

bringt kein Einkommen; es ist namentlich in keinem Sinne Kapital, weder in volks- noch in privatwirtschaftlichem Sinne. Denn es ist weder Werkgut für irgendeinen Betrieb, noch ein Zins oder Profittragender Eigentumstitel. Jemand, der Geld besitzt, kann es ausgeben und gehört, so lange es reicht, nicht zur Klasse der Lohnempfänger, sondern rangiert *sozial* mit den Kapitalisten. Aber er *ist* nicht Kapitalist, wenn er nicht das Geld fortgibt, um dafür rentierende Eigentumstitel zu erwerben. Hier dürfen wir uns nicht durch den Sprachgebrauch täuschen lassen, der von einem mit solchen Titeln reich ausgestatteten Menschen sagt, er hab „viel Geld“. Jemand mag eine Milliarde Guineas in seinem Keller haben; er ist nicht Kapitalist und sein Eigentum ist nicht Kapital wenn er es nicht, etwa in Gestalt van Noten, ausleijt, d.h. in rentierende Eigentumstitel verwandelt, die ihm ein Einkommen geben". *)

3. Men kan, hoe zonderling het moge klinken, met goeden zin zeggen, dat een onderneming geen kapitaal nodig heeft. Wat zij behoeft is arbeidsgoed en cenig geld. Wat het kapitaal heet, is, in den rechtsvorm der N.V., een schuilnaam voor de rekening der eigenaren, de „kapitalisten", die het netto overschot van het bedrijf ontvangen, en is in wezen gelijk aan de persoonlijke rekeningen der firmanten bij de Vennootschap onder een firma.

4. Van hier uit valt ook een nieuw licht op de leeningen en kredieten, waardoor een onderneming voor uitbreiding zich „kapitaal" of „geld" verschafft:

De onderneming heeft arbeidsgoed nodig om haar voortbrenging te vergrooten. Zij heeft echter geen „geld" om dit te betalen, noch andere bezittingen, die zij in ruil geven kan en gaat nu kredietovereenkomsten aan met particulieren rechtstreeks, of, door tusschenkomst der banken, indirect met het publiek, dat deze banken vertrouwt en zijn kas- resp. rekening-saldi haar ter beschikking stelt. Deze stellen de onderneming (resp. den ondernemer) in staat te koopen zonder te verkoopen. Het zijn tenslotte natuurlijk altijd *personen*, die de onderneming krediet verleenen, voor haar betalen, waartegen hun in den vorm van een rente een deel van de winst der onderneming toevalt.

Deze kredietverleeners worden daardoor tot „kapitalisten", die een recht hebben op een deel van de opbrengsten, welke door middel van het vergrootte arbeidsgoed zullen worden verkregen. Gaat de zaak niet goed dan zijn zij, naar de zeer juiste volksuitdrukking „hun geld kwijt". Gaat zij goed, dan betaalt de onderneming, resp. de eigenaren, het voorgeschoten geld, het verleende krediet, geleidelijk terug uit de winsten en, is dat geschied, dan is het arbeidsgoed het onbezwaard eigendom der „onderneming" geworden; de kredietgevers ontvingen „hun geld" terug.

Wij zien wel in, dat de hier gevolgde terminologie, waarbij ervan kapitaal eigenlijk niet meer wordt gesproken, doch dit eenerzijds door arbeidsgoed en geld, anderzijds door den eigenaar-kapitalist of den ondernemer-kapitalist wordt vervangen, niet licht de bestaande gewoonte om eenvoudig weg — zeggen wij liever verwarrend weg — van „kapitaal" te spreken, verdringen zal en in zooverre dit artikel slechts zoogenaamd „academische waarde" schijnt te hebben.

Evenwel, „zij die gelooven haasten niet". Eens moet het voor het eerst zijn, dat op een nieuw gezichtspunt door de theorie geopend, in de kringen der mannen der praktijk de aandacht wordt gevestigd. Voorzover dit nieuwe het inzicht kan verhelderen in het karakter der onderneming en daardoor de wenschelijkheid in het licht mocht treden van een terminologische wijziging resp. verbetering in haar administratie, zal, hoe gering deze verandering ook overigens wezen moge, de accountant daar vroeg of laat toch rekening mee moeten houden. C. VERWEY

*) System der Soziologie 3. Band (Die Gesellschaftswirtschaft) p. 415.

HET CLAIMRECHT

De bedoeling van dit opstel is de aandacht te vestigen op een dezer dagen verschenen dissertatie, welke gezien de aandacht, welke de beoefenaren der Handelswetenschappen in den regel aan het claimrecht wijden, verdient ook in hun kring gelezen te worden.

Dit werk is getiteld:

De Claim. Beschouwingen over het Economisch Karakter van het Claimrecht bij Uitgifte van Aandeelen door Naamlooze Vennootschappen, door Dr. J. H. Wesselings, Uitgegeven bij H. J. Paris, te Amsterdam.

Op bovengenoemd proefschrift behaalde de schrijver aan de Nederlandsche Handelshoogeschool te Rotterdam den graad van Doctor in de Handelswetenschap. Met belangstelling heb ik deze dissertatie gelezen. Het boek is verdeeld in 5 hoofdstukken, n.l.:

1. Het ontstaan en voorkomen van het claimrecht tijdens de ontwikkeling van de Naamlooze Vennootschap.
2. Het claimrecht als emissiemethode.
3. Eenige vraagstukken in verband met het claimrecht.
4. Beschouwingen over den aard van de claimopbrengst.
5. De beurswaarde van de claim.

Vooral de drie eerste hoofdstukken trokken mijn aandacht.

Ik heb het boek met belangstelling doorgelezen en kan dan ook den schrijver gelukwensen met zijn werk. Zij, die studie maken van het claimrecht, zullen het niet ongelezen mogen laten.

Een paar opmerkingen wil ik even maken over de punten, waaromtrent ik het met den schrijver niet eens kan zijn.

1. Ik geloof dat de schrijver, in het algemeen, te weinig aandacht heeft geschonken aan de praeadviezen, in 1920 voor de Broederschap van Candidaat-Notarissen in Nederland en Zijne Koloniën uitgebracht door de Heeren G. Vlug en Mr. H. A. van Nierop over het onderwerp „Hebben de claim, bonus en dergelijke rechten, behoorende tot aandeelen in naamlooze vennootschappen het karakter van kapitaal of burgerlijke vrucht". Deze praeadviezen zijn uitgebracht in een tijd, toen nogal groote belangstelling bestond voor het vraagstuk van het karakter van de „Claim" en het „Bonusaandeel". Die praeadviezen beschouwen de „Claim" wel voornamelijk uit juridisch oogpunt, doch leggen toch ook het economisch karakter voldoende bloot.

Daarentegen beschouw ik de uiteenzettingen van den schrijver over „De Claim als emissiemethode" als een goede aanvulling van de beschouwingen van de Heeren Vlug en Van Nierop.

Laat ik even aanstippen, dat ook de schrijver behoort tot hen, die aan de claim het karakter van kapitaal toekennen.

2. Op pag. 53 van het boek wordt, na eene uitvoerige uiteenzetting, beweerd, dat de invloed van de intrinsieke waarde van het aandeel van betrekkelijk weinig beteekenis is voor de waardeering van het aandeel en dat deze waardeering zich vóór alles richt naar het rendement, dat zowel in het heden als in de toekomst van het aandeel te wachten is.

Ik kan dit met den schrijver niet eens zijn. Natuurlijk acht ik het te verwachten rendement, voor zoover daarover te oordeelen is, een factor van beteekenis voor de waardeering van het aandeel, doch een zeer onzekere factor, omdat nu eenmaal niemand in de toekomst lezen kan en wijzigingen in de conjunctuur of wisseling in de personen die het bestuur vormen, vaak groote veranderingen ten goede, maar ook ten kwade tengevolge kunnen hebben.

Maar ook de intrinsieke waarde acht ik een factor van groote beteekenis, welke door beleggers nooit uit het oog mag worden verloren. En dan ook niet uit het oog verloren wordt. Dikwijls noteren aandeelen hoog, te hoog naar verhouding van het dividend, dat er op wordt uitgekeerd, omdat het publiek nu een-

maal weet of tenminste van oordeel is, dat de intrinsieke waarde zoodanig is, dat op ernstige kapitaalsverliezen niet te rekenen is. (Zie b.v. de koersen van aandelen Philips en Koninklijke Olie).

Nog een voorbeeld:

De aandelen van „De Twentsche Bank”, die over 1924 7 % dividend gaven, noteerden op 24 Sept. j.l. 130 %.

De aandelen van de „Amsterdamsche Bank”, die over 1924 7½ % dividend gaven, noteerden op dien dag 153¼ %.

Lette men alleen op het rendement, dan zouden laatstgenoemde aandelen slechts ruim 139 % noteeren.

Waarom noteerden de aandelen „Amsterdamsche Bank” nog hooger? Omdat hare reserves in verhouding tot het aandeelkapitaal veel grooter zijn dan die van „De Twentsche Bank”.

Met opzet heb ik twee banken vergeleken, die beide als voorzichtig bekend staan en waarvan ieder wel zal willen toegeven, dat zij op soliede wijze worden beheerd. Maar dan blijkt toch ook wel dat hij, die aandelen koopt, niet uitsluitend let op het rendement, want dan zou hem hem onverschillig zijn, welke van de beide aandelen hij had en dan zou ten slotte de koers van beide gelijk moeten zijn.

De intrinsieke waarde is dus m.i. wel een factor van groote beteekenis, waarop dan ook door den belegger wel degelijk wordt gelet.

Omgekeerd komt het voor bij incurante aandelen in vennootschappen met weinig aandeelhouders, dat de aandelen een hoog dividend geven, omdat geregeld alle winst wordt uitgekeerd, terwijl toch de intrinsieke waarde niet hooger dan 100 % gesteld kan worden, waarover sommige Inspecteurs der Belastingen zich dan wel verbazen. Hier is het hooge dividend geen goede factor ter beoordeeling van de waarde der aandelen, en zeker niet de eenige, doch dient, in de eerste plaats op de intrinsieke waarde te worden gelet.

3. Natuurlijk zal hij, die een fonds wenscht te koopen, zich eerst rekenschap geven, als hij n.l. belegger is en geen speculant, of hij van het fonds geregeld een behoorlijk rendement kan verwachten, en zich, in verband daarmee en met de intrinsieke waarde, een oordeel vormen over den prijs, welke, naar zijne meening, kan worden besteed.

De meening, op pag. 97 door den schrijver geuit, dat „de prijs van de claim moet worden beschouwd als de resultante van de verschillende door de kapitalisten bepaalde contante waarde van de door hen verwachte toekomstige „overwinsten”, komt mij echter niet juist voor.

De kapitalist zal n.l. m.i. wel overwegen of aankoop van een fonds, waarop de inschrijving, uitsluitend voor houders van claims, is opengesteld, aan te bevelen is. Dit is zijne primaire overweging, doch deze strekt zich niet uit ook tot den prijs van de claim.

De secundaire overweging is echter deze:

Als ik genoemd fonds wensch te koopen, wat is dan het voordeeligt voor mij:

- de aankoop van oude aandelen ex-claim, of
- de aankoop van claims, ten einde daarmee in de nieuwe uitgifte deel te nemen

en dan zien we dat de waarde van de claim niet direct bepaald wordt door de te verwachten winsten, doch door den koers der oude aandelen, in verband met den koers waarvoor de nieuwe aandelen voor houders van claims beschikbaar worden gesteld. Daarbij is dan in acht te nemen, dat de koper van oude aandelen deze dadelijk te betalen heeft, terwijl de koper van claims alleen deze dadelijk moet voldoen, doch voor de betaling van nieuwe aandelen meestal nog wel minstens een halve maand tijd heeft.

De kapitalist zal dus overwegen:

Als ik een oud aandeel koop betaal ik	f	x
Koop ik a claims à f b dus te zamen voor	f	ab
dan moet ik voor het nieuwe aandeel, dat ik daarmee kan verkrijgen, nog betalen	f	y
De contante waarde van deze $f y$ is echter, omdat ik ze niet dadelijk behoef te betalen, slechts	„	$y - c$
en betaal ik dus op deze wijze voor een nieuw aandeel	$f y + ab - c$	

Is nu laatstgenoemd bedrag lager dan x , dan zal men claims koopen ter inschrijving, doch anders oude aandelen.

Met de meening op pag. 97 geuit, kan ik het dus niet eens zijn. M.i. is alleen juist, hetgeen op pag. 110 wordt medege-deeld, n.l. dat „de markt voor de aandelen ex-claim nauw verbonden is met de markt voor claims, en dat het verband tusschen de beide markten wordt teweeggebracht door een bijzonderen aard van *arbitrage*. Het komt mij voor dat beide pag. met elkander in tegenspraak zijn.

Natuurlijk neem ik, evenals de schrijver, hierbij aan, dat de nieuwe aandelen dadelijk dezelfde rechten hebben als de oude.

4. Ook wijs ik er op dat hetgeen de schrijver op pag. 77 bovenaan mededeelt, n.l. dat er wel aandeelhouders zullen zijn, die hunne claims verkoopen, omdat verdere deelneming hun uit een principe van risicoverdeeling niet gewenscht voorkomt, eigenlijk een plaats had moeten vinden op pag. 63 bovenaan. Nu wordt m.i. ten onrechte de meening gevestigd alsof alleen subjectieve waardeering van den *prijs der claims* door aandeelhouders en candidaat-claimkopers tot koop en verkoop zal leiden.

5. Op pag. 72 deelt de schrijver mede dat, in die landen, waar een progressieve winstbelasting voor naamloze vennootschappen bestaat, de vennootschap met eene kapitaalsverwatering dikwijls de bedoeling heeft de progressie te ontloopen. Dit is echter meestal slechts schijn, want, zoolang alle redelijkheid nog niet ontbreekt, zal de wetgever, bij het opleggen van eene progressieve winstbelasting, geene rekening mogen houden met het nominale kapitaal, doch zal hij moeten toelaten (evenals dit in Nederlandsch-Indië is geschied, toen daar eene progressieve, thans weder afgeschafte winstbelasting werd ingevoerd) dat aangetoond wordt, dat in werkelijkheid een grooter kapitaal in de vennootschap aanwezig is.

Wel ben ik het met den schrijver eens, dat kapitaalsverwatering te baat kan worden genomen ter vermindering van concurrentie en ter vermindering van aandrang van arbeiders naar loonsverhooging, maar dan beteekent zij meestal ook meer een kapitaalsaantooning dan een verwatering.

Ik heb deze opmerkingen gemaakt om enkele punten te doen uitkomen, waaromtrent ik met den schrijver van meening verschil. Ik waardeer echter zijn werk in hooge mate en kan de lezing er van aan ieder aanbevelen, die zich van de „Claim” op de hoogte wil stellen.

P. VAN VOORST

UIT EN VOOR DE PRAKTIJK

Red.: ABR. MEY en JAMES POLAK

In deze rubriek worden elke maand een of meer opgaven gepubliceerd, waarvan ieder abonné de uitwerking aan de redactie kan inzenden.

De oplossingen moeten vóór den 25sten der maand, volgend op die, waarin de opgave is gesteld, worden toegezonden aan den rubriekredacteur, wiens naam bij de desbetreffende op-