

LITERATUUR

WEERSTANDSVERMOGEN EN OPTIMALE FINANCIËLE STRUCTUUR BIJ TÖNDURY-GSELL

door Dr A. I. Diepenhorst

De optimale financiële structuur vormt een compromis tussen elasticiteit, weerstandsvermogen en rendabiliteit. Daarom is het financieringsvraagstuk niet terug te brengen tot de betrekkelijk eenvoudige categoriën van maximalisatie (van elasticiteit, of van weerstandsvermogen of van rendabiliteit) en van minimalisatie (van kosten). Het gaat om de optimale verhouding tussen de drie in het compromis begrepen factoren, en deze optimale verhouding verschilt naar plaats, naar tijd en naar persoonlijk inzicht. Iedere poging om tot een universele quantitative oplossing van het financieringsvraagstuk te geraken is daarom bij voorbaat tot mislukking gedoemd.

Intussen is kennis nemen van zulk een poging allerminst verspilde tijd; dikwijls leert men van mislukkingen het meest. Door de krampachtige pogingen gade te slaan om te quantificeren wat niet voor quantificatie vatbaar is, krijgt men soms een verhelderend beeld van kwalitatieve samenhangen.

Het is op grond hiervan, dat wij in dit opstel de aandacht vragen voor Töndury-Gsell's *Finanzierungen* ¹⁾; een boek, dat overigens weinig attractief is vanwege de buitengewoon slordige opzet. Dit boek is een „naslagwerk” in die zin, dat men op bijkans iedere bladzijde middels voetnoten naar een andere bladzijde wordt verwezen, die de lezer wederom elders verwijst. Volgt men deze directieven getrouw, dan valt op, hoe dikwijls de formuleringen tegenstrijdig zijn, of plotseling een geheel ander accent dragen. Dit alles maakt het doorwerken practisch tot een reconstrueren van het boek, waartoe niet ieder de tijd en de lust zal hebben en waarvan de resultaten het moeizame leg-puzzle werk slechts zelden lonen. De weergave van Gsell's inzichten moet daarom een uitgesproken synthetisch karakter dragen, en het zal geen enkele lezer moeilijk vallen om tegen vele van de in deze weergave opgenomen thesen een of meer antithesen, die óók bij Gsell staan, te stellen. Toch verdenke men ons op grond van dergelijke bevindingen niet van een eigenzinnige interpretatie van Gsell's opvattingen; zoveel mogelijk is gestreefd naar een objectieve weergave daarvan.

Bij zijn analyse van de vermogensbehoefte onderscheidt Gsell vanuit het gezichtspunt van de omlooptijd van het vermogen drie kapitaalscategorieën, te weten het vaste kapitaal, dat niet of slechts geleidelijk gereproduceerd wordt, een speciale vorm van het vaste kapitaal, namelijk de deelneming in andere bedrijfshuishoudingen en tenslotte het vlottende kapitaal. Intussen staan sommige bestanddelen van dit vlottende kapitaal, met name de z.g. „ijzeren voorraden” wat hun aard en hun betekenis betreft, zeer dicht bij het vaste kapitaal.

Een tweede gezichtspunt van waaruit een indeling wordt gegeven is dat van de waardevastheid. Op grond hiervan zijn tegenover elkaar te stellen het waarde vaste kapitaal en het riskante kapitaal. Aantasting van de waarde van dit riskante kapitaal kan zijn oorzaak vinden in waarde daling ten gevolge van exogene krachten als economische slijtage en het

¹⁾ H. Töndury en E. Gsell, *Finanzierungen*, Das Kapital in der Betriebswirtschaft, Zürich 1948, IV, 379 pag. Dit boek is geschreven door Gsell aan de hand van aantekeningen die de in 1938 overleden Töndury had opgesteld.

ongecompenseerd toenemen van schulden (schadevergoeding en opvoeren van gegeven garanties e.d.).

Combinatie van deze twee gezichtspunten zou tot een zes-deling leiden, maar Gsell weet deze tot een vier-deling terug te brengen door het riskante kapitaal tot een verzamelpost van vast, deelname- en vlottend kapitaal te maken. Zo ontstaat de volgende indeling:

1. vast kapitaal.
2. deelname-kapitaal.
3. vlottend kapitaal.
4. riskant kapitaal.

Vervolgens worden de vermogensvormen nader beschouwd, waarbij allereerst vanuit het gezichtspunt van de termijnen wordt onderscheiden tussen het permanent, het langdurig tijdelijk en het kortstondig tijdelijk ter beschikking gestelde vermogen. Daarop volgt wederom een indeling op basis van de waardevastheid tussen het niet-risicodragende en het risicodragende vermogen. De eerstgenoemde categorie is onderworpen aan een nauw omschreven terugbetalingsverplichting. Teneinde deze verplichting ter bestemde tijd te kunnen nakomen, zal dit vermogen niet in gerisikeerd kapitaal mogen worden belegd. Het zal geen risico mogen dragen en het dient daarom als niet-risicodragend te worden aangemerkt.

Het risicodragende vermogen kan, mits aangehouden in de vorm van reserve-activa, dienstig worden gemaakt aan het weerstandsvermogen van de bedrijfshuishouding tegen de eventualiteit, dat het riskante kapitaal in waarde daalt of dat ongecompenseerde schulden ontstaan. Hier is sprake van garantie-vermogen.

Daarnaast bestaat de mogelijkheid, dat het risicodragende vermogen het riskante kapitaal in zijn geheel financiert en zo bewerkstelligt dat het niet-riskantekapitaal ook steeds door niet-risicodragend vermogen ten volle is gedekt. Onder deze omstandigheden wil Gsell van dekkingsvermogen spreken. Ook deze beide indelingen worden weer gecombineerd door het risicodragende vermogen tot een verzamelpost te maken met als resultaat de indeling in:

1. permanent vermogen
2. langdurig tijdelijk vermogen
3. kortstondig tijdelijk vermogen
4. risicodragend vermogen.

Het uitgangspunt voor de financiering vormt voor Gsell de overeenstemming tussen de omlooptijd van de kapitaalgoederen, dus de termijn van de afzonderlijke vermogensbehoeften en de termijnen gedurende welke het aangetrokken vermogen ter beschikking staat. De hier ontwikkelde grondslag is een minimum-eis; de beschikbaarheidsduur kan groter zijn dan de omlooptijd, zonder dat tegen de regel wordt gezondigd. Toch zou financiering uitsluitend met permanent vermogen irrationeel zijn, omdat een dergelijke financiering niet met de geformuleerde grondslag in overeenstemming is en voorts omdat permanent vermogen steeds risicodragend vermogen is, dat, waar het twee functies vervult, relatief duur zal zijn en zo de financieringskosten in het gestelde geval onnodig zou verhogen.

Bij een overeenstemming tussen omlooptijd en termijn heeft het vermogen na de reproductie in geld zijn plicht vervuld. Wanneer na de terugbetaling ook de vermogensbehoefte zich opnieuw voordoet, dan verandert

deze omstandigheid in principe niets aan de juistheid van een dergelijke financiering. In dit geval dient opnieuw vermogen voor deze vernieuwde vermogensbehoefte te worden aangetrokken. Op deze wijze, aldus Gsell, wordt de bedrijfshuishouding voor storingen in haar productieproces gevrijwaard; de liquiditeit wordt ten volle verzekerd. Bovendien beschermt ze zich tegen de verspilling, gelegen in de aanwezigheid van een vermogen, dat niet volledig onder spanning staat. Dat men zich bij een dergelijke financiering steeds aan het ogenblikkelijke kostenniveau van het vermogen moet aanpassen, doet aan dit alles niets af. Omzeilt men deze noodzaak, zodat men bij vervanging niet naar nieuwe financieringsmiddelen behoeft om te zien, dan bestaat de mogelijkheid van een voordeel met betrekking tot de financieringskosten. Maar evenzeer bestaat hier een kans op nadeel! Neemt men nu de kans op voordeel even groot als die op nadeel, dan blijft de verspilling, die in de overvloed van vermogen ligt, ongecompenseerd, zodat ze de balans doet doorslaan. Bij het zoeken naar vermogen met een termijn overeenkomende met de omlooptijd doet zich echter een grote moeilijkheid voor. Permanent vermogen is praktisch uitsluitend te verkrijgen in de vorm van risicodragend vermogen. Deze laatste eigenschap is hier echter overbodig. Het geriskeerde kapitaal wordt immers apart gefinancierd. Dientengevolge leidt het financieren van een permanente vermogensbehoefte met permanent vermogen tot hogere kosten. Men moet een risico-premie aan de verschaffers geven, zonder dat ze in feite risico dragen. Financiering met langdurig tijdelijk vermogen, dat wel als niet-risicodragend vermogen op te nemen is, verlaagt deze kosten, maar dit vermogen is aan een bepaalde terugbetalingsdatum gebonden. De enige mogelijkheid om deze verplichting na te komen, ligt in de liquidatie van het betreffende actief. Daarvoor bestaat in het algemeen een eigen markt, zodat men niet met grote verliezen zal hebben te rekenen, tenzij het om zeer gespecialiseerde activa gaat. Intussen legt een dergelijke partiële liquidatie het productieproces lam. Gsell wil dit bezwaar echter niet te sterk doen gelden. Het kostenvoordeel is onbetwistbaar, en het langdurig tijdelijk vermogen kan door het goed renderende bedrijf steeds „opgefrist” worden door conversie of nieuwe opname. Staat het bedrijf er minder gunstig voor, dan wordt men daar nog eens speciaal bij bepaald. Zijn de oorzaken voor de minder gunstige ontwikkeling uit de weg te ruimen, dan staat niets conversie in de weg. In het andere geval zouden de financieringskosten zo hoog worden, dat van nieuwe opname moet worden afgezien, en de opheffing van het bedrijf onder ogen dient te worden gezien. Het loslaten van de belangrijkste grondslag voor de financiering, die van overeenstemming tussen omlooptijd en termijnen, behoeft bij de permanente vermogensbehoefte dus geen ongewenste gevolgen met zich mede te slepen. Om eventuele overbruggingsmoeilijkheden uit de weg te gaan, kan men bovendien combineren: men kan een deel van de permanente vermogensbehoefte met permanent en het resterende, meestal het grootste deel, met langdurig tijdelijk vermogen financieren. Dit verlaagt weliswaar de rendabiliteit, maar geeft enige speelruimte bij het aantrekken van nieuw vermogen.

In aansluiting bij wat reeds terloops bij de behandeling van het risicodragend vermogen naar voren kwam, onderscheidt Gsell thans twee typen van financiering, namelijk de minimale en de optimale financiering. Bij de minimale financiering fungeert het risicodragende vermogen als dekking tegenover de verschaffers van het niet-risicodragende vermogen.

Het wordt geïnvesteerd in het geriskeerde kapitaal. Ter dekking tegenover plotseling ontstaande schulden dient bovendien nog een deel in het niet-geriskeerde kapitaal te worden geïnvesteerd. Een afzonderlijk garantievermogen in de werkelijke zin des woords ontbreekt hier dus. Elders schijnt Gsell dit hier toch noodzakelijk te achten en wel als voorzorgsmaatregel tegen de zo juist genoemde plotseling optredende schulden. Dan is dit vermogen uiteraard niet geïnvesteerd in het waardevaste gedeelte van een groep productiemiddelen; het wordt in de vorm van reserve-activa aangehouden.

Van optimale financiering is sprake, wanneer risicodragend vermogen suppletoir gereed staat om bij het uitvallen van geriskeerd kapitaal voor vervanging zorg te dragen, zodat de productiecapaciteit in stand kan worden gehouden. Het risicodragende vermogen fungeert hier als garantievermogen en is niet in de voor het productieproces benodigde kapitaalgoederen geïnvesteerd.

Bij deze optimale financiering is het niet meer nodig voor elk van de kapitaalcomponenten risicodragend vermogen aan te trekken ter grootte van hun riskant beschouwde gedeelte. Al het vaste en al het vlottende kapitaal moet met niet-risicodragend vermogen gefinancierd worden en slechts de som van de geriskeerde delen vereist de aanwezigheid van een risicodragend vermogen.

Intussen dient ook bij het aantrekken van dit risicodragende vermogen op de termijn van de garantie-behoefte gelet te worden. Langdurig tijdelijke vermogensbehoefte leidt bijvoorbeeld tot langdurig tijdelijke behoefte aan garantievermogen, en zo gaan kortstondig tijdelijke vermogensbehoeften met behoeften aan kortstondig tijdelijk garantie-vermogen gepaard. Om praktische redenen, die reeds werden aangestipt, zal meestal garantie-vermogen met te lange looptijd moeten worden aangetrokken, omdat risicodragend vermogen practisch met eigen, dus permanent, vermogen samenvalt. Waar echter garantie-vermogen hier noodzakelijk is en de kosten hiervan in het kader van de totale financieringskosten een relatief geringe rol spelen, is tegen dergelijke te ruime termijnen weinig bezwaar in te brengen.

Op grond van het voorafgaande stelt Gsell thans de volgende regels op:

1. het vaste, niet gereproduceerd wordende kapitaal moet, bij gebrek aan permanent en toch niet-risicodragend vermogen, gefinancierd worden met permanent, risicodragend vermogen (minimale financiering) of liever met langdurig tijdelijk, niet-risicodragend vermogen, waarbij voor het geriskeerde deel permanent risicodragend vermogen suppletoir ter beschikking moet staan (optimale financiering).
2. Het vaste, geleidelijk gereproduceerd wordende kapitaal moet voor het niet geriskeerde gedeelte met langdurig tijdelijk, niet-risicodragend vermogen worden gefinancierd, en voor het geriskeerde deel met risicodragend (en onvermijdelijk veelal ook permanent) vermogen (minimum financiering). Voorkeur verdient echter de financiering met uitsluitend langdurig tijdelijk niet-risicodragend vermogen, terwijl voor het riskante deel daarnaast garantie-vermogen (noodgedwongen veelal permanent) suppletoir ter beschikking staat (optimale financiering).
3. het deelnemingskapitaal moet, al naar zijn aard, gefinancierd worden als sub 1 of sub 2 is aangegeven.
4. het vlottende kapitaal moet gesplitst worden in ijzeren voorraden, discontinu gereproduceerde activa, en spitsen, waarbij de discontinui-

teit nog groter is. De ijzeren voorraden dienen gefinancierd te worden als sub 1 is aangegeven. Voor de beide andere groepen is de financiering als sub 2 aangegeven de beste, met dien verstande, dat in plaats van langdurig tijdelijk hier kortstondig tijdelijk vermogen moet worden aangetrokken.

Naast de in deze regels genoemde minimale en optimale financiering spreekt Gsell ook nog over de maximale en de gecombineerde financiering.

De maximale financiering onderscheidt zich van de minimale financiering hierin, dat naast het risicodragend vermogen, dat in het riskante kapitaal is geïnvesteerd, een garantie-vermogen wordt aangehouden, ter grootte van het totale geriskeerde kapitaal. Hier is dus sprake van een dubbele voorziening met permanent risicodragend vermogen.

Bij de gecombineerde financiering spelen rendabiliteitsoverwegingen een rol. Ze vormt een correctie op de optimale financiering, waar deze zo hoge vaste lasten met zich mede zou brengen, dat daaruit voor het bedrijf moeilijkheden zouden kunnen voortvloeien. Om deze te voorkomen, dient ten hoogste zoveel langdurig tijdelijk, vaste rente dragend, niet-risico-dragend vermogen te worden aangetrokken, dat de daaraan verbonden vaste rente-last ook in de jaren met het geringste bruto-inkomen kan worden gedragen. De eventueel dan openvallende plaats moet door permanent, risico-dragend en niet vaste rente dragend vermogen worden gevuld. Het garantievermogen kan dan verlaagd worden met een bedrag gelijk aan dat van het in riskant kapitaal geïnvesteerde vermogen, dat dus voor dit deel als dekkingsvermogen fungeert.

In het schema op pag. 170 is getracht de door Gsell beschreven financiële structuren zo eenvoudig en zo scherp mogelijk tegenover elkaar te stellen. Bij de minimale financiering ziet men duidelijk het permanente vermogen beperkt tot de dekkingsfunctie. Of het waarde vaste kapitaal met permanent vermogen moet worden gefinancierd, dan wel met langdurig tijdelijk, in welk geval een garantie-vermogen voor de eventuele ongecompenseerde schulden eis wordt, valt zoals eerder betoogd niet met zekerheid uit Gsell's betoog af te leiden. Daarom zijn in het schema beide mogelijkheden opgenomen. Bij de maximale financiering valt op de „dubbele bezetting” met permanent vermogen. Achter de „waker” van het garantievermogen ligt de „slaper” van het dekkingsvermogen. De optimale financiering toont dat alleen vreemd vermogen in het productieproces is geïnvesteerd. Het garantie-vermogen is paraat om op bedreigde punten in te springen. De definitieve gecombineerde financiering toont de vervanging op grond van rendabiliteitsoverwegingen van een (willekeurig gekozen) deel van het bij de optimale financiering riskant kapitaal financierende langdurig tijdelijke vermogen door permanent risicodragend vermogen. Het garantie-kapitaal is met dit bedrag verminderd. Op te merken valt tenslotte nog, dat Gsell voor de financiering van het garantie-kapitaal de vorm van het nog te storten eigen vermogen schijnt te prefereren. De reserveactiva worden dus gevormd door vorderingen.

Wanneer men bovenstaand door ons geboden exposé met de tekst van Gsell vergelijkt, zal duidelijk blijken, dat wij ons menige vrijheid hebben veroorloofd. Men mene echter niet, dat dit lichtvaardig is geschied. Integendeel, elk van deze vrijheden is resultaat van nauwgezet vergelijkend onderzoek, waarbij wij getracht hebben een voortdurend met zichzelf in

tegenspraak komende analyse zoveel mogelijk recht te trekken, om haar strekking te doen uitkomen, los van de verwarde formulering. Daarbij is het ons, zoals de lezer gebleken zal zijn, niet gelukt alle knopen te ontwarren, met name niet die van de overeenstemming tussen omlooptijd en termijn, die nu weer eens als onwankelbare grondslag, dan weer als minimum voorwaarde en dan weer als abstract ideaal naar voren komt. Waar wij zoveel mogelijkheden tot critiek zorgvuldig hebben willen omzeilen, zullen we ook dit onomzeilbare punt niet meer aandacht schenken dan strikt noodzakelijk is. Het gaat ons om de financiële structuur welke Gsell bepleit, en niet om zijn pleitrede. Deze laatste doen zijn zaak meer kwaad dan goed. Daarom zullen wij ons bij onze critische aantekeningen zoveel mogelijk bepalen tot die punten van de analyse, welke voor het resultaat, de optimale financiële structuur, van betekenis zijn.

Allereerst dient dan te worden geconstateerd, dat Gsell aan de invloed van de continuïteit van de productie onvoldoende aandacht heeft besteed. De kringloopgedachte leeft zonder twijfel bij hem; men denke slechts aan zijn indeling van het kapitaal op grond van de omlooptijd van het geïnvesteerde vermogen. Dat deze kringloop zich echter als een stroom realiseert, onderkent hij slechts ten dele. Bij het vlottende kapitaal onderscheidt hij wel tussen wat hij noemt de ijzeren voorraden, de discontinue vergrotingen en de spitsen. Dat de continuïteit echter ook voor het geleidelijk gereproduceerde kapitaal van betekenis is, wordt echter niet door hem gezien. Dit is overigens gemakkelijk te verklaren. Hier zal de continuïteit gepaard moeten gaan met diversiteit, wil ook hier een constante kern, vergelijkbaar met een ijzeren voorraad ontstaan. Het verschijnsel van de diversiteit is Gsell echter volkomen voorbijgegaan. Zijn morphologie van de vermogensbehoefte draagt dientengevolge een sterk atomistisch karakter. Waar hij echter bij een optimale financiële structuur zowel een constante kern als een langzaam dalende vermogensbehoefte met langdurig tijdelijk vermogen wil financieren, maakt deze negatie voor hem geen verliespunt uit.

Hoewel intussen bij de ijzeren voorraden de diversiteit wel mede spreekt, kiest hij hier toch een integrale financiering met tijdelijk vermogen. Wij zijn van mening, dat de onzekerheden inzake de vermogensvoorziening hier toch wel te licht worden geteld. Wanneer het langdurig tijdelijk vermogen geleidelijk moet worden afgelost, ontstaan niet geringe praktische bezwaren. Wanneer echter aflossing ineens is gecontracteerd, kunnen die bezwaren nog groter zijn. Toegegeven moet worden, dat het garantie-vermogen hier uitkomst kan brengen, al lijken ons daarbij de praktische bezwaren evenmin te verwaarlozen. Dat dergelijke moeilijkheden een opfrisser aan de financiële structuur zouden geven of tot ernstige bezinning inzake het voortzetten van het bedrijf zouden leiden, komt ons tamelijk gezocht voor.

Het korte vermogen neemt bij de financiering wel een zeer geringe plaats in; voor de elasticiteit in de vermogensvoorziening, met name voor de aanpassing naar beneden komt het ons te gering voor.

Aan de kosten van de verschillende vermogensvormen schenkt Gsell uiterst geringe aandacht. Ze komen even ter sprake bij de rendabiliteits-overwegingen, die tot de definitieve gecombineerde financiering kunnen leiden. Zo bezien vormen de kosten dus een aanleiding tot correctie, daar waar de rendabiliteit het ideaal imaginair maakt. De kosten als mede-determinanten van het keuzevraagstuk met betrekking tot de verschillende vermogensvormen spelen bij Gsell geen rol. Zijn ideaal schijnt zo absoluut,

dat nergens keuze wordt gelaten. Dat voor de discontinue vermogensbehoeften, de spitsen, de langdurig tijdelijke vermogensbehoeften in hun continuïteit en diversiteit bezien het permanente vermogen geringer kosten en dus groter rendabiliteit kunnen bewerkstelligen dan bij financiering met vreemd vermogen te bereiken valt, ook omdat dit dikwijls meer reserve-activa vereist, gaat geheel aan hem voorbij.

Waar Gsell verder nog met het kostenvraagstuk rekening wil houden, komt hij tot zeer tegenstrijdige conclusies. De niet-gereproduceerde activa, die een permanente vermogensbehoefte scheppen, wil hij op grond van kostenoverwegingen en de bijkomende oprisingsmogelijkheid met langdurig tijdelijk vermogen financieren. Hier geven de kosten de doorslag. Wanneer hij later bij zijn bespreking van de samenstelling van het garantievermogen de onmogelijkheid om langdurig tijdelijk risicodragend vermogen aan te trekken betreurt, troost hij zich direct met de uitspraak, dat de kostenverhoging, verbonden aan het aantrekken van permanent vermogen maar een geringe rol zou spelen.

Merkwaardig doet ook aan, dat Gsell concludeert tot een hogere prijs van het eigen vermogen, omdat dit twee functies zou kunnen vervullen. Deze gedachtensprong van ambivalentie, dus van objectieve gebruikswaarde naar prijs, dus objectieve ruilwaarde, komt ons onverantwoord voor. Bovendien moet vastgesteld, dat Gsell hier blijkbaar uitgaat van de gedachte, dat er maar één vorm van risicodragend vermogen bestaat, waarvan het risico per gulden volkomen constant is en waarvoor dus ook slechts één prijs geldt. Wij komen hierop aanstonds in ander verband nog even terug, want de hier manifeste blindheid voor gradaties vormt het hoofdbezwaar tegen Gsell's optimale financiële structuur.

Men kan zich trouwens afvragen, waarop dat etiket van optimaal in feite is gebaseerd. Zonder twijfel bezit deze structuur het nodige weerstandsvermogen. Het garantievermogen neemt een belangrijke plaats in. De bedrijfshuishouding zal dit weerstandsvermogen echter ook ter dege nodig hebben, waar het gehele productieproces met tijdelijk, vaste rente dragend vermogen is gefinancierd. Het is zeer de vraag, of de kostenbesparing, die daar volgens Gsell in gelegen is, de door het garantievermogen veroorzaakte druk op de rendabiliteit wel compenseert. Wil men echter van een optimum kunnen spreken, dan is het noodzakelijk aan te tonen, dat iedere afwijking van wat als optimaal beschouwd wordt, nadelig is. Hier blijft Gsell in gebreke. Een geringer weerstandsvermogen zou de rendabiliteit doen stijgen, maar Gsell toont niet aan, dat de aldus vergrote winsten, die tot uitkering gebracht kunnen worden of voor reservering in aanmerking komen, in geen verhouding staan tot de grotere onzekerheid welke ondernemers hierdoor op hun schouders nemen. En waarom zou men het weerstandsvermogen nog niet verder opvoeren, wanneer de rendabiliteit dat toelaat? Zo moet worden vastgesteld, dat de optimaliteit van Gsell's optimum volkomen in de lucht hangt.

Het garantievermogen dient volgens Gsell te bestaan uit niet gestort permanent vermogen. De grote technische bezwaren, welke hieraan zijn verbonden, behoeven wij hier niet in het licht te stellen. Wanneer bij de financiering het niet-volgestorte aandeel het gewone aandeel practisch geheel gaat vervangen, wat het geval zal zijn, wanneer de optimale financiële structuur door alle N.V.'s wordt nagestreefd, betekent dit ons inziens de doodsteek voor de plaatsvervangende ruil en daarmee waarschijnlijk voor de N.V. als ondernemingsvorm.

Tenslotte dan nog enkele opmerkingen over de bepaling van de grootte

van het benodigde garantie-kapitaal. Gsell voelt hier bij elk der kapitaals-categorieën het Salomons oordeel tussen waardevast en riskant gedeelte. Hij ontveinst zich geenszins dat dit oordeel moeilijk is, maar hij eist niettemin dat het geveld wordt en zijn gehele optimale financiële structuur is op dit oordeel gebaseerd. Op te merken valt, hoe Gsell ook hier geen oog schijnt te hebben voor de diversiteit, welke ook ten aanzien van de risico's kan worden opgemerkt. Erger is volgens ons echter, dat hij in het risico geen enkele gradatie bespeurt of althans van betekenis acht. Er is bij hem sprake van een „entweder - oder”. Iets is waardevast, en zo daar maar iets aan ontbreekt, is het riskant. Dat dit risico zeer gering of buitengewoon groot kan zijn, speelt voor hem geen rol. Is er slechts een spootje van risico, dan eist toch dit geriskeerde kapitaal een corresponderend garantie-vermogen.

Hier zien we dus dezelfde gradatie-blindheid, die Gsell tot zijn uniform vermogensrisico brengt. Of het gaat om een hoogst riskante, speculatieve voorraad of om een duurzaam productiemiddel, dat wellicht over enkele jaren door een nieuwe uitvinding zijn waarde zal verliezen, voor de bepaling van het weerstandsvermogen acht Gsell dit verschil niet. Daarom moeten wij tot onze spijt vaststellen, dat hier niet gequantificeerd wordt, maar slechts volkomen ongelijksoortige grootheden in de letterlijke zin des woords „in één pot worden gegooid”. Ieder risico heeft twee dimensies: de waarde van wat geriskeerd wordt en de mate waarin het geriskeerd wordt. Ziet Gsell bij de bepaling van het eerste moeilijkheden, de werkelijke moeilijkheden voor de praktische bepaling van het nodig te achten weerstandsvermogen liggen bij het tweede. Slechts een vergelijking tussen de grootte van de te aanvaarden onzekerheid en de grootte van de daardoor te realiseren winst vormt de grondslag voor de disposities van de ondernemer, ook met betrekking tot de financiële structuur en haar weerstandsvermogen.

vlootend kapitaal	spitsen en dis- continuïteiten	riskant	
		waarde- vast	
	ijzeren voor- raden	riskant	
		waarde- vast	
deelnemend kapitaal		riskant	
		waarde- vast	
vast kapitaal		riskant	
		waarde- vast	
garantie- kapitaal		eventuele ongecompenseerde schulden	
		riskant	

p: permanent, risicodragend vermogen
 l: langdurig tijdelijk, niet-risicodragend vermogen
 k: kortstondig tijdelijk, niet-risicodragend vermogen

minimale financiering	maximale financiering	optimale financiering	definitieve ge- combineerde financiering
p	p	l	l
k	k	k	k
p	p	l	l
l	l	l	l
p	p	l	l
l	l	l	l
p	p	l	l
l of p?	l	l	l
p?	p	p	p
	p	p	p
	p	p	p
	p	p	p