

BOEKBEORDEELING

Het Toewijzingsvraagstuk

Bijdrage tot verbetering van het stelsel van inschrijving en toewijzing op openbare emissies van fondsen, door *Bancarius*.

„Es ist die alte Geschichte — doch bleibt sie ewig neu.“ Hoevelen hebben over het inschrijvings- en toewijzingsvraagstuk bij emissies niet reeds hun licht laten schijnen en hoe gering is het resultaat van al deze goed bedoelde pogingen geweest! Beteekent dit, dat bij hen, die de macht hebben om in deze veranderingen aan te brengen, d.w.z. bij de Vereenigingen van Effectenhandelaren en de Bankiersvereenigingen, de goede wil heeft ontbroken? Of mag men op grond van de geringe vorderingen, die geconstateerd kunnen worden, besluiten, dat de oplossing te veel moeilijkheden biedt om met geestdrift ter hand genomen te kunnen worden? Laat mij trachten deze vragen in de volgende beschouwingen nader onder de oogen te zien.

Het toewijzingsprobleem behoort ongetwijfeld tot de vraagstukken, waaromtrent velerlei opvatting mogelijk is en een communis opinio derhalve niet gemakkelijk te verkrijgen zal zijn, te meer, waar de belangen van de verschillende groepen, die er bij betrokken zijn, niet evenwijdig loopen. Voeg daarbij de onverwoestbare neiging van iederen Hollander — hij moge emittent zijn of niet — om baas in eigen huis te blijven en gij hebt reeds twee van de oorzaken, die aan een spoedige uitdeweg-ruiming van de moeilijkheden in den weg staan. Mogen wij ons echter door de sceptische stemming, die de geschiedenis van het vraagstuk onwillekeurig wekt, laten meeslepen en het geschrift van *Bancarius* daarom met een medelijdenden glimlach tegemoet treden? Dit ware niet alleen onbillijk tegenover den schrijver, doch zou van een onjuiste opvatting getuigen, wijl elke nieuwe uiting toch haar steentje bijdraagt tot de oplossing, die — hoe men ook over de tekortkomingen der tegenwoordige practijk moge oordeelen — toch tenslotte niet kan uitblijven. De eerlijkheid gebiedt bovendien te erkennen, dat de brochure van *Bancarius* in ieder opzicht de aandacht verdient van hen, die zich van de verschillende aspecten van de kwestie op de hoogte willen stellen. Alle bezwaren, die aan de bestaande vrijheid van handelen verbonden zijn, worden uitvoerig besproken, terwijl daarnaast een ernstige poging wordt gewaagd om voor den tegenwoordigen toestand een betere regeling in de plaats te stellen.

Deze „betere regeling” wordt zelfs zoozeer tot in details beschreven, dat men onwillekeurig de vraag in zich voelt opkomen of de schrijver misschien niet beter had gedaan met zijn gedachten in een meer algemeen karakter te gieten en met de détailregelingen te wachten tot tijd en wijle de instemming met het principe een voldongen feit is geworden. Waaruit nu bestaat dit beginsel? *Bancarius* gaat uit van het standpunt, dat geen enkele oplossing aan de eischen der onpartijdigheid zal kunnen beantwoorden, zoolang de behandeling van inschrijving en toewijzing aan de emittenten zelf blijft toevertrouwd. En op grond hiervan stelt hij voor, alle emissies, voor wat betreft de inschrijving en toewijzing, te concentreren bij een speciaal hiervoor in het leven te roepen instituut, waaraan hij den naam van „Trustee van belanghebbenden bij openbare emissies van fondsen” geeft. De stichting van deze inschrijvings- en toewijzingcentrale vormt dan ook de kern van het geheele betoog. Ten aanzien van de te volgen methodes van inschrijving en toewijzing wordt een zeer liberaal standpunt ingenomen. Het laat *Bancarius* namelijk — ook al blijkt uit zijn geschrift een zekere voorkeur voor het blokkadesysteem —

betrekkelijk onverschillig, welk systeem door de emittenten wordt gekozen. Mits slechts als algemeene regel blijft gelden, dat de Centrale voor de toewijzing zorgt. De schrijver geeft met betrekking tot de organisatie der Centrale een reeks van adviezen, waarvan ik bescheidenlijk meen te moeten opmerken, dat de uitvoerigheid niet altijd recht evenredig is aan de praktische waarde en uitvoerbaarheid. Met een benijdenswaardige gemakkelijheid toch worden allerlei functionarissen als presidenten van rechtbanken, secretarissen van Kamers van Koophandel, secretarissen der Vereenigingen van Effectenhandelaren met bezigheden bedacht, waarop zij, naar ik vrees, nauwelijks gesteld zullen wezen. Zelfs de President der Nederlandsche Bank wordt in dit verband niet vergeten. Indiën namelijk de emittent met de Centrale ten aanzien van de toewijzing niet tot overeenstemming kan komen (een geval, dat niet alleen geenszins denkbeeldig is, maar in het systeem van *Bancarius* vermoedelijk regelmatig zal voorkomen) zal het oordeel van den President der Nederlandsche Bank gevraagd worden, die dan in eerste en eenige instantie rechtsprekt. Ik benijd den heer *Vissering* dit voorrecht niet! En ik kan mij niet van de vrees losmaken, dat de schrijver bij het uitwerken van de gedachte zijner inschrijvings- en toewijzingcentrale zijn verbeelding een ietwat te stouten vlucht heeft laten nemen en de bezwaren wat licht geteld heeft. Maar wat van de gedachte dier centrale zelf te zeggen? Is een dergelijk instituut inderdaad onmisbaar? Zijn onze bankiers en effectenhandelaren zoo weinig betrouwbaar, dat het volstrekt noodzakelijk moet worden geacht hen onder de controle van een nieuw op te richten instituut te plaatsen? Het wil er bij mij niet in. Ik geef onmiddellijk toe, dat de klachten, die bij sommige emissies gerezen zijn, niet ongegrond waren en dat onze bankiers het niet de beteekenis van het woord „pondspondsgewijs” niet altoos even nauw genomen hebben, maar men wachte er zich aan den anderen kant voor de zaak te overdrijven. Een landsbelang is er zeker niet mede gemoeid en voor wat teleurgestelde premiejagers behoeft men waarlijk geen nieuw lichaam in het leven te roepen. Er gaan vele maanden voorbij zonder dat iemand over het gebrekkige functioneeren van het emissiewezen klaagt en het is slechts in betrekkelijk zeldzame gevallen (ik herinner aan de emissie der Fransche sporen en de stad Parijs), dat er gegronde reden voor ontevredenheid bestaat. Deze feiten moeten ons tot bedachtzaamheid stemmen. En daarom moge de vraag nog eens worden gesteld: moet er à tout prix een onafhankelijke instantie komen, gelijk *Bancarius* voorstelt. Ik kan de vraag niet anders dan in ontkennenden zin beantwoorden en ik zou er aan willen toevoegen, dat er nog zeer wel middelen zijn te vinden, die minder „revolutionnair” zijn en toch tot een goed gevolg kunnen leiden.

Onder die middelen zou ik vóór alles willen rekenen de zoo-genaamde inschrijving bij opbod, een systeem, dat *Bancarius* wel vermeldt, doch waarvoor hij weinig waardeering koestert. En toch kan alleen van dit systeem getuigd worden, dat het aan het meerendeel van de bezwaren tegemoetkomt zonder eenig betrokken belang te schaden. Wat wordt onder de inschrijving bij opbod verstaan? Niets anders dan dat de emittent slechts aangeeft tegen welken minimumkoers hij inschrijvingen aanneemt. Inschrijvers hebben dus vrijheid ook tegen een hooger koers in te schrijven. Op deze wijze en op deze wijze alleen wordt de uitgifte van aandelen of obligaties beheerscht door dezelfde wetten, die voor iedere handelstransactie gelden: de wetten van vraag en aanbod. Kooper en verkooper zullen elkaar op het juiste niveau ontmoeten en niemand zal er zich over kunen beklagen, dat een ander een betere behandeling geniet dan hijzelf. Immers het object wordt gegund aan den hoogsten bieder. Wenschelijk zal het zijn hierbij te be-

palen, dat de toewijzingen zullen geschieden tegen den koers van inschrijving en niet tegen een genivelleerden koers. Voor deze laatste gewoonte toch zijn geen afdoende beweegredenen aan te voeren. Het nivelleeren is allermintst bevorderlijk voor het verkrijgen van een juiste verdeling der toe te wijzen stukken, vernits zij, die in ieder geval stukken willen hebben, voor overdreven koersen zullen inschrijven, wel wetende, dat zij practisch met een veel lageren prijs zullen kunnen volstaan. Bovendien is er geen redelijk motief, waarom men iemand den prijs, dien hij zelf biedt, niet zou laten betalen. Nivelleerend offert men welbewust het voornaamste criterium voor de beoordeeling der intensiteit van het verlangen der inschrijvers om de stukken in hun bezit te krijgen op ter wille van ja ter wille van wat eigenlijk? Zeker niet ter wille van de billijkheid, want de billijkheid kan onmogelijk vorderen, dat het peil, waarop kooper en verkooper elkaar ontmoeten, zonder dwingende reden ten gunste van den kooper wordt prijsgegeven.

Een niet weg te cijferen voordeel van het opbodstelsel is ook, dat men de grootste fout van den huidige toestand: het „majoreeren” vrijwel onmogelijk maakt. Men zal aan zijn inschrijving heel wat meer aandacht besteden, indien men weet, dat het succes der inschrijving geheel afhangt van den te besteden koers, dan onder het vigeerende stelsel, hetwelk alleen de grootste brutaliteit en lichtzinnigheid pleegt te beloonen. Aan één bezwaar komt het opbodstelsel niet tegemoet: het z.g. laatste biljet blijft namelijk bestaan. D.w.z. de emittent behoudt de gelegenheid om door het invullen van een laatste biljet vóór de sluiting der inschrijving de toewijzing in voor hem kwantitatief gunstigen zin te beïnvloeden. Maar dan ook alleen: kwantitatief gunstigen zin!

Voor deze meerdere stukken zal hij ook evenredig meer moeten betalen, zoodat de bevoorrechtiging hier geen afmetingen aanneemt, waarover men zich al te zeer behoeft te ergeren. Legt dit bezwaar dus voldoende gewicht in de schaal om het opbodstelsel definitief te veroordeelen? Ik kan het nauwelijks aannemen. *Bancarius* voert echter nog twee andere argumenten tegen het opbodstelsel aan. Emittent zoowel als onderneming moeten volgens zijn oordeel volkomen vrij zijn den emissiekoers te bepalen en daarom kan het opbodstelsel, waarbij de inschrijvingskoers mede door den inschrijver bepaald wordt, niet in aanmerking komen. Bovendien houdt het systeem volgens zijn meening geen rekening met den aard der inschrijvers, zoodat het ook uit dien hoofde geen aanbeveling verdient. Ik zou tegen het eerste argument willen aanvoeren, dat het aan geven van een minimumkoers wel degelijk als een koersbepaling moet worden beschouwd en wel als de eenige koersbepaling, die voor de verkoopers van belang is. Emittent en onderneming verklaren uitdrukkelijk met dezen koers tevreden te zijn; moet het nu als een inbreuk op hun persoonlijke vrijheid beschouwd worden, zoo men ten behoeve eener meer regelmatige inschrijving en toewijzing de mogelijkheid openlaat, dat inschrijvers meer dan den minimumkoers besteden? Dit begint wel een beetje op het „*summum jus summa injuria*” te lijken. En dat het opbodstelsel niet met den aard der inschrijvingen rekening zou houden, wensch ik ten stelligste te betwisten. Immers wat werkt het bedrijf der premiejagers het meest in de hand? Juist het feit, dat bij een gewone vrije emissie de koers zoodanig wordt vastgesteld, dat hij precies onder het geldende marktniveau van zooveel mogelijk gelijksoortige fondsen ligt. Heeft men hierbij verkeerd geëvalueerd en is de marge voor de inschrijvers te aantrekkelijk gemaakt, dan komen de premiejagers in actie. Bij het opbodstelsel nu is een vergissing uitgesloten of, beter gezegd, kan een vergissing nooit onaangename gevolgen hebben; wordt de minimumkoers op een te laag peil bepaald, dan corrigeren de inschrijvers

automatisch de foutieve koerszetting. Zij, die op het bezit van de aangeboden stukken den hoogsten prijs stellen, zullen ook den hoogsten koers inschrijven. Van de premiejagers is dit niet te verwachten, aangezien het koerspeil, dat een vrijwel zekere toewijzing tengevolge zal hebben, tegelijkertijd voor hen geen of een te geringe marge overlaat. Aan dit risico zullen zoomin de premiejager als de speculatieve belegger (ik neem deze onderscheiding maar over, al lijkt mij het principieele onderscheid niet gemakkelijk vast te leggen) zich hoogst waarschijnlijk wagen. Ik kan dan ook in het licht van deze overwegingen de bezwaren van *Bancarius* tegen een mogelijk dwingende toepassing van het opbodstelsel niet deelen en geloof integendeel, dat zoodanig systeem een betere en ongetwijfeld veel eenvoudiger oplossing zou brengen dan de zeer bewerkelijke stichting van inschrijvingseentrales of hiermede overeenkomende instituten.

Nog een cakele opmerking moge ik hier aan toevoegen, wat betreft het sluitingsuur der inschrijvingen. Het is namelijk ten aanzien van dit punt, dat de heer *C. F. Overhof* in het Weekblad „De Zakenwereld” van 12 Februari j.l. eenige zeer behartigenswaardige regelen heeft geschreven, regelen, die m.i. verdienen onder het oog van alle betrokkenen te komen. Men weet, dat de normale inschrijvingen des middags te 4 uur sluiten. De heer *Overhof* nu stelt voor, de inschrijvingen om 1 uur te doen sluiten, d.w.z. vóór den aanvang der Amsterdamsche effectenbeurs, wijl een groot deel van de teleurstellingen en ontevredenheid, die sommige sterk overteekenerende emissies hebben gewekt z.i. te wijten zijn aan het „redeloos elkaar napraten en majoreeren” in het tijdvak van 1½—4 uur. Het komt mij voor, dat dit denkbeeld, ook al houdt het zich slechts met een betrekkelijk klein détail van het vraagstuk bezig, ten volle de overweging waard is. Wie van het emissiebedrijf wel eens iets meer gezien heeft dan „the man in the street”, zal moeten beamen, dat de beursuren vóór de sluiting aan veel opdrifving en aan een groot deel van de opwindende debet kunnen zijn. En eenig bezwaar van beteekenis schijnt mij er niet tegen in te brengen.

Resumeerende moet ik verklaren, dat het geschrift van *Bancarius* mij niet overtuigd heeft. Als een verbetering van het emissiebedrijf niet anders te bereiken zou zijn dan via de stichting van een nieuw instituut, met al de aanhef van dien, dan zou ik huiverig zijn het onderwerp aan te vatten. Ik blijf echter overtuigd, dat ook zonder zulke ingrijpende hervormingen de voornaamste moeilijkheden wel uit den weg te ruimen zijn en heb voldoende vertrouwen in onze bankiers om de bestrijding der betrekkelijk zeldzame excessen aan hun eigen prudentie te durven overlaten. Wij zullen nog wat geduld moeten oefenen. maar wat in het vat zit, verzuurt niet!

Mr. Dr. W. M. WESTERMAN

ONTVANGEN BOEKWERKEN

- Dr. *M. J. H. Cobbenhagen*: De Verantwoordelijkheid in de Onderneming. Prijs f 2.50.
 Mr. *W. R. Emmen Riedel*: Het Wetsontwerp tot heffing van belastingen van Nederlanders in het Buitenland. Prijs f 0.75. Beide uitgaven van *J. J. Romen & Zn.*, Roermond, 1927.
 Mr. *J. van Kan*: Inleiding tot de Rechtswetenschap, derde druk. Prijs gebonden f 1.90.
 Uitgave van *De Erven F. Bohn*, Haarlem, 1927.