

„standkoming van de artt. 38c en 38d er op wijzen, dat „het de bedoeling geweest zou zijn om, als sanctie op „het verbod om bewijzen van aandeel aan toonder uit te „geven voor en aler het volle bedrag is gestort, de func- „tie van toonderpapier te ontzeggen aan stukken, die in „strijd met het verbod zijn uitgegeven;

„dat integendeel, gelijk het Hof op goede gronden „heeft betoogd, bij de onderscheidene redacties, welke „achtereenvolgens voor de bepaling van art. 38d zijn „voorgedragen, er steeds van uit is gegaan, dat, onver- „schillig kwade of goede trouw op het punt der volstor- „ting, door overgifte van het toonderpapier verkrijging „van het aandeelhouderschap plaats vindt.”

Een tweede, niet minder belangrijke kwestie, welke in deze procedure moest worden beslist, was de volgende.

Zooals in den aanvang van dit opstel werd gezegd, was de oorspronkelijke aandeelhouder A. aan de naamlooze vennootschap f 21.000 schuldig ter zake der door hem verworven aandelen. Daartegenover had hij zijnerzijds een vordering op de vennootschap uit hoofde der aan haar verkochte optie ter waarde van f 20.000, benevens f 1.000 aan kosten. Deze over en weer tusschen partijen bestaande schulden en vorderingen waren verrekend; er had m.a.w. een vrijwillige of contractueele schuldvergelijking plaats gevonden, een betaling met gesloten beurzen.

Is een dergelijke verrekening, zoo luidde de vraag, niet in strijd met artikel 38a lid 3 K.? Zoo ja, dan was de schuld van A. aan de naamlooze vennootschap niet te niet gegaan en konden de latere aandeelhouders te kwader trouw⁶⁾ met succes tot betaling worden aangesproken. Zoo neen, dan was de schuld ter zake der volstorting verdwenen en moest de vordering tegen de latere aandeelhouders te dier zake worden afge-
wezen.

**

Volgens artikel 38a lid 3 K. heeft ten aanzien van de verplichting tot volstorting nimmer schuldvergelijking plaats. In zijn arrest van 11 Januari 1935⁷⁾ had de Hooge Raad beslist, dat dit voorschrift, een uitzondering vormend op de algemeene bepalingen van het Burgerlijk Wetboek, art. 1461 v., een beperkte strekking heeft. Het doel ervan, aldus oordeelde de Hooge Raad, is om beroep op compensatie van den tot storting aangesproken aandeelhouder tegen de vordering tot storting te beletten, teneinde op die wijze te verzekeren — tezamen met andere wetsvoorschriften, zooals artikelen 38c, 39, 39a lid 2 W. v. K. — dat „de naamlooze vennootschap inderdaad ontvangt hetgeen haar wegens storting op aandelen toekomt.” Naar de meening van den Hoogen Raad wordt dus door deze bepaling alleen een beroep op wettelijke schuldvergelijking van den tot storting aangesproken aandeelhouder tegen gegaan. Haar bedoeling is niet, om aan de naamlooze vennootschap harerzijds een beroep op dergelijke schuldvergelijking terzake van volstorting tegen den haar aansprekenden aandeelhouder te ontnemen.

Meer werd bij het arrest van 11 Januari 1935 door den Hoogen Raad niet beslist; meer te beslissen was toen ook niet noodig. Consequente toepassing van het door den Hoogen Raad toen ingenomen standpunt leidt er echter toe, een beroep op schuldvergelijking aan den tot storting aangesproken aandeelhouder wel toe te kennen, indien de naamlooze vennootschap met den tot storting verplichte tevoren is overeengekomen, om de tusschen hen over en weer bestaande schulden te verrekenen. De door den Hoogen Raad aan artikel 38a lid 3

⁶⁾ Zie artikel 38d K., waarover hierboven.

⁷⁾ Zie Nederlandsche Jurisprudentie 1935, bl. 521; Weekblad van het recht, nr 12935.

K. toegekende „beperkte strekking” verzet zich tegen een dergelijke contractueele of vrijwillige schuldvergelijking niet.

**

Uiteraard werd door de tot storting aangesproken personen in dit proces in dezen zin verweer gevoerd. Echter, noch het Hof, noch de Procureur-Generaal wilden daarvan weten. Het Hof oordeelde o.m.

„dat voormeld artikel geen onderscheid maakt tus- „schen een direct op de wet steunende en een contrac- „tueele schuldvergelijking en het doel van het voorschrift „zou worden verijdeld, indien men, ingeval van stortin- „gen op aandelen, contractueele schuldvergelijking, in „weerwil van het bij art. 38a lid 3 K. voorgeschrevene, „toelaatbaar achtte.

En de Procureur-Generaal was van meening, dat uit het arrest van 11 Januari 1915:

„zeker niet valt af te leiden, dat de tot storting gehou- „den aandeelhouder zich nu ook, mits met goedvinden „der naamlooze vennootschap, zijnerzijds op schuldver- „gelijking kan beroepen met eene vordering, welke hij „tegen de vennootschap heeft. Beroep op zoodanige „„contractueele” schuldvergelijking, wil men haar zoo „noemen, schijnt mij dan ook eveneens door art. 38a „lid 3 K. uitgesloten aan de zijde van den tot storting „verplichten aandeelhouder.”

De Hooge Raad echter deinsde, en o.i. terecht, voor een consequente toepassing van zijn in 1935 gegeven uitspraak niet terug. Hij overwoog, gelijk in 1935,

„dat het verbod van schuldvergelijking, gegeven in „art. 38a lid 3 K., de beperkte strekking heeft om aan „de wederpartij van de naamlooze vennootschap het be- „roep op compensatie tegen de vordering tot storting te „beletten”.

en voegde daaraan thans nog deze overweging toe:

„dat onder schuldvergelijking in dat artikel echter „geenszins is begrepen de voormelde vereffeningsover- „eenkomst, waarbij krachtens den wil van vennootschap „en wederpartij verrekening met gesloten beurzen plaats „vindt.”

Op dien grond vernietigde de Hooge Raad het arrest van het Amsterdamsche Hof en verwees de zaak naar hetzelfde Hof, teneinde haar opnieuw te behandelen en te beslissen met inachtneming van 's Hoogen Raads uitspraak.

CHR. ZEVENBERGEN.

DE RENTEKOSTEN IN HET KADER DER THEORIE VAN DE VERVANGINGSWAARDE

Onder dit opschrift vinden we in het Maandblad van Juli 1940 een verhandeling van den heer *Van der Schroeff*. De schrijver geeft geen definitie van de vervangingswaarde. Had hij dit gedaan, dan zouden waarschijnlijk enkele beschouwingen in zijn artikel anders geweest zijn. Vermoedelijk ziet de heer *Van der Schroeff* de vervangingswaarde van een product als de som der offers, in marktprijzen uitgedrukt, welke ten behoeve van het product noodig zijn. Telkens lezen we n.l., dat betreffende de kosten de vervangingsprijs relevant is. Deze gedachte wordt echter niet steeds doorgevoerd ten opzichte van de hoogte der rente. In het algemeen wil de schrijver de heerschende rentevoet (zonder risico-premie) tot de vervangingswaarde calculeren. Voor kleinere bedrijven, die echter niet tegen deze rentevoet kunnen leenen, wil de schrijver de hogere leenrente nemen, welke deze bedrijven ter verkrijging

van kapitaal moeten betalen. Hiertegenover wil de schrijver voor de meer risquante bedrijven, welke een hogere rente moeten betalen, omdat de geldgevers meer risico loopen, toch de lagere rente berekenen. Dit lijkt me onjuist, want evenzeer als de kleinere bedrijven vaak een hogere rente moeten betalen dan de grotere, moeten de meer risquante bedrijven een hogere rente geven dan de minder risquante. De vervangingswaarde van de rente bij de risquante bedrijven zal in werkelijkheid steeds hoger zijn dan *Van der Schroeff* zou berekenen, zoodat deze schrijver dan een te lage vervangingswaarde zou calculeeren.

Van der Schroeff wil wel rente over eigen en over geleend kapitaal in de vervangingsprijs opnemen, maar in geen geval wil hij een risico-premie in de rente berekenen. Tot deze conclusie is hij gekomen, door erop te wijzen, dat de aandeelrente niet als eigen rente tot den vervangingsprijs gerekend kan worden, want dat zou, als er geen winst gemaakt is en derhalve geen dividend wordt uitgekeerd, beteekenen, dat het beslag op eigen vermogen geen kosten met zich zou brengen! Hier moet ik den heer *Van der Schroeff* erop wijzen, dat de renteooffers door de aandeelhouders in een gegeven jaar geheel dezelfde blijven, en niet worden beïnvloed door de omstandigheid, of hun N.V. veel, weinig of geen winst maakt, en veel, weinig of geen dividend uitkeert. Ook al keert de N.V. geen dividend uit, dan blijven toch de offers der aandeelhouders wegens eigen rente bestaan. Het al of niet maken van winst door de N.V. illustreert alleen, of de verschillende elementen die het product vertegenwoordigt, in het maatschappelijk verkeer meer of minder hun belooning gevonden hebben. Juist, omdat het risico voor de aandeelhouders grooter is dan voor de obligatiehouders, hun offers niet beloon te krijgen, is hun offer per f 1000.— beschikbaar gestelde kapitaal grooter. Het verwaarloozen van dit „meer” in offer der aandeelhouders zou dus al weer beteekenen, dat de vervangingswaarde te laag berekend zou worden.

Dr. A. SMEENK.

Naschrift

Ik ben de Redactie van het Maandblad erkentelijk voor de gelegenheid, die zij mij biedt om in een naschrift eenige aantekeningen te maken ter beantwoording van de opmerkingen van den heer *Smeenk*. Die opmerkingen komen in hoofdzaak daarop neer, dat ik inconsequent zou zijn in mijn toepassing van de theorie van de vervangingswaarde. In mijn artikel heb ik aangegeven, dat de algemeene rentevoet den grondslag vormt voor de berekening van de rentekosten. Tusschen dezen algemeenen rentestandaard en den rentevoet, die door den spaarder voor het afstaan van zijn vermogen wordt vereischt, kunnen zich afwijkingen voordoen, zoowel naar boven als naar beneden. Bepalen wij ons in aansluiting aan de door den heer *Smeenk* gegeven beschouwingen tot de afwijking naar boven, dan dient voor de beantwoording van de vraag of een hogere rentevoet (een hogere leenrente dan de algemeene rentevoet) tot hogere rentekosten leidt, de oorzaak in aanmerking te worden genomen, als gevolg waarvan de afwijking is ontstaan. In de in het bovenstaande artikel aangehaalde gevallen van het „riskante” bedrijf en het kleinbedrijf is de oorzaak een geheel verschillende, hetgeen leidt tot verschillende gevolgtrekkingen. Bij het geval van het kleinbedrijf zal ik niet behoeven stil te staan, omdat de conclusie, waartoe ik in mijn artikel kwam, n.l. dat het kleinbedrijf t.o.v. het grootbedrijf relatief hogere rentekosten heeft, door den heer *Smeenk* niet wordt betwist. Zijn bedenking richt zich tegen mijn uitspraak inzake de rentekosten bij de bedrijven met onzekere vooruitzichten, die een hogere rente moeten betalen dan de minder riskante

bedrijven. Wij weten, dat bij die bedrijven, waar twijfel bestaat aan de betalingscapaciteit van het bedrijf door den spaarder een hogere rentevoet voor het afstaan van zijn vermogen wordt verlangd. Het bedrijf betaalt — men denke bijv. aan de obligatieleening — een hogere rente. Doch dit beteekent geenszins, dat nu ook de rentekosten hoger zijn. Hier komt het verschil naar voren tusschen de oudere kosten- en kostprijsinterpretatie en die, welke naar nieuwere inzichten gegeven wordt. Komt de theorie van den uitgaafprijs tot de conclusie, dat de hogere (betaalde) rente ook de hoogte van de kosten aangeeft, de theorie van de vervangingswaarde komt tot een andere zienswijze. Voorop zij gesteld — hier ligt naar mij dunkt de oorsprong van de misvatting —, dat de hogere rentevergoeding, welke door den spaarder in dat geval wordt verlangd, niet den vervangingsprijs aangeeft. Voor de renteberekening in den kostprijs vormt deze rentevergoeding een ondeugdelijken maatstaf. Om dit in te zien, dient er op te worden gewezen, dat de hogere vergoeding, welke de spaarder ontvangt, deels bestaat uit een rentevergoeding voor het offer, dat door den spaarder in het afstaan van zijn vermogen wordt gebracht en een „risicopremie”. Wij meenen voldoende uitvoerig in ons artikel te hebben toegelicht, dat de hogere verlangde rente beteekent, dat de vermogensverschaffer een deel van de winst opeischt. In de risicopremie heeft men een aanspraak op de ondernemerspremie te zien en als zoodanig vormt de risicopremie geen deel van de kosten. Als de heer *Smeenk* meent, dat ik te lage rentekosten calculeer, dan vindt dit zijn oorzaak hierin, dat hij ten onrechte de risicopremie tot de kosten van het vermogensbeslag rekent. Tusschen het offer, dat de spaarder, onverschillig of deze aandeelhouder dan wel obligatiehouder is, brengt in het beschikbaar stellen van zijn vermogen voor de productie en het inkomen, dat hij ontvangt, dient wel te worden onderscheiden. De risicopremie maakt wel deel uit van zijn inkomen, maar niet van zijn offer; juist door de risicopremie zijn inkomen en offer niet gelijk. Bij den rentevoet, die als grondslag dient voor de berekening van de renteooffers in den kostprijs dient de risicopremie te worden uitgeschakeld, hetgeen er toe leidt om de reële rente der goudgerande waarden als vervangingsprijs van het vermogen, zoowel van het eigen als van het vreemde vermogen, aan te nemen.

Met het bovenstaande zijn tevens reeds de opmerkingen van den heer *Smeenk* over mijn beschouwingen omtrent de rente over het eigen vermogen beantwoord. Als de heer *Smeenk* opmerkt, dat het rente-offer van den aandeelhouder niet beïnvloed wordt door het feit of door het bedrijf al of niet winst wordt gemaakt, dan ben ik het met die gedachte volkomen eens. Ik heb trouwens niets anders betoogd. De conclusie echter, waartoe deze gedachte voert, moet een andere zijn dan die, waartoe de heer *Smeenk* komt. De vergoeding toch, die het maatschappelijk verkeer voor dat offer geeft, doet niets af aan de grootte van dat offer. Ik herhaal de opmerking, die ik hierboven heb gemaakt; offer en inkomen dienen wel te worden onderscheiden. Het offer staat vast onafhankelijk van de grootte van de vergoeding; dat offer bestaat ook indien in het geheel geen vergoeding zou worden genoten. Het „meer” of „minder”, dat de aandeelhouders ontvangen dan de normale rentevergoeding, die door den algemeenen rentevoet wordt aangegeven, is ondernemerswinst of -verlies voor den ondernemenden spaarder. Zooals boven gezegd dient bij het vaststellen van de rentekosten de risicopremie te worden uitgeschakeld. Voor de bepaling van het rente-offer van den spaarder, zoo ook van de rentekosten van het bedrijf is de algemeene rentevoet relevant, zijnde de reële rente van die vermogensinvesteringen, waarbij de risicopremie nul is.

H. J. VAN DER SCHROEFF.