: Al naar mate deze grooter is en er meer reserves in de bedrijfshuishouding aanwezig zijn, is de mogelijkheid grooter dat de verwachte uitdelingspolitiek inderdaad zal uitgevoerd worden.

Ik kan deze inschakeling van Rentabiliteits- en Intrinsieke waarde óók nog op andere wijze begrijpbaar maken, n.l.: De beteekenis van het aandeel als inkomstenbron wordt mede beïnvloed door de mate waarin achter de winstuitdeelingen een capaciteit staat, die de continuïteit van de rendementen waarborgt. En deze capaciteit wordt tot uitdrukking gebracht door de contante waarde van toekomstige overwinsten d.i. de *goodwill* eenerzijds, en anderzijds de reeds aanwezige reserves. Voorts mag ik stellen

$$\frac{\text{kapitaal} + \text{goodwill}}{\text{kapitaal}} = \text{Rentabiliteitswaarde en} \frac{\text{Kapitaal} + \text{Reserve}}{\text{kapitaal}}$$

= Intrinsieke waarde van het kapitaal, zoodat de juistheid van vorenbedoelde inschakeling blijkt.

Ook voor dit geval zijn dus *Rendements-*, *Rentabiliteits-* en *Intrinsieke waarde* naast elkaar waardebepalende factoren voor de aandeelen. Hier komt derhalve eveneens het probleem naar voren van de keuze van belangrijkheidscoëfficiënten benevens de bepaling van de grootte van de factoren zelf. Dit laatste laat ik nog even rusten, doch wat de keuze van de belangrijkheidscoëfficiënten betreft merk ik ook hier weer op dat een algemeene oplossing wegens de veelheid van gevallen niet te geven is, doch dat hiervoor wel weer een leidraad in de plaats gesteld kan worden, terwijl onze ervaring dan aan de hand daarvan ons een ongeveer juiste waardeering kan doen vaststellen.

Bedoelde leidraad is:

- 1°. Aan de Rendementswaarde behoort een overwegende beteekenis toegekend te worden.
- 2°. Naarmate de Rentabiliteits- en Intrinsieke waarde gunstiger bij de rendementswaarde afsteken zullen zij een grootere beteekenis bij de waardeering hebben. T.a.v. de beteekenis van elk der factoren Rentabiliteitswaarde en Intrinsieke waarde, geldt dan nog dat die factor de grootste beteekenis heeft, die óók de grootste invloed heeft in het geval dat het gaat om de waardeering van de bedrijfshuishouding als inkomstenbron (zie hiervoor onder I).

In het voorgaande heb ik uitsluitend aandacht gewijd aan de hoofdfunctie die de aandeelen kunnen vervullen. Elk aandeel vervult echter nog een *nevenfunctie*, ongeacht welke de hoofdfunctie is. De eigenaar kan n.l. een aandeel vervreemden en het aandeel stelt hem dus in staat om in ruil daarvoor liquide middelen te verkrijgen. Derhalve speelt óók de *verkoopwaarde* een rol. Deze invloed kan zoowel waardeverhoogend als waardeverlagend werken. Indien men op grond van de beteekenis van de aandeelen in hun betrekking tot de hoofdfunctie daaraan een zekere waarde toekent en aandeelen in dat soort bedrijven vinden in het algemeen een willige markt dan mag men stellen dat er ten opzichte van de vorenbedoelde zekere waarde, nog een *waardeverhoogend element* optreedt. Op gelijksoortige wijze kan van de verkoopwaarde óók een *waardeverlagende werking* uitgaan.

De invloed van de verkoopwaarde acht ik over het algemeen niet groot.



Bij de bepaling daarvan zou ik met de volgende omstandigheden rekening willen houden:

a. noteringen ter beurze van soortgelijke courante fondsen zoewel t.a.v. de stand van de koers als van het verloop daarvan, omdat hierin allerlei markttechnische en psychologische invloeden in weerspiegeld worden.

b. bijzondere factoren die zich bij het incourante aandeel voordoen, b.v. beperkte overdrachtsmogelijkheid volgens de statuten hetgeen waardeverlagend werkt, hetgeen ook het geval is met het gegeven dat het hier een incurant fonds is, dus een beperkte markt heeft.

c. gemiddelde van de vervangingswaarden der fondsen voor de verschillende eigenaars waarbij ik de incourantheid en eventueele statutaire beperkingen t.a.v. de overdracht nog als een waardeverlagende factor op dat gemiddelde zou willen toepassen, b.v. door een aftrek van 10 %. Dit percentage kan natuurlijk van geval tot geval sterk wisselen.

## II. Nadere begripsbepaling van

*Rentabiliteitswaarde*

*Rendementswaarde*

*Intrinsieke waarde.*

1°. De *rentabiliteitswaarde* zou ik willen bepalen door kapitalisatie van de geschatte toekomstige winsten op basis van een rentepercentage dat in theorie gevonden wordt door het reële rentepercentage te nemen van goudgerande waarden (pandbrieven, staatsfondsen e.d.), verhoogd met een geringe opslag van b.v.  $\frac{1}{2}$  % i.v.m. de omstandigheid dat in het algemeen de neiging bestaat bij het publiek om toekomstige baten uit ondernemingen te onderschatten in verhouding tot rente van pandbrieven en obligaties.

Indien onze schatting van toekomstige baten overigens juist zou zijn, ware het aldus gevonden percentage ook goed. Zooals echter bij elke schatting, kunnen ook bij deze schatting fouten voorkomen en derhalve komt het mij praktisch gewenscht voor om als tegenwicht tegenover een mogelijk te gunstige schatting het rentepercentage hooger te stellen dan hiervoor werd genoemd. En wel een hoogere opslag op het normale percentage alnaarmate het bedrijf moeilijker te bekijken is en meer fluctuaties vertoont in de resultaten. Desgewenscht kan men hier ook een stelsel toepassen waarbij de normale winst gekapitaliseerd wordt op basis van een normale rentevoet, de eerste overwinst op basis van een hooger percentage, de volgende overwinst op basis van een percentage dat weer hooger ligt enz. Hier krijgt men dus de overwinst in deelen en neemt eigenlijk aan, dat de kans om het volgende deel van de overwinst aan de reeds gecalculerde winst een overwinst toe te voegen, steeds geringer wordt, hetwelk men tot uitdrukking brengt door voor dit toegevoegde deel een hooger kapitalisatie-percentage te nemen.

Practisch zou ik den opslag op het normale procent willen laten variëren tusschen 2 en 6 %. Het is echter mogelijk dat men nog hooger gaat.

Omdat wij geen helderzienden zijn, zou ik voorts die toekomst-schattingen willen baseeren op de *normale* winsten van de afgelopen jaren. In theorie zouden we dan een periode moeten nemen die een volledige conjunctuurcyclus omvat, dus 7 à 10 jaar en tevens rekening moeten houden met trend, doch ik meen dat we in de praktijk wel kunnen afzien van die trend (hetgeen dan in het geval van een opgaande bedrijfsontwikkeling

eventueel een argument is om te motiveeren dat onze schatting niet te hoog is) en ons kunnen beperken tot de laatste 5 jaar. Als normale winst zou ik dan willen zien, de winst ontdaan van bijkomstige incidenteele factoren (zoowel waardeverlagende als waardeverhoogende).

## 2°. De Rendementswaarde

Hieronder wordt dan verstaan de waarde van het aandeel, afgeleid uit het rendement van dat aandeel. Ofschoon er bijzondere vormen van rendement kunnen voorkomen zooals exorbitant hoge salarissen voor de vervulling door den aandeelhouder van een bestuursfunctie enz., gaat het hier echter in het algemeen om de toekomstige dividenden. Deze dividenden dienen dan gekapitaliseerd te worden op basis van een percentage dat overeenkomt met de rentevoet welke bij 1°. is aangegeven. Echter moet hierbij t.a.v. de veiligheidsopslag nog het volgende worden opgemerkt.

Al naar mate de dividendpolitiek voorzichtiger is en men dus mag aannemen dat deze in de toekomst gehandhaafd zal kunnen blijven, is er minder reden om veiligheidshalve als tegenwicht tegenover een te gunstige opbrengstschatting, een opslag op het normale rentepercentage toe te passen. Men zal in die gevallen het kapitalisatiepercent tot de normale rentevoet kunnen laten naderen.

3°. Voor de bepaling van de *Intrinsieke waarde* merk ik op dat het gaat om de waardeering van activa bij een continueele bedrijfsvoering en op grond van de leer van Professor Limperg zou ik deze waarde op *Vervangingswaarde* in rekening willen stellen.

## E. Theoretische slotopmerking

Tot slot nog een opmerking omtrent het moment van waardeering t.o.v. het moment van dividenduitdeeling; zou b.v. op 1 Januari gewaardeerd moeten worden en wordt de balans per 31 December daaraanvoorafgaande als uitgangspunt genomen, dan zou ik bij de waardeering als volgt willen handelen:

1e. Uitgangspunt is de balans per 31 December *nadat* de winstverdeling reeds daarin is verwerkt. De vastgestelde dividenden en tantièmes zijn dus reeds als schuld opgenomen, hetgeen daartoe leidt dat de intrinsieke waarde zich eenigermate wijzigt.

2e. Vervolgens ga ik dan overeenkomstig hetgeen hiervoor werd behandeld de waarde van de fondsen bepalen en verhoog deze waarde tenslotte met het dividendpercentage.

## F. De praktische toepassing in schema weergegeven

M.i. zouden we in de praktijk als volgt kunnen werken:

1e. vaststelling van het geplaatste kapitaal gesplitst naar de verschillende soorten i.v.m. preferenties, het al dan niet cumulatief zijn e.d., alsmede de bepaling van het aantal in omloop zijnde winstbewijzen e.d.

2e. bepaling aan de hand van de statuten en anderszins van de bijzonderheden welke die verschillende soorten waardepapieren vertoonen, b.v. ten aanzien van stemrecht, winstverdeling, overdraagbaarheid enz.

3e. vaststelling van:

*de Rendementswaarde*

- a. de uitkeeringen die vermoedelijk in totaal plaats zullen kunnen vinden. Deze bepaling houdt ten nauwste verband met de *Rentabiliteitswaarde*
- b. de winsten die vermoedelijk gemaakt zullen worden onder aftrek van de ten laste van die winst komende belastingen. In de praktijk zou ik mij daartoe willen baseeren op het gemiddelde van de resultatenrekeningen van de laatste 4 à 5 jaren. Ik zou er op letten dat de afschrijvingen normaal waren en ook overigens het stelsel van winstbecijfering aanvaardbaar is en voorts incidenteele factoren willen uitschakelen. Voorts zou ik er dan rekening mede willen houden dat de tarieven van belastingen naar de winst aanmerkelijk verzwaaard zijn en voorzover mogelijk zou ik ook gegevens willen inschakelen die ons het vermoeden kunnen geven dat het verloop der resultaten een verandering zal toonen t.o.v. het verloop in de voorafgaande jaren. Het aldus verkregen bedrag, dat dus de verwachte toekomstige winst aangeeft onder aftrek van de vennootschapsbelasting zou ik dan willen kapitaliseeren op basis van een percentage dat varieert tusschen 6 en 10 %. Al naar mate het bedrijf meer risico's geeft en de bedrijfsresultaten fluctueeren zoodat dus de schatting van de toekomstige resultaten moeilijker is, zou ik het percentage hooger willen nemen. De uitkeeringen die kunnen plaats vinden zullen dan begroot worden aan de hand van de begroote winst, de dividendpolitiek zooals is aangegeven in de statuten en zooals in het verleden werd gevolgd alsmede i.v.m., de liquiditeit der vennootschap. Deze klemt in het bijzonder als er een depressie periode op komst is. Door kapitalisatie op basis van het zelfde rentepercentage vinden we dan de *Rendementswaarde*.
- c. de *intrinsieke waarde*. De laatste balans zou ik als uitgangspunt willen nemen en deze slechts wijzigen indien zich tusschen dien balansdatum en moment van waardeering zeer bijzondere factoren hebben voorgedaan. In deze balans behooren de activa op vervangingswaarde gewaardeerd te worden. Practisch zou ik genoeg willen nemen met een boekwaarde verkregen op basis van redelijke afschrijvingen. Voorts zou ik daarin als schulden willen opnemen de nog te betalen belastingen over de reeds gemaakte winst en de overgangsreserve. Bovendien zou ik de winstverdeeling over dat jaar reeds in de balans willen verwerken, dus winstuitdeelingen als schuld opnemen. Indien de uitkeering der winst op het moment der waardeering nog niet heeft plaats gevonden zou ik de uiteindelijke waarde ten volle willen verhoogen met het te ontvangen dividend.
- d. de bepaling van de *verkoopwaarde* werd hiervoor reeds besproken. Vaststelling zoo mogelijk aan de hand van het aandeelhoudersregister van de aandeelhouders en de bijzondere posities die zij innemen t.a.v. de N.V. zooals: omvang en samenstelling van hun bezit (hierbij letten op preferenties, machtsposities); bijzondere inkomsten e.d.; toekening van belangrijkheidscoëfficiënten aan elk der factoren die voor de waardebepaling van belang zijn, per groep aandeelhouders die in ongeveer dezelfde omstandigheid verkeerden.