

der ondernemingen vergroot wordt, omdat een aantal bedragen nu binnen het bedrijf blijft, brengt acute problemen mee.

Dit kan echter niet wegnemen, dat dit beginsel een zeer reëel element inhoudt en dat het onder bepaalde omstandigheden noodzakelijk zal blijken te zijn om de vrees voor negatieve balanswaarden te overwinnen.

Dat de Zweedse regering bij haar belastingheffing met dit principe rekening houdt, bewijst zeer zeker een voorzichtig en juist gevoerd beleid, dat een nadere overweging verdient.

RENTEKOSTEN, RISICOPREMIE EN BEURSKOERSEN

door J. Voet

I.

In het M.A.B. van Juli 1940 heeft *Dr. H. J. van der Schroeff* een belangwekkend artikel gepubliceerd, getiteld: De rentekosten in het kader der theorie van de vervangingswaarde. Deze bijdrage is het onderwerp geweest van discussie. De heeren *Dr. A. Smeenk* en *J. C. de Vink* hebben in de M.A.B.'s van December 1940, April en September 1941 afwijkende opvattingen laten blijken, waartegenover *Dr. van der Schroeff* zijn inzichten nogmaals heeft verdedigd. Bij deze discussie hebben zowel *Dr. van der Schroeff* als zijn opponenten naar mijn meening blijk gegeven van een inzicht omtrent de financiering met obligatieleeningen, welke niet strookt met de werkelijkheid. Het gevolg van deze m.i. onjuiste opvatting is geweest, dat ondanks de naar mijn meening volkomen correcte theoretische beschouwingen van *Dr. van der Schroeff*, het probleem van de rentekosten in een verkeerd licht werd geplaatst. In de discussie is namelijk vooral gewezen op het gevaar van het calculeeren van een te hooge obligatierente in den kostprijs. Uit de beschikbare gegevens omtrent de financiering van Nederlandsche ondernemingen door middel van obligatieleeningen is echter naar mijn meening af te leiden, dat het gevaar van het incalculeeren van een te hooge obligatierente zich slechts zelden voordoet, terwijl daarentegen de mogelijkheid, dat een te lage obligatierente in rekening wordt gebracht, aanmerkelijk grooter is.

II.

Alvorens over te gaan tot het eigenlijke onderwerp, lijkt het mij noodzakelijk een kleine beschouwing te houden over het begrip: algemeen geldende rentevoet. *Dr. van der Schroeff* geeft, voor zoover ik kan nagaan, op twee plaatsen een definitie van dit begrip, namelijk in het M.A.B. van December 1940 (blz. 209) en in het M.A.B. van April 1941 (blz. 148). De eerste definitie luidt: algemeene rentevoet = de reële rente der goudgerande waarden. De tweede definitie luidt: algemeene rentevoet = de reële rente van die vermogensinvesteeringen, die geacht kunnen worden geen bijzondere risico's met zich te brengen.

Dit is niet geheel hetzelfde. Onder goudgerande waarden toch wordt meestal verstaan staatsobligaties en daarmee op één lijn te stellen waarden. Staatsleeningen kunnen echter wel degelijk bijzondere risico's met zich brengen. Op het moment dat wij dit schrijven (medio November 1941) is het rendement op pandbrieven en sommige industriële leeningen lager dan het rendement, dat op Staatsfondsen genoten wordt. Vol-

gens de eerste definitie van *Dr. van der Schroeff* zou de algemeene rentevoet overeenkomen met het (hoogere) rendement op Staatsfondsen, volgens de tweede omschrijving met het (lagere) rendement op enkele pandbrieven en sommige industriële leeningen.

Wij zullen ons bij de hierna volgende beschouwingen baseeren op *Dr. van der Schroeff's* eerste definitie en dus aannemen, dat de reële rente der goudgerande waarden de hoogte van den algemeenen rentevoet aangeeft. Deze omschrijving, die wel bij niemand bezwaren zal ontmoeten, heeft namelijk het voordeel, dat hierdoor de algemeene rentevoet op vrij eenvoudige wijze kan worden vastgesteld. De eerste definitie van *Dr. van der Schroeff*, die wij hierbij tot de onze gemaakt hebben, heeft echter één bezwaar. Het is namelijk niet volkomen duidelijk wat onder de uitdrukking „reële rente” moet worden verstaan. In het spraakgebruik wordt deze term zoowel voor het zoogenaamde coupon-rendement, dat is de nominale rente gedeeld door den koers, als voor het mathematisch rendement, dat is het coupon-rendement vermeerderd (of verminderd) met de op rendementsbasis herleide theoretische winst (of verlies) bij eventueele uitloting of aflossing, gebezigd. Het is mij niet duidelijk welk rendement *Dr. van der Schroeff* bij het opstellen van zijn definitie voor oogen heeft gehad. Elders¹⁾ heb ik getracht aan te toonen, dat bij rendementsoverwegingen in den regel zoowel het coupon-rendement als het mathematisch rendement in de beschouwingen betrokken moeten worden, omdat bij het beoordeelen van de opbrengst van obligatieleningen beide factoren van beteekenis zijn. Het vaststellen van de hoogte van den algemeenen rentevoet dient dan ook m.i. zoowel op het couponrendement als op het mathematisch rendement der Staatsfondsen gebaseerd te zijn.

III.

Uit de hieronder afgedrukte tabellen is het mogelijk den algemeenen rentevoet op drie data — 1 November 1937, 1 Mei 1940 en 1 November 1941 — af te leiden. Drie data werden gekozen om te laten zien, dat de moeilijkheid, die zich bij het vaststellen van den algemeenen rentevoet voordoet, niet bij uitzondering aanwezig is, maar practisch altijd bestaat. (Om dit aan te toonen zou feitelijk de algemeene rentevoet op een vrij groot aantal data bepaald moeten worden. Dit zou echter te veel ruimte eischen). De keuze van de data werd ingegeven door de volgende overwegingen: November 1937, een betrekkelijk normale tijd; 1 Mei 1940, omstreeks den tijd waarop het in Juli 1940 gepubliceerde artikel van *Dr. van der Schroeff* vermoedelijk geschreven is; 1 November 1941, een recente datum. Wij laten de tabel nu volgen:

Per 1 November 1937 varieerde het couponrendement op Staatsfondsen van 2.93 % tot 3.96 % — of tot 3.30 % indien de later geconverteerde leening 4 % Nederland 1931/59 niet in de beschouwingen wordt betrokken. Het mathematisch rendement bedroeg op dezen datum 2.73 % tot 3.94 %, respectievelijk 3.30 %. De algemeene rentevoet zou dus op dien datum op $2\frac{3}{4}$ % — $3\frac{1}{4}$ % vastgesteld kunnen worden.

Op 1 Mei 1940 varieerde het couponrendement tusschen 3.33 % en 4.44 %. Het mathematisch rendement bewoog zich tusschen 4.16 % en 5.16 %. De algemeene rentevoet laat zich op dezen datum moeilijk bepalen, 4 à 5 % is hier wellicht een richtsnoer.

¹⁾ „Beleggingsvraagstukken”, aflevering II, bldz. 27.

			Gemiddelde van hoogsten en laagsten koers in Nov. 1937			1 Mei 1940			1 November 1941		
			Koers	Coupon Rendement	Mathe- matisch Rendement	Koers	Coupon Rendement	Mathe- matisch Rendement	Koers	Coupon Rendement	Mathe- matisch Rendement
4 %	Nederland	1931/59	101	3.96%	±3.94%	—	—	—	—	—	—
4 %	Nederland	1940/80	—	—	—	90	4.44%	4.92%	100 ¹ / ₁₆	4.00%	4.00%
4 %	Nederland	1941/51	—	—	—	—	—	—	100 ¹ / ₈	4.00%	4.00%
3 ¹ / ₂ %	Nederland	1941/61	—	—	—	—	—	—	95 ¹⁰ / ₁₆	3.65%	4.05%
3 ¹ / ₂ %	Nederland	1911 ¹⁾	104	3.30%	3.30%	82 ¹ / ₂	4.16%	4.16%	94 ¹ / ₂	3.63%	3.63%
3 %	Nederland	1896/05 ¹⁾	97	3.03%	3.03%	69 ¹ / ₄	4.24%	4.24%	87 ¹ / ₈	3.35%	3.35%
3 %	Nederland	1936/56	102 ¹ / ₂	2.93%	2.73%	90 ¹ / ₄	3.33%	4.51%	94 ¹ / ₈	3.16%	3.83%
3 %	Nederland	1937/87	97	3.09%	3.18%	74 ¹ / ₈	4.03%	4.82%	88 ⁷ / ₁₆	3.39%	3.73%
3-3 ¹ / ₂ %	Nederland	1938/76	—	—	—	80	3.75%	5.16%	92 ⁹ / ₁₆	3.24%	±4.00%
2 ¹ / ₂ %	N.W.S. ¹⁾	81	3.03%	3.03%	58 ¹ / ₄	4.17%	4.17%	74 ¹ / ₈	3.30%	3.30%

1) Rendement berekend onder aftrek van 2 % couponbelasting.

Op 1 November 1941 waren de verhoudingen: couponrendement 3.16 %—4 %, mathematisch rendement 3.30 %—4.05 %. Hiermede correspondeert een algemeene rentevoet van 3¹/₂ à 4 %.

Met het voorgaande bedoel ik aan te toonen, dat de algemeene rentevoet niet tot op ¹/₈ % of ¹/₄ % nauwkeurig vastgesteld kan worden. In den regel zal een deviatie van ¹/₂ % à ³/₄ % aanvaardbaar zijn. Soms kan de toelaatbare afwijking nog iets ruimer worden gesteld. Dit dient een ieder, die met het begrip „algemeene rentevoet” werkt, altijd in gedachten te houden. ²⁾

Daarbij komt nog een factor. De algemeene rentevoet kan niet zonder meer worden toegepast op alle obligatieleeningen. Bedrijven, die niet op de eerstehands vermogensmarkt terecht kunnen, dat zijn dus bedrijven, die niet ter beurze genoteerde obligatieleeningen hebben uitstaan, zijn — aldus Dr. van der Schroeff — aangewezen op een geïsoleerde overdracht van vermogen, die veelal met hoogere kosten gepaard gaat. Voor deze bedrijven geldt, naar de meening van Dr. van der Schroeff, niet de algemeene rentevoet bij kostprijscalculaties, maar een iets hoogere rentevoet. Wij kunnen dit betoog niet alleen geheel onderschrijven, maar zouden het zelfs nog iets willen uitbreiden. Ook op de eerstehands vermogensmarkt is verschil tusschen het rendementspeil van volkomen gelijkwaardige fondsen, welk verschil uitsluitend aan een betere verhandelbaarheid moet worden toegeschreven. En betere verhandelbaarheid is voornamelijk een gevolg van grooiter omvang van de leening. Wij zijn daarom geneigd de rentekosten voor bedrijven, welke belangrijke ter beurze genoteerde obligatieleeningen hebben uitstaan, even hoog te stellen als den

²⁾ Het is mogelijk, dat tegen het bovenstaande wordt aangevoerd, dat de verschillende rendementen betrekking hebben op leeningen met verschillende looptijden. Voor een leening met een bepaalden looptijd zou wel een nauwkeurig vast te stellen algemeene rentevoet gelden.

Indien dit waar is, zou het begrip algemeene rentevoet gesplitst moeten worden in verschillende algemeene rentevoeten, afhankelijk van den looptijd. Dit zou de analyse niet eenvoudiger maken. Hier is echter naar mijn meening geen reden voor, aangezien bij bestudeering van bovenstaande tabel duidelijk blijkt, dat er geen sprake is van een samenhang tusschen looptijden en rendementen, in dien zin, dat bij langeren looptijd een hooger of lager rendement verwacht kan worden, zoodat de stelling: bij een bepaalden looptijd behoort een bepaald rendement, niet houdbaar is.

algemeenen rentevoet op het moment van calculatie. Zijn de obligatieleeningen van kleinen omvang, dat lijkt het juist, deze rente iets hooger te steunen, bijvoorbeeld $\frac{1}{4}$ %. Bij niet ter beurze genoteerde obligatieleeningen kunnen de rentekosten tot $\frac{1}{2}$ % hooger gesteld worden dan de algemeene rentevoet bedraagt.

IV.

Komen wij thans tot ons eigenlijke onderwerp. In zijn betoog omtrent de hoogte van de leenrente, noemt Dr. *van der Schroeff* twee oorzaken, welke aanleiding geven tot een hoogere rente dan de algemeene rentevoet. Deze oorzaken zijn:

(a) De vermogensverschaffers hebben als voorwaarde voor hun vermogensoverdracht een hoogere leenrente gesteld, omdat hunnerzijds twijfel heeft bestaan aan de nakoming van de verplichtingen van het bedrijf, waardoor zij, bij het risico dat zij meenen te loopen, slechts tegen een hoogere rentevergoeding hun vermogen hebben wenschen af te staan. Of daarmede deze vermogensverschaffers (men denke hierbij in het bijzonder aan de obligatiehouders) rationeel handelen, is een vraag, die wij buiten beschouwing laten.

(b) Daarnaast kan de afwijking van de leenrente van den algemeenen rentevoet zijn ontstaan, doordat na den tijd van de vermogensverschaffing de rentestand is gedaald. (M.A.B. Juli 1940, bldz. 119 en 120)

De hoogere leenrente, die een gevolg is van de eerste oorzaak, is vooral het onderwerp geweest van de, in den aanhef van dit artikel genoemde, discussie. Bij deze gedachtenwisseling heeft Dr. *van der Schroeff* herhaaldelijk gelegenheid gehad zijn standpunt ter zake te preciseeren. Zoo schrijft hij in het M.A.B. van September 1941, bldz. 307: „Obligatiehouders verlangen een hooge nominale rente, omdat zij twijfelen aan de mogelijkheid van het bedrijf om de vaste rentelasten op te brengen. Er bestaat bij de vermogensverschaffers twijfel aan de regelmatigheid van de rentebetalingen in de toekomst, wellicht ook een vrees voor de aantasting van het overgedragen vermogen, indien het bedrijf in de toekomst verlies blijkt op te leveren.”

Blijkbaar is Dr. *van der Schroeff* de meening toegedaan, dat vele obligatieleeningen tegen een hoogen nominalen rentevoet worden afgesloten, omdat de kapitaalverschaffers boven den algemeenen rentevoet een risicopremie wenschen te ontvangen. De opponenten, de heeren *Smeenk* en *de Vink*, deelen deze meening. Dr. *van der Schroeff* wijst er weliswaar op, dat in een dergelijk geval financiering door middel van obligatieleeningen niet rationeel is, maar dat desondanks deze financieringsvorm voorkomt. De heer *de Vink* schrijft zelfs: „Dat echter in vele gevallen een irrationeele obligatie-financiering voorkomt, wordt ook door den heer *van der Schroeff* bevestigd.” Dit laatste waag ik te betwijfelen. Ik meen namelijk, dat obligatieleeningen in het algemeen slechts dan worden verleend, indien op het moment van het aangaan der leening rente en aflossing verzekerd lijken. Aan riskante bedrijven wordt slechts bij hooge uitzondering obligatiecrediet verleend. Obligatieleeningen worden dan ook m.i. in het algemeen afgesloten tegen den geldenden rentevoet. Een hoogere rentevoet dan de algemeen geldende — risicopremie dus — komt practisch niet voor. (De nadruk zij hierbij gelegd op de beperking „op het moment van het aangaan der leening”. Later blijkt namelijk wel eens, dat het bedrijf, in tegenstelling tot de verwachting, ongeschikt was voor obligatiefinanciering. De hieruit voortvloeiende consequenties zullen hierna nog onder de oogen worden gezien).

V.

Teneinde de juistheid van hetgeen hiervoor beweerd werd, te kunnen aantonen, werden alle ter beurze van Amsterdam op 1 Mei 1940 genoteerde obligatieleeningen stuk voor stuk nagegaan. Bovendien werden alle obligatieleeningen, welke per dezen datum in de „Gids voor Incourante Fondsen” van Broekman's Commissiebank waren opgenomen, in het onderzoek betrokken. (Buiten beschouwing bleven de aan buitenlandsche of Nederlandsch-Indische instellingen verstrekte obligatieleeningen, aangezien de rentevoet van deze laatste leeningen niet vergeleken moet worden met den hier te lande geldenden rentevoet, maar met den rentevoet in het land van den debiteur. Dit zou te ver voeren.) Uit den aard der zaak bleven eveneens buiten beschouwing de leeningen waarop de rentebetalingen tijdelijk waren gestaakt. Obligaties van kerkelijke en liefdadigheidsinstellingen werden evenmin in het onderzoek betrokken, daar deze leeningen soms uit niet-commercieele overwegingen tegen een lage rente worden aangegaan. Wij vonden bij de betalende ter beurze genoteerde binnenlandsche obligaties de volgende indeeling:

	Nominale Rente								
	Totaal	Minder dan 3 ⁰ / ₁₀₀	3 ⁰ / ₁₀₀	3 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀₀	4 ⁰ / ₁₀₀	4 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀₀	5 ⁰ / ₁₀₀	5 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀₀	6 ⁰ / ₁₀₀
Polders en Waterschappen	4	—	2	2	—	—	—	—	—
Bank- en Credietinstellingen	43	1	11	8	14	7	2	—	—
Hypotheekbanken	99	—	5	58	30	5	1	—	—
Scheepsverband Maatschappijen ...	12	—	—	3	5	4	—	—	—
Industriele Ondernemingen	33	—	1	1	19	4	4	2	2
Electriciteits- en Gas Mijen	3	—	1	2	—	—	—	—	—
Mijnbouwondernemingen	2	—	—	—	1	—	—	—	1
Petroleumondernemingen	2	—	—	1	—	1	—	—	—
Scheepvaartondernemingen	4	—	—	—	2	1	1	—	—
Diverse ondernemingen	36	1	3	6	16	4	6	—	—
Tramwegmaatschappijen	5	1	—	1	1	2	—	—	—
Totaal	233	3	23	82	78	28	14	2	3

Blijkens de „Gids voor Incourante Fondsen” van Broekman's Commissiebank waren de incurante obligatieleeningen als volgt over de verschillende rentetypes verdeeld:

	Totaal	Minder dan 3 ⁰ / ₁₀₀	3 ⁰ / ₁₀₀	3 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀₀	4 ⁰ / ₁₀₀	4 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀₀	5 ⁰ / ₁₀₀	5 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀₀	6 ⁰ / ₁₀₀	6 ¹ / ₂ ⁰ / ₁₀₀	7 ⁰ / ₁₀₀	8 ⁰ / ₁₀₀
Bank- en Credietinstellingen	10	—	1	3	1	2	3	—	—	—	—	—
Hypotheekbanken en Assurantie Mijen	9	—	5	1	1	1	—	—	1	—	—	—
Bouwmijen	38	3	1	5	20	7	2	—	—	—	—	—
Transport-ondernemingen	20	3	4	3	2	4	3	—	—	1	—	—
Fabrieken	34	—	—	—	10	1	16	1	5	—	1	—
Drukkerijen, etc. ...	15	—	—	1	5	4	4	—	1	—	—	—
Electriciteit- en Waterleiding Mijen	6	—	—	—	—	4	2	—	—	—	—	—
Hotel, Restaurants	6	—	—	1	2	1	2	—	—	—	—	—
Handels-ondernemingen	13	—	—	—	1	2	6	1	1	—	1	1
Waterschappen, Polders	14	2	5	6	1	—	—	—	—	—	—	—
Totaal	165	8	16	20	43	26	38	2	8	1	2	1

Uit de hiervoor afgedrukte tabel betreffende de rendementen, die omstreeks 1 Mei 1940 op Staatsfondsen golden, blijkt, dat op dezen datum de algemeene rentevoet 4 % à 5 % bedroeg. Deze algemeene rentevoet kan, zooals hiervoor is uiteengezet, niet zonder meer toegepast worden op de hierboven genoemde obligatieleeningen. Wel kan gezegd worden, dat op 1 Mei 1940, dat is omstreeks het moment waarop Dr. *van der Schroeff* zijn artikel schreef, van de ter beurze genoteerde obligaties slechts 5, of ruim 2 % van het totaal, een hooger rentevoet hadden dan 5 % en daarmede duidelijk boven den algemeenen rentevoet uitgingen. Voor de niet ter beurze genoteerde leeningen was dit getal 14 of 8.5 %. Hieruit blijkt in de eerste plaats, dat het aantal leeningen met hooge obligatierente vrij gering is.

Indien wij nagaan in welk jaar de leeningen met een hooge obligatierente worden geëmitteerd, dan krijgen wij het volgende beeld:

Uitgegeven in	Ter beurze genoteerd	Vermeld in Broekman's gids
1915	—	1
1916	—	1
1917	1	2
1919	—	1
1920	—	1
1921	—	1
1924	—	1
1925	—	1
1926	1	—
1927	—	2
1929	2	2
1934	1	1
	5	14

Hieruit blijkt duidelijk, dat het grootste deel der leeningen met een obligatierente, die op 1 Mei 1940 uitging boven den algemeen geldenden rentevoet, geëmitteerd werd tijdens den wereldoorlog of betrekkelijk spoedig daarna, toen een hooge algemeene rentevoet gold. Uit het voorafgaande blijkt dan ook naar mijn meening:

- a. dat het aantal obligaties met hoogen rentevoet zeer beperkt is;
- b. obligaties met hoogen rentevoet in den regel geëmitteerd worden in perioden waarin de algemeen geldende rentevoet hoog is.

VI.

Is hiermede, naar mijn meening, de eerste der beide factoren door Dr. *van der Schroeff* genoemd als oorzaak van een hogere obligatierente dan de algemeene rentevoet, tot zijn juiste proporties teruggebracht, ook de tweede oorzaak — de daling van den algemeenen rentestand — doet zich slechts betrekkelijk zelden gelden. Immers, indien de rentevoet belangrijk daalt gedurende een eenigszins langere periode, dan worden

de meeste leeningen met hoogen rentevoet in leeningen met lagere coupons geconverteerd. Enkele jaren gelden vond nog een dergelijk conversieproces op groote schaal plaats. Rij daling van den algemeen geldenden rentevoet daalt de rentevoet van bijna alle obligatieleeningen mee. Hiervan zijn slechts uitgezonderd de leeningen, die krachtens de leeningsvoorwaarden niet vervroegd gedelgd mogen worden — dat zijn in Nederland slechts enkele — en de leeningen van zwak staande ondernemingen, die niet meer tegen den geldenden rentevoet kapitaal kunnen opnemen.³⁾ Het aantal dezer laatste ondernemingen is echter eveneens beperkt, omdat zwak staande ondernemingen vaak ook de obligatierente niet meer kunnen opbrengen. Indien dit het geval is, wordt in den regel een overeenkomst met obligatiehouders getroffen, waarbij de rentebetaling wordt teruggebracht tot een lager percentage dan oorspronkelijk op den coupon vermeld werd. Er zijn vrij veel van dergelijke regelingen getroffen, zoodat ten slotte het aantal obligatieleeningen, waarop gedurende een eenigszins langere periode een hoogere rente wordt betaald dan de algemeene rentevoet, zeer gering is.

Daarentegen komt het vrij vaak voor, dat op een groot aantal obligatieleeningen een lagere rente wordt betaald dan de algemeen geldende rentevoet. Indien de rentevoet namelijk gaat stijgen, blijft de couponwaarde van de leeningen ongewijzigd. De stijging van den rentevoet wordt uitsluitend uitgedrukt in den koers, zoodat de belegger, die de obligatie koopt, tenminste den algemeenen rentevoet ontvangt. Het bedrijf blijft echter de lage rente, die in een periode van goedkoop geld gecontracteerd werd, voldoen. In feite waren op 1 Mei 1940 van de 233 ter beurze genoteerde leeningen 108 aangegaan tegen een rentevoet van $3\frac{1}{2}$ % of minder, dat is aanzienlijk lager dan de destijds geldende rentevoet. Voor niet ter beurze genoteerde leeningen was dit getal 44 op een totaal van 165 leeningen. Indien de hier betrokken ondernemingen bij kostprijscalculaties de betaalde rente in aanmerking namen in plaats van den geldenden rentevoet, werd de kostprijs op 1 Mei 1940 dus te laag. Het gevaar van een te lagen kostprijs uit dezen hoofde is dus aanzienlijk grooter dan het gevaar van een te hoogen kostprijs.

Een enkel woord moge nog worden gewijd aan de obligatieleeningen, waarvan achteraf blijkt, dat zij een te zwaren last op het bedrijf hebben gelegd. Hoewel soms, nadat gebleken is dat het betrokken bedrijf niet geschikt is voor financiering met obligatiecrediet, kan worden vastgesteld, dat deze ongeschiktheid ook had kunnen blijken indien men op het moment van het aangaan der leeningen nauwkeuriger had toegezien, neemt dat niet weg, dat bij het aangaan van de leening zoowel debiteur als crediteur er altijd van overtuigd zijn, dat het bedrijf wel geschikt is voor obligatiefinanciering. Indien, zooals gezegd, achteraf duidelijk wordt, dat partijen zich hierin hebben vergist, drukt deze verkeerde schatting zich uitsluitend uit in den koers waartegen de obligaties verhandeld worden. De onderneming gaat geen centime rente meer betalen. Integendeel, indien blijkt, dat de rentebetalingen een te zwaren last leggen op de onderneming, wordt, zooals hierboven is uiteengezet, dikwijls een regeling getroffen met obligatiehouders, welke bijna altijd neerkomt op een lagere rente dan oorspronkelijk bedongen werd. Het klinkt als een paradox,

³⁾ Bij deze zwak staande ondernemingen hebben zich in de jaren na het aangaan van de obligatieleening omstandigheden voorgedaan, waaruit bleek, dat zij feitelijk minder geschikt zijn om met obligatiecrediet te worden gefinancierd.

maar ondernemingen, die achteraf blijken te riskant te zijn voor obligatiecrediet, betalen vaak slechts een zeer lage rente op de vroeger opgenomen obligatieleeningen.

VII.

Het voorgaande kan als volgt worden samengevat:

(a) Obligatieleeningen worden in den regel slechts aangegaan tegen, of slechts weinig hooger dan, den geldenden rentevoet.

(b) Bij een eenigszins langdurige periode van dalenden rentevoet worden de obligatieleeningen, welke vroeger tegen een hoogere rente zijn afgesloten, geconverteerd, waardoor aanpassing aan den geldenden rentevoet wordt verkregen.

(c) Een stijging van den algemeenen rentevoet drukt zich uitsluitend uit in den koers van de obligatieleeningen.

(d) De vrees voor het niet of niet ten volle voldoen van de rente en/of den hoofdsom van een obligatieleening drukt zich eveneens uitsluitend uit in den koers dezer leening.

Op grond van het vorenstaande kan worden gezegd, dat, indien bij kostprijscalculaties niet de geldende rentevoet wordt toegepast, maar de werkelijk door het bedrijf betaalde rente, in vele gevallen het gevaar bestaat, dat een te lage kostprijs wordt berekend. Slechts bij uitzondering ontstaat hierdoor de mogelijkheid van een te hoogen kostprijs.

Hiermede wordt aan de juistheid van de theoretische beschouwingen van Dr. *van der Schroeff* niet getornd. Slechts wordt hierdoor, naar mijn meening, de practische beteekenis van zijn conclusies in een juister daglicht gesteld en wordt de practijk van onverdiende blaam gezuiverd.

Naschrift

Ik ben de Redactie erkentelijk, dat zij mij door het stellen van een naschrift in de gelegenheid stelt om mijn zienswijze weer te geven ter zake van de interessante beschouwingen van den heer *J. Voet*, naar aanleiding van mijn artikel over de rentekosten. Het oogmerk, waarmede dit artikel werd geschreven, was een theoretische uiteenzetting te geven van het probleem van de rentekosten, zooals dit naar mijn meening in het kader der leer van de vervangingswaarde dient te worden gesteld. In den theoretischen opzet van het artikel heb ik geen plaats ingeruimd aan de talrijke punten en vraagstukken van praktischen inslag, die met dit probleem samenhangen. De bijdrage van den heer *Voet* vormt voor mij een welkome aanleiding om op enkele van deze punten een aanvulling te geven.

Daartoe behoort allereerst de vraag, hoe de algemeene rentevoet het best kan worden benaderd. In mijn artikel in het Juli-nummer 1940 (blz. 120) gaf ik aan, dat de reële rente van die beleggingen, die geacht kunnen worden geen bijzondere risico's met zich te brengen (de z.g. goudgerande obligaties) een benadering vormt van dezen rentevoet. De heer *Voet* meent nu twee definities in mijn bijdrage te hebben gevonden,

nl. de algemeene rentevoet omschreven als reële rente van goudgerande waarden en als reële rente van vermogensinvesteeringen zonder bijzondere risico's. Uit de boven gegeven aanhaling uit mijn artikel blijkt, dat deze beide omschrijvingen één zijn. Van goudgerande waarden (ik acht het juist van obligaties te spreken) is slechts sprake, voorzover men voor de vermogensinvesteeringen geen risico's aanneemt en derhalve — zooals ik het heb uitgedrukt — de risicopremie nul is. De heer Voet stelt goudgerande obligaties op één lijn met Staatsobligaties. Ik merk op, dat ik zulks niet heb gedaan. Men doet naar mijn meening verkeerd het begrip goudgerande obligaties steeds aan staatsobligaties te verbinden. Was dit voor tijden, dat staatsobligaties als meest veilige belegging werden aangemerkt, te doen gebruikelijk, opgemerkt moet worden, dat zoodra voor staatsobligaties een meerder risico wordt aangenomen dan voor andere vermogensinvesteeringen, deze niet langer vallen onder het begrip goudgerande obligaties, waardoor het rendement van dergelijke obligaties ook niet langer een reële basis vormt voor de benadering van den algemeenen rentevoet. Het hogere rendement van sommige staatsobligaties, dat de heer Voet medio November 1941 heeft waargenomen, ontstaan door een druk op den beurskoers, wijst in de richting van een risicopremie. Uit de uitkomsten van zijn onderzoek, waarbij werd vastgesteld, dat in genoemd tijdvak het rendement van pandbrieven en van sommige industriele leeningen lager was dan dat van staatsfondsen, moet, juist met het oog op deze risicopremie, de conclusie worden getrokken, dat de reële rente van eerstgenoemde leeningen op dit moment een beteren grondslag vormen voor de bepaling van den algemeenen rentevoet dan die van staatsobligaties.

Tegen de uitdrukking reële rente, die ik ook in mijn artikel heb gebezigd, heeft de heer Voet het bezwaar, dat deze voor tweeërlei uitleg vatbaar is, n.l. als couponrendement of als mathematisch (ook wel genoemd effectief) rendement. Op de vraag, hoe ik de reële rente opvat, moge ik den heer Voet antwoorden, dat ik gewend ben het begrip reële rente te hanteeren als effectief rendement. De omstandigheid, dat bij de bepaling van het rendement rekening moet worden gehouden met den invloed van de aflossingspremie, vormt de verklaring voor mijn voorkeur voor de methode van het effectief rendement. Deze zienswijze sluit niet in, dat ik mij niet zou kunnen vereenigen met de beschouwingen van den heer Voet in zijn artikel in „Beleggingsvraagstukken”. Integendeel, ik stem volledig in met de door den heer Voet in bedoeld artikel aangegeven aanbevelingen voor de keuze van de methode van rendementsberekening, die in het kort weergegeven hierop neerkomen, dat het effectief rendement wordt aanbevolen voor aflosbare leeningen met uitzondering van die leeningen, welke ver onder pari staan genoteerd, omdat twijfel is ontstaan aan de solvabiliteit van den debiteur. Voor die leeningen wordt het couponrendement aanbevolen, terwijl uit den aard der zaak voor niet-aflosbare leeningen alleen het couponrendement in aanmerking komt.

Het hoofdpunt van het betoog van den heer Voet wordt gevonden in zijn bedenkingen tegen de onwerkelijke voorstelling, die ik met betrekking tot het vraagstuk van de rente bij obligatieleeningen zou hebben gegeven. Die bedenking komt daarop neer, dat in hoofdzaak is geweest op de obligatierente, welke boven den algemeenen rentevoet uitgaat, terwijl een lagere rente veel meer voorkomt. De discussies, welke ik met

de heeren Dr. *Smeenk* en de *Vink* heb gevoerd, hebben blijkens de opmerkingen van den heer *Voet* kennelijk den indruk gewekt, dat ik van meening zou zijn, dat uitgifte van obligatieleeningen met een rentepercentage boven het algemeene renteniveau een veel voorkomend, althans een regelmatig voorkomend verschijnsel is. Ik acht het een gelukkige omstandigheid in deze aanvullende opmerkingen in de gelegenheid te zijn om dezen indruk te kunnen wegnemen. Dat in de discussies zoozeer de nadruk is gelegd op de obligatieleening met hoogen rentevoet, is het gevolg van het feit, dat mijn theoretische beschouwingen juist ten aanzien van dit punt bedenkingen van de hierboven genoemde opponenten ondervonden. Hoe ik mij de verhouding van de nominale rente van obligatieleeningen en den algemeenen rentestand voorstel, moge blijken uit de enkele hieronder volgende theoretische beschouwingen.

Als uitgangspunt voor deze beschouwingen meen ik te kunnen stellen, dat het bedrijf bij de uitgifte van een obligatieleening rekening zal hebben te houden met de rentevergoeding, die door de spaarders op het oogenblik van de emissie wordt verlangd. Uitgifte *à pari* zal slechts mogelijk zijn, indien de nominale rente aan den algemeenen rentevoet is aangepast. Een lagere nominale rente leidt tot een disagio, waarin — zooals bekend mag worden geacht — niets anders is te zien dan de contante waarde van het verschil in rente bij het door den spaarder verlangde rentepercentage en den nominalen rentevoet. Als gevolg van het disagio leidt een lagere nominale rente voor het bedrijf dan ook niet tot een lagere effectieve rente. Het voordeel van de lagere nominale rente wordt door het disagio weggenomen, zoodat voor het bedrijf toch de effectieve rente op basis van den algemeenen rentevoet komt te staan. Als in de praktijk uitgifte van obligatieleeningen met een klein disagio herhaaldelijk voorkomt, vindt dit zijn verklaring in het feit, dat op deze wijze de (effectieve) rente aan den algemeenen rentevoet kan worden aangepast. Bij de gewoonte om de nominale rente van vaste rentedragende fondsen op heele of halve procenten vast te stellen, vormt de emissiekoers het middel om deze aanpassing te verkrijgen.

Hetgeen voor een disagio werd vastgesteld, geldt — *mutatis mutandis* — ook voor een agio, dat optreedt, zoo de nominale rente hooger dan de algemeene rentevoet zou worden gesteld. Ook in dit geval is de hoogere betaalde nominale rente zonder invloed op de rentekosten van het bedrijf. Voor den spaarder brengt een agio-emissie een belangrijk nadeel met zich. Het zal — naar mij dunkt — geen verdere toelichting behoeven, dat de hoogere nominale rente, welke de spaarder ontvangt, zoowel de rente inhoudt over het door hem in het fonds geïnvesteerde vermogen als een gedeeltelijke aflossing van het gestorte agiobedrag. De spaarder ontvangt derhalve een deel van zijn vermogen verbrokkeld terug, hetgeen niet alleen een nadeel vormt door de rentederving, doordat de kleine terug ontvangen vermogensbedragen een lagere rentevergoeding opbrengen, maar tevens door het gevaar, dat de verbrokkeling tot vermogensinterring leidt. Deze beide belangrijke nadeelen vormen de verklaring voor het feit, dat de emissie boven *pari* — althans met een aanzienlijk agio — zelden in de praktijk wordt toegepast.

Uit het bovenstaande mag de conclusie worden getrokken, dat normaliter de keuze van den nominalen rentevoet zich zal stellen op den algemeenen rentevoet en dat door van den emissiekoers een afwijking van de nominale rente naar boven of beneden van geen invloed is op de door het bedrijf betaalde effectieve rente. Nochtans komt het voor, dat het be-

drijf den nominalen rentevoet en den emissiekoers zoodanig stelt, dat de spaarder een hooger rendement ontvangt. Het is dit geval, dat in de discussies met de heeren *Smeenk* en *de Vink* naar voren is gebracht. Zooals ik in mijn vorige uiteenzettingen uitvoerig heb betoogd, heeft men hier te doen met irrationeële toepassing van de obligatiefinanciering. Het bedrijf wil door een hoogere rentevergoeding den spaarder een prikkel geven om een terughoudendheid, gezien de solvabiliteit van den kredietnemer, te overwinnen. Een risicopremie, die het onderwerp van beoelde discussies is geweest, treedt op. Het is bij de in ons land heerschende opvattingen omtrent de financiering niet anders te verwachten, dan dat het voorkomen van dergelijke methoden beperkt zal zijn. Om den omvang er van te bepalen is een research noodig, zooals de heer *Voet* heeft ingesteld. Van de uitkomsten van diens onderzoek heb ik met belangstelling kennis genomen; zij hebben mij doen zien, dat uitgifte van leeningen, waarvan de nominale rente geacht kan worden een risicopremie in te houden, in nog mindere mate voorkomt dan ik mij had voorgesteld. Dat met de vaststelling van dit feit nog niets gezegd is omtrent het voorkomen van irrationeële obligatiefinancieringen, zal ook door den heer *Voet* worden beaamd, gezien zijn opmerkingen over de bedrijven, die achteraf moeten ervaren, dat het aangaan van de vaste renteverplichtingen van de obligatieleening niet doelmatig is geweest.

Ziet het bovenstaande naar de vaststelling van de hoogte van de rentevergoeding bij het aangaan van de leening, wij willen — zulks naar aanleiding van de beschouwingen van den heer *Voet* — nog een enkele opmerking maken over de aanpassing van de door het bedrijf betaalde rente aan wijzigingen van den rentestand gedurende den looptijd van de leening. De beperkingen, die ik mij bij het schrijven van mijn artikel heb opgelegd, hebben mij niet doen spreken over den invloed van de conversie. Ik moge thans opmerken, dat ik de meening van den heer *Voet* deel, dat conversie voor het bedrijf de mogelijkheid biedt om de betaalde rente aan een verlaagden rentestand aan te passen. De conversies van de laatste jaren bij de daling van den rentestand vormen de verklaring van het feit, door den heer *Voet* bij zijn onderzoek geconstateerd, dat bij slechts weinige bedrijven het nominale rentepercentage boven den thans geldenden algemeenen rentevoet uitgaat. Meer komt het daarentegen voor, dat de nominale rente lager is dan de algemeene rentestand, een gevolg van de omstandigheid, dat conversie naar boven tot de hooge uitzonderingen behoort. Op grond van deze situatie kan ik den heer *Voet* bijvallen, indien hij zegt, dat het gevaar grooter is te achten, dat tegen een te lagen rentevoet dan dat tegen een te hoogen rentevoet zal worden gecalculleerd. Ik moge ten deze de conclusie in herinnering brengen, waartoe ik in mijn vroegere beschouwingen ben gekomen, dat — behoudens de destijds aangegeven uitzonderingen — de algemeene rentevoet den grondslag vormt voor de vaststelling van de rentekosten in den kostprijs, ook al is de betaalde rente lager.

De enkele hier gegeven theoretische beschouwingen, waarmede ik mijn vroegere uiteenzettingen heb aangevuld, zijn geheel in overeenstemming met de praktische verschijnselen, die de heer *Voet* bij zijn onderzoek heeft vastgesteld. Zij mogen worden gezien als een uitgangspunt voor de verklaring van die verschijnselen. Er bestaat dan ook ten deze — zooals ik in het bovenstaande heb willen aantonen — geen verschil in opvatting in de zienswijze, die de heer *Voet* heeft voorgedragen en de

mijne. De heer Voet heeft — zooals aan het slot van zijn artikel wordt medegedeeld — de praktische beteekenis van de conclusies, waartoe de beschouwing van de rentekosten in het kader der leer van de vervangingswaarde voert, in het juiste daglicht willen stellen. In dit opzicht aanvaard ik zijn uiteenzettingen naar aanleiding van het door hem verrichte onderzoek gaarne als een waardevolle bijdrage.

H. J. VAN DER SCHROEFF

BOEKBESPREKING

Vereeniging voor Belastingwetenschap. Rapport van de Commissie voor de oudendagsverzorging.
Uitgave van J. Muusses, Purmerend, 1941.

Eene Commissie, daarvoor benoemd door de Vereeniging voor Belastingwetenschap, heeft in de maand Juni j.l. een rapport uitgebracht over de oudendagsverzorging in verband met onze belastingwetgeving. Het is onder no. 52 verschenen in de Geschriften van die vereeniging. Volgens het voorbericht werd het rapport geschreven eind 1939 en in de Commissie behandeld vóór 10 Mei 1940. Het bespreekt dus niet de betreffende bepalingen van het Besluit op de Loonbelasting en het Besluit op de Inkomstenbelasting 1941.

De Commissie heeft haar opdracht ruim opgevat; zij heeft zich evenwel deze beperking opgelegd, dat zij bij hare beschouwingen is uitgegaan van het Nederlandsch belastingstelsel, zooals dit historisch is gegroeid en van het systeem, dat volgens het geldende recht aan onze tegenwoordige belastingwetten ten grondslag ligt. Ondanks deze begrenzing is het een breed opgezet rapport geworden, waarin het onderwerp van vele kanten wordt belicht. Het stenografisch verslag van de behandeling van het rapport, in de vergadering van 21 Juni j.l. van de vereeniging, opgenomen in geschrift no. 53, vormt eene waardevolle aanvulling. Het grootste deel van het rapport behandelt het onderwerp in verband met de belasting naar het inkomen, daarna worden eenige bladzijden gewijd aan de vermogensbelasting, terwijl aan het slot volgt de behandeling van het vraagstuk met betrekking tot de successie- en schenkingsrechten. De dividend- en tantiëmebelasting wordt buiten beschouwing gelaten, daar deze op het punt stond te worden afgeschaft.

Terecht wordt in het rapport opgemerkt, dat het vraagstuk van de oudendagsverzorging niet alleen van belang is voor de personen in dienst van de overheid of van particuliere werkgevers, maar ook voor zakenlieden, winkeliers, landbouwers, beoefenaren van vrije beroepen en zelfs voor vermogensbezitters, waar deze vooral in den tegenwoordigen tijd rekening dienen te houden met eene zekere „slijtage” van hun vermogen.

Bij de behandeling van de belastingen naar het inkomen wordt er op gewezen, dat de ontwerper van de wet van 1914 het vanzelfsprekend heeft geacht, dat degenen, die niet voor zijn pensioen behoeft te storten, naar het bedrag zijner belooning aan de belasting is onderworpen en dat zijne toekomstige pensioenaanspraken buiten aanmerking blijven. Deze vanzelfsprekendheid is echter langzamerhand wat verloren gegaan. De