

RISICO-OVERDRACHT BIJ DE FINANCIERING VAN NAAMLOZE VENNOOTSCHAPPEN

door Prof. Dr. B. Pruijt

In een rede over „De economische betekenis der naamlooze vennootschap”¹⁾ welke *Limperg* in 1927 uitsprak voor de Notariële Vereniging te Amsterdam, ontwikkelde hij o.a. de gedachte, dat de economische betekenis van deze rechtsfiguur „is gegrond op het gebruik van de naamlooze vennootschap als bijzonderen vorm van financiering der voortbrenging”. Hij verzet- te zich tegen de al te gemakkelijke gedachtengang, dat de n.v. haar betekenis zou ontleenen aan de mogelijkheid zo „het risico bij het ondernemen te beperken”. Niet aan deze „negatieve verdienste” ontleent de n.v. haar recht van bestaan, doch aan „de positieve diensten, welke zij aan de maatschappelijke voortbrenging bewijst, doordat zij haar technische leiding vrij maakt van de taak der financiering, doordat zij de kapitaalmarkt, het corps der spaarders, den directen toegang tot financiering der productie heeft geopend”. Besparingen gevormd buiten de kringen der persoonlijke ondernemers kunnen dank zij de n.v. vorm in dienst worden gesteld van de productie.

Het was vooral dit financieringsaspect, dat *Limperg* in zijn rede uitwerkte. Hij wees er op, dat de n.v. enerzijds aantrekkelijk was voor hen die als aandeelhouder, als „ondernemende” kapitalisten, vermogen wilden verschaffen, anderzijds aantrekkelijk bleek te zijn voor obligatie-houders, die vermogen verschaffen tegen vergoeding van een vast inkomen. Bij de uitwerking van deze gedachte schonk *Limperg* veel aandacht aan het risico, dat door de verschillende categorieën vermogensverschaffers wordt gelopen. Hij deed dat op een wijze, welke de lezer uit 1959 bij herhaling¹ et later ontwikkelde begrip „risico-overdracht” in de gedachten bracht en hem prikkelde tot nadere overweging van de vraag in hoeverre het aspect van de risico-overdracht bij de financiering van naamloze vennootschappen van zodanig belang is en een zo eigen karakter draagt, dat daaraan althans een verklaringsgrond van betekenis kan worden ontleend voor het vrij ruime gebruik, dat van de rechtsfiguur van de n.v. wordt gemaakt.

Risico-overdracht wordt bij de financiering van een onderneming - in welke rechtsvorm deze ook mag zijn gegoten - tot stand gebracht door het scheppen van een rangorde tussen de verschillende categorieën van vermogensverschaffers.²⁾ Die rangorde kan betrekking hebben op alle voorwaarden, waarop vermogen ter beschikking van de onderneming wordt gesteld. Met name t. v. de aanspraken op rendement en hoofdsom kan op zodanige wijze worden gedifferentieerd, dat sommige vermogensverschaffers risico overdragen op andere vermogensverschaffers. Het totale risico van het in de onderneming werkzame vermogen blijft ongewijzigd, doch de verdeling van het risico over de onderscheiden groepen vermogensverschaffers is door de geschapen rangorde ongelijkmatig geworden.

Het gevolg van de geschetste risico-overdracht is een verruiming van het aanbod van vermogen voor de betrokken onderneming en dus een verlichting van het financieringsprobleem. Zulks is een uitvloeisel van de uiteenlopende wijze, waarop individuele vermogensverschaffers reageren op de risico's en de rendementskansen welke zijn verbonden aan de verschillende vermogenstitels. Zo is het denkbaar, dat een ondernemer, die geen differen-

1) *Bedrijfseconomische Studiën*, pag. 268 e.v.

2) Zie Dr. N. J. Polak, *Enige grondslagen voor de financiering der onderneming II*, pag. 87.

tatie aanbrengt in de voorwaarden, waarop hij vermogen wil aantrekken, een gering aanbod tegenover zich zal vinden, omdat de ene belegger het risico te groot vindt en de andere belegger de rendementskans te klein. Schept hij daarentegen een rangorde tussen twee of meer categorieën vermogensverschaffers, waardoor het risico voor de ene groep wordt verkleind en voor de andere groep vergroot, terwijl de rendementskansen in tegen-gestelde richting worden gedifferentieerd, dan is het zeer wel mogelijk, dat beide beleggers wel geïnteresseerd zullen zijn. Door vermogenstitels aan te bieden met zodanige combinaties van risico's, rendementsaanspraken, aflossingsverplichtingen en aanspraken bij liquidatie, dat aansluiting wordt gevonden bij de verlangens van verschillende categorieën van potentiële vermogensverschaffers, zal de ondernemer zijn financieringsprobleem gemakkelijker tot een oplossing kunnen brengen.

Tot zover is onze uiteenzetting op geen enkele wijze gebonden geweest aan de rechtsvorm welke de onderneming heeft aangenomen. Van een speciale geschiktheid van de n.v. om risico-overdracht toe te passen is nog niet gebleken. Toch is dat wel degelijk het geval. Teneinde zulks aan te tonen is het nodig, dat wij ons een ogenblik verdiepen in de mate waarin risico-overdracht wenselijk en mogelijk is.

Aan de mate waarin risico-overdracht wenselijk en mogelijk is worden grenzen gesteld door degenen, die risico wensen over te dragen - de verschaffers van het bevoorrechte vermogen - en door degenen waarop dat risico wordt overgedragen - de verschaffers van het achtergestelde vermogen -.

Indien wij uitgaan van de redelijke veronderstelling, dat de verschaffers van het bevoorrechte vermogen (bijv. de verstrekkers van een onderhandse lening) een grote mate van zekerheid verlangen, dan kunnen zij niet volstaan met het bedingen van een vaste rente, onafhankelijk van het al dan niet behalen van winst, vaste aflossingen en voorrang bij liquidatie. Zij zullen zich wel degelijk dienen af te vragen of de aldus toegepaste risico-overdracht niet aan betekenis heeft ingeboet, omdat er onvoldoende achtergesteld vermogen is om het risico, dat zij wensen af te wentelen, in hun plaats te dragen. De risico-overdracht beoogt de verschaffers van het bevoorrechte vermogen, die een grote mate van zekerheid verlangen grosso modo te vrijwaren voor een drietal verliezen ³⁾, nl.

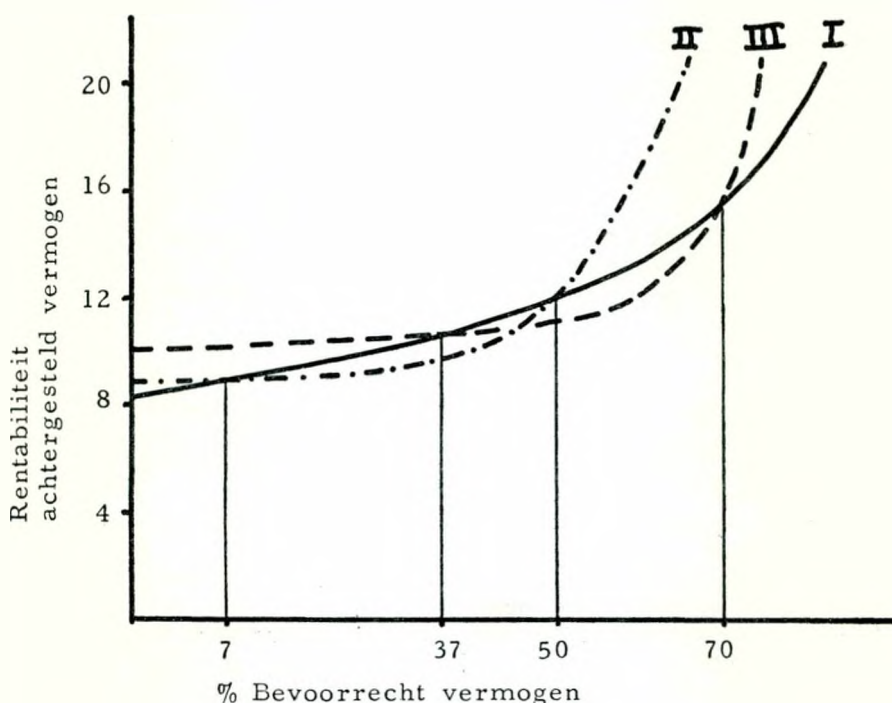
- a. het over een aantal jaren geaccumuleerde verlies, dat kan ontstaan door schommeling van de rentabiliteit binnen redelijkerwijs te verwachten grenzen,
- b. onvoorzienbare, incidentele verliezen,
- c. de bij liquidatie optredende verliezen.

Het gaat hier steeds om bedragen, waaromtrent schattingen zullen moeten worden gemaakt door de verschaffers van het bevoorrechte vermogen. De door hen begeerde risico-overdracht zal immers slechts reële inhoud hebben voor zover het achtergestelde vermogen voldoende omvang heeft om de geschetste verliezen op te vangen. Daarbij moet zelfs met een cumulatie van de drie genoemde factoren worden gerekend, omdat het zeer wel mogelijk is, dat een incidentele verlies van enige omvang optreedt na enige jaren van slechte rentabiliteit en dat als gevolg daarvan liquidatie noodzakelijk wordt.

Uit het voorgaande blijkt, dat de mate waarin risico kan worden overgedragen begrensd wordt door de omstandigheid, dat het totale risico door

³⁾ Zie voor een uitvoeriger bespreking: B. Pruijt, Grenzen voor de risico-overdracht bij de financiering van de onderneming, De Naamloze Vennootschap, september 1952.

de risico-overdracht niet wordt verkleind, doch slechts wordt herverdeeld over de verschillende groepen vermogenverschaffers. Dat blijkt opnieuw, indien wij vervolgens letten op de grens, die de verschaffers van het achtergestelde vermogen zullen stellen aan de risico-overdracht. Over hun gedrag kan met minder stelligheid worden gesproken, dan over dat van de zeer risico-schuwe verschafter van het bevoorrechte vermogen. Wij hebben nu te maken met vermogensverschaffers, die minder afkerig van risico zijn, die wel degelijk grotere risico's durven nemen, mits zij daartoe worden aangeloofd door een zodanig hoge rentabiliteit, dat daarin compensatie wordt gevonden voor het vergrote risico. De risico-premie, welke een belegger verlangt om een bepaald risico te dragen is in hoge mate subjectief bepaald. Het gedrag van de gezamenlijke beleggers is echter door ervaring niet geheel onberekenbaar. Een moeilijkheid blijft echter gelegen in de omstandigheid, dat de wens tot compensatie van een vergroot risico door een verbeterde rentabiliteitskans evenzeer kan leiden tot het verlangen te werken met een relatief groot als met een relatief klein bevoorrecht vermogen. In het eerste geval wordt immers de risico-premie groot, in het tweede geval blijft het risico betrekkelijk klein. Deze tweeslachtigheid komt duidelijk tot uiting, indien wij e.e.a. illustreren met behulp van onderstaande grafiek.



In deze grafiek is in de eerste plaats aangegeven hoe de rentabiliteit van het achtergestelde vermogen toeneemt, indien een onderneming met een ondernemingsrentabiliteit van 8 % wordt gefinancierd met verschillende percentages bevoorrecht vermogen, dat tegen een vaste rente van 4 %

wordt aangetrokken (curve I). Voorts is door middel van de curven II en III aangegeven welke rentabiliteit twee individuele beleggers verlangen, indien zij achtergesteld vermogen zouden verschaffen. Uit het stijgend verloop van deze curven blijkt hun toenemende afkeer tegen groter wordende risico's. Slechts voor zover de curve van hun rentabiliteitseis ligt beneden de blijkens curve I te verwachten rentabiliteit, zullen zij tot deelname bereid zijn. De zône waarin zulks het geval is kan vrij groot zijn, vandaar de geconstateerde tweeslachtigheid. Zo loopt die zône voor belegger II van 7 tot 50 % en voor belegger III van 37 tot 70 % bevoorrecht vermogen. Dit alles neemt niet weg, dat iedere potentiële verschaffer van achtergesteld vermogen ergens een grens trekt t.a.v. de hoeveelheid bevoorrecht vermogen, die hij nog acceptabel acht, omdat anders de risico-last hem te zwaar wordt in verhouding tot zijn rendementskansen. Voor de gezamenlijke potentiële verschaffers van dat achtergestelde vermogen geldt hetzelfde.

Zo blijken beide categorieën vermogensverschaffers grenzen te stellen aan de mate, waarin risico-overdracht kan worden toegepast. Een gecompileerd krachtenspel zal op de feitelijke financiële structuur invloed uitoefenen.

In hoeverre kan uit het voorgaande nu een speciale geschiktheid van ondernemingen in n.v. vorm worden afgeleid om risico-overdracht toe te passen? Het komt mij voor, dat voor deze bijzondere geschiktheid langs twee lijnen argumenten kunnen worden aangevoerd.

Bezien vanuit de gezichtshoek van degenen, die risico wensen over te dragen, wordt, zoals wij zagen, de omvang waarin zulks mogelijk is in belangrijke mate beheerst door het bedrag aan achtergesteld vermogen, waarover de onderneming de beschikking kan krijgen. Vanzelfsprekend is het daarbij van het grootste belang, of het achtergestelde vermogen duurzaam ter beschikking van de onderneming staat en niet te eniger tijd - en dan wellicht te onlegenertijd - kan worden teruggetrokken. In deze beide opzichten onderscheidt de n.v. zich gunstig van andere rechtsvormen. De beperking van de aansprakelijkheid van de aandeelhouders tot het bedrag van hun deelname en de gemakkelijke overdraagbaarheid van de aandelen heeft er veel toe bijgedragen, dat het achtergestelde vermogen bij naamloze vennootschappen uit brede kring kon worden bijeengebracht. Geen andere ondernemingsvorm biedt zo goed de gelegenheid tot het bijeenbrengen van risico-dragend vermogen in zo grote omvang als nodig is om de risico-overdracht, die het bevoorrechte vermogen wenst, tot realiteit te maken. Dat geldt ook voor de besloten n.v.'s, die in ons land nog altijd de overgrote meerderheid vormen. Het benodigde vermogen is daar veelal aanmerkelijk kleiner dan bij de open n.v.'s het geval is, doch dat tast onze stelling niet aan, omdat deze slechts slaat op de verhouding tussen de beide soorten vermogen en niet op hun absolute grootte.

En wat het duurzaam ter beschikking van de onderneming staan van het achtergestelde vermogen betreft is de n.v. vorm eveneens verre superieur boven de persoonlijke ondernemingsvormen, waar het lot van het vermogen te zeer gekoppeld is aan het lot van de eigenaars.

De tweede lijn, waarlangs de speciale geschiktheid van de n.v. vorm voor het toepassen van risico-overdracht kan worden aangetoond, voert naar degenen waarop risico wordt overgedragen, de verschaffers van het achtergestelde vermogen. Voor hen werd de grens van de risico-overdracht gevonden door de afweging van vergroot risico tegen gestegen rentabiliteitskansen. De beperking van de aansprakelijkheid tot het bedrag van hun deel-

name en de gemakkelijke overdraagbaarheid van de aandelen betekenen een grote verlichting van het risico vergeleken bij andere ondernemingsvormen, waarbij eigenaars of vennoten met hun gehele vermogen aansprakelijk zijn. Door dit gunstiger uitgangspunt is ruimte vrij gekomen voor een verdergaande risico-overname.

Doordat de beide lijnen, waarlangs de speciale geschiktheid van de n.v. vorm voor het toepassen van risico-overdracht kon worden aangetoond elkaar wederkerig ondersteunen - beide groepen vermogensverschaffers wensen een achtergesteld vermogen van adequate omvang, dat bij de n.v. vorm gemakkelijker te verkrijgen is dan bij andere rechtsvormen - kan veilig worden gesteld, dat de n.v. zich in dit opzicht meer dan gradueel van de persoonlijke ondernemingsvormen onderscheidt. Daar voorts werd aangetoond, dat het gevolg van risico-overdracht is een verruiming van het aanbod van vermogen voor de betrokken onderneming, betekent dit tevens een meer dan graduele verlichting van het financieringsprobleem.

Limperg's stelling, dat de economische betekenis van de n.v. „is gegrond op het gebruik van de naamlooze vennootschap als bijzonderen vorm van financiering der voortbrenging”, blijkt zo te worden gesteund door het - mede op het gezichtspunt van de risico-overdracht gebaseerde - beleggers-gedrag.