

Garantievermogen

Prof. Dr. Th. M. Scholten

Frentrop heeft mijn naam ter sprake gebracht in verband met de zogenaamde junkbonds¹. Hij deed dat op een voor mij sympathieke wijze door de overeenkomsten aan te geven tussen de in 1972 en 1973 onder de naam surplusobligaties in Nederland geïntroduceerde achtergestelde leningen en de later in de Verenigde Staten ontwikkelde junkbonds. Die parallel is er. Niettemin voel ik mij in geen enkel opzicht 'erkend' door de fenomenale opkomst van de junkbonds in de Amerikaanse financiële wereld, noch ook verantwoordelijk voor de misgrepen die er in de laatste jaren mee gepleegd werden. Fentrop heeft dit trouwens ook niet gezegd, noch ook maar gesuggered. Op het zakelijk verband tussen deze leningtypes kom ik aan het eind van dit artikel nog terug.

Aan het begin van de jaren zeventig stonden wij bij SHV – ook toen al een van de grote Nederlandse multinationals – voor een interessant probleem². Er waren groeiambities en groeikansen. Een uitbreiding van de financiële ruimte met vreemd vermogen was zeker mogelijk en was uit rentabiliteitsoverwegingen ook aantrekkelijk, vanwege de bekende aftrekbaarheid van de rente. Er was echter ook een uitgesproken voorkeur voor het behoud van solide (financiële) balansverhoudingen. Aan een echt opengaan bestond bij deze familievennootschap geen behoefte, omdat de verbinding tussen (groot)aandeelhouderschap en zeggenschap altijd als een vanzelfsprekende was beleefd en er voor het delen van de zeggenschap met 'derden', met nieuwe, niet-familie aandeelhouders geen belangstelling bestond. Nieuw eigen vermogen binnenhalen door een formeel open gaan c.q. via een aandelenemissie ter beurse en tegelijk, via een constructie, de invloed van de nieuwe aandeelhouders reduceren – een niet onbekende figuur in vennootschapsland – werd door de familie niet 'chique' geacht³. Het hier kort aangeduide

dilemma leidde toen tot de uitgifte van een bijzonder type achtergestelde lening.

Eigen en vreemd vermogen

In de scontro-vorm wordt, in Nederland, aan de rechterkant van de balans het vermogen vermeld. Traditioneel wordt dit vermogen ingedeeld in eigen vermogen en vreemd vermogen. Deze beide vermogenscomponenten worden in hun samenstellende bestanddelen aangegeven. Daarbij worden in het eigen vermogen, zoals bekend, naast het aandelenkapitaal, de verschillende vormen c.q. soorten van reserves genoemd en worden de onderscheiden vormen van vreemd vermogen doorgaans nog weer ingedeeld in tenminste twee groepen: de korte en de lange vormen van vreemd vermogen. De jaarrekening dient om inzicht te geven in de liquiditeit, rentabiliteit en solvabiliteit van de onderneming. Die doelstellingen kunnen met behulp van de jaarrekening slechts ten dele worden gehonoreerd. Met name voor het inzicht in de liquiditeit zijn andere instrumenten beter geschikt⁴. Het komt mij voor dat de indelingen aan de creditzijde van de balans vooral van belang zijn voor het inzicht in de *solvabiliteit* van de onderneming.

Op dit punt lijkt het goed het door mij gehanteerde begrip solvabiliteit nader toe te lichten, ook in relatie met het begrip liquiditeit. Om met dit laatste te beginnen: liquiditeit is het vermogen van de onderneming om aan zijn betalingsverplichtingen te voldoen, onder de veronderstelling van continuïteit. De crux zit hem in dit laatste. Bij de solvabiliteit stelt men dezelfde vraag, namelijk naar het vermogen om aan de financiële verplichtingen te voldoen, echter, onder de aanname dat de conti-

Prof. Dr. Th. M. Scholten was voorzitter directie Robecogroep en daarvoor lid van de Raad van Bestuur van SHV Holdings. Vervult thans bestuurlijke en adviserende functies in het bedrijfsleven en in de kunstsector. Hij is Buitengewoon hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

nuiteit verbroken wordt. Alleen door deze begripsinhouden zo te kiezen krijgt men naar mijn opvatting én een helder onderscheid én een ordelijke omvatting van het gehele te analyseren veld van relevante aspecten én tenslotte ook een aansluiting bij het spraakgebruik.

Liquiditeit, zo volgt uit het voorgaande, kan men dus op elke termijn, kort of lang, bezien. Het verschil tussen liquiditeit en solvabiliteit zit in de aangenomen uitgangspositie. Het loslaten van de continuïteit als uitgangspunt leidt immers tot een geheel andere blik op het actief – en heeft dus consequenties voor de passiefzijde. In essentie draait het bij de solvabiliteit om twee vragen:

- 1 hoe groot is de kans dat bij deze onderneming de continuïteit verbroken zal worden en
- 2 hoe komen – in dat geval – de crediteuren er af?

Nu is het uiteraard meestal verre van eenvoudig een antwoord op deze vragen zonder meer af te leiden uit de balans van een onderneming, onder andere omdat deze normaliter, terecht, wordt opgesteld op basis van het continuïteitsuitgangspunt. Bij de waardering van de activa is dat de achterliggende veronderstelling. De mate van overwaarde van het actief boven het vreemde vermogen geeft de veiligheid aan voor crediteuren. Hoe groter die overwaarde des te meer waardedaling bij een faillissement kan worden opgevangen alvorens de terugbetaling aan crediteuren in gevaar komt. Maar crediteuren moeten dan wel een goed beeld hebben van het vreemde vermogen *onder die omstandigheden*. Een probleem is nu dat de vanouds gehanteerde indeling in eigen en vreemd vermogen, waarbij alle componenten die geen eigen vermogen zijn tot het vreemde vermogen worden gerekend, op dit punt tot een onvolledig respectievelijk verkeerd inzicht leidt.

Garantievermogen

Er zijn vormen van vermogen die, hoewel geen eigen vermogen zijnde, zich – onder de hierboven aangegeven kritische omstandigheden – gedragen als waren het vormen van eigen vermogen. Specifiek geldt dit voor het vermogen aangetrokken in de vorm van achtergestelde leningen. Pas

als alle (gewone) crediteuren voldaan zijn komt de verschaffer van een achtergestelde lening aan bod. Voor de gewone crediteur 'gedraagt' het van de verschaffers van achtergestelde leningen ontvangen geld zich hetzelfde als het van aandeelhouden verkregen geld.

De uitgifte van een achtergestelde lening leidde dan ook destijds bij SHV tot een nuancering in de balansopstelling, respectievelijk tot de introductie van het begrip garantievermogen, *naast* de begrippen eigen en vreemd vermogen. Met betrekking tot het garantievermogen werd (en wordt) het volgende gezegd: 'Het garantievermogen vervult een bufferfunctie tussen de waarde van het totale actief enerzijds en de verplichtingen tegenover preferente en concurrente crediteuren anderzijds. Derhalve omvat het garantievermogen naast het vermogen van eigen aandeelhouders, het vermogen van derden aandeelhouders, een deel van de voorzieningen en de achtergestelde schulden op lange termijn.'⁵ In deze omschrijving wordt zowel de *raison* van het begrip aangegeven, als een indicatie verstrekt van wat er zoal toe behoort. Zou men een definitie van garantievermogen willen geven, dan zou die als volgt kunnen luiden: het garantievermogen van een onderneming is dat deel van het totale vermogen, dat, ingeval van een continuïteitsverbreking, tegenover alle niet-achtergestelde crediteuren dezelfde functie vervult als het eigen vermogen. Het bestaat dus uit het eigen vermogen plus dat gedeelte van het overige vermogen dat voor wat de garantiefunctie betreft daarmee gelijk te stellen is.

Het begrip garantievermogen is intussen in zoverre in gebruik geraakt dat thans enkele tientallen publieke ondernemingen het in hun jaarverslag hanteren. De woorden waarmee dit begrip wordt aangeduid variëren. Behalve het woord garantievermogen worden met name de woorden aansprakelijk vermogen en risicodragend vermogen gebruikt.

Achtergestelde leningen zijn in de loop van de jaren zeventig – en tot aan de dag van vandaag – in ruime mate door Nederlandse banken te eigen behoefte als financieringsinstrument gebruikt. Er was voor deze toepassing een duidelijke ratio. De

Nederlandse Bank beschouwde bij de toepassing van haar solvabiliteitsrichtlijnen dit achtergestelde vermogen *onder bepaalde voorwaarden* (die de mate van gebruik limiteerden) als ware het eigen vermogen. Afgezien van het gegeven dat in de jaren zeventig aandelenemissies, ook van banken, vanwege de omstandigheden op de kapitaalmarkt, illusoir of tenminste zeer onaantrekkelijk waren, kon dit achtergestelde vermogen worden aangetrokken tegen een prijs, die slechts weinig boven de rente op gewone (bank)obligaties lag. Hoewel de looptijden van deze leningen voor achtergesteld vermogen aan de (te) korte kant waren (circa 7 jaar), hebben de banken terecht van deze, uit overwegingen van kosten én solvabiliteit aantrekkelijke, financieringsvorm een ruim gebruik gemaakt. De banken hanteren voor hun achtergestelde obligaties de naam kapitaalobligaties, naar ik destijds vernam mede omdat in bancaire kring de term kapitaal werd gebruikt ter aanduiding van het eigen vermogen. In plaats van garantievermogen wordt in de bankjaarverslagen de eerder genoemde term 'aansprakelijk vermogen' gehanteerd. De garantiefunctie wordt ook uit die term duidelijk.

Wat valt er onder het garantievermogen?

Zoals uit een onderzoek naar de toepassing van het begrip garantievermogen naar voren komt, lijkt er over een belangrijk deel van het antwoord op de hierboven gestelde vraag overeenstemming te bestaan.⁶ Het kan nuttig zijn enige aandacht te geven aan dat gedeelte waaromtrent tenminste een vermoeden bestaat van uiteenlopende opvattingen.

Het ligt voor de hand dat de toerekening van bepaalde vermogenscomponenten aan het garantievermogen primair bepaald wordt door de definitie van het begrip garantievermogen. Deze definitie is in de vorige paragraaf gegeven. Ik geef aan deze omschrijving van de begripsinhoud de voorkeur boven een definitie in de vorm van een opsomming. Afgezien van het feit dat een opsomming van welke posten tot het garantievermogen gerekend worden in formele zin geen definitie is, acht ik een opsomming ook niet doelmatig. Dat leidt immers óf tot een globale aanduiding

van categorieën, die geen uitsluitel geeft met betrekking tot bepaalde concrete posten, óf tot een reeks van precies omschreven posten, waarbij geen rekening kan worden gehouden met de weerbarstige, zich voortdurend ontwikkelende werkelijkheid.

Uit de door mij gebezigde definitie vloeit voort dat het *aandeel van derden* tot het garantievermogen wordt gerekend. Dat lijkt een evidentie, maar uit het reeds genoemde onderzoeksverslag zou gelezen kunnen worden dat deze opvatting bij enkele ondernemingen niet gevolgd wordt.

Investeringspremies worden in een aantal jaren ten gunste van de winst gebracht. Terugbetaling is alleen aan de orde in geval van verkoop van het betreffende actief binnen een bepaalde termijn. Deze beperking staat een rangschikking van de *'Egalisatierekening investeringspremies'* onder het garantievermogen niet in de weg, tenzij zodanige verkopen bij een onderneming niet ongebruikelijk zijn. Dit laatste zal echter tot de uitzonderingen behoren. Onder de kritische omstandigheden waarin het garantievermogen relevant is zal verkoop van actief zelden voorkomen. Soms worden de geaccumuleerde premies credit in de balans vermeld, soms worden ze debet op het actief in mindering gebracht. Als dit laatste zichtbaar gebeurt, blijft een bepaling van het garantievermogen mogelijk.

Ook de *Voorziening latente belastingen* dient gerangschikt onder het garantievermogen. Bij insolventie zullen de verliezen, via compensatie, leiden tot het vervallen van de verplichting tot belastingbetaling. Ook dit vermogensbestanddeel zal zich dan dus gedragen als ware het eigen vermogen. Zou onder dit hoofd ook een bedrag opgenomen zijn waarvoor het gestelde niet opgaat, dan valt dat gedeelte van deze voorziening niet onder het garantievermogen.

Wat de *Overige voorzieningen* betreft het volgende. De wetgeving van de afgelopen twintig jaren heeft geleid tot beperkingen met betrekking tot de vrijheid van rubriceren van balansposten. De resterende vrijheid wordt 'uitgeleefd' – en soms naar mijn indruk wat opgerekt – in de balanspost Voorzieningen. Daarom is niet van elke voorziening, hoe ook benoemd en toegelicht,

het karakter exact aan te geven, respectievelijk kan zeker niet bij voorbaat worden gesteld dat het om een bestanddeel van het garantievermogen gaat. Sommige voorzieningen zullen, naar karakter, nimmer tot het garantievermogen worden gerekend, andere wel – en ook geheel –, weer andere ten dele. Een voorziening die gewoonlijk wel tot het garantievermogen behoort is bijvoorbeeld de Voorziening assurance eigen risico. Opnieuw: bij insolventie zullen de ten behoeve hiervan opgespaarde middelen niet meer voor het beoogde doel worden aangewend.

Het hier omschreven standpunt ten aanzien van de vraag of en in hoeverre voorzieningen tot het garantievermogen horen, maakt op de lezer wellicht een wat vage of arbitraire indruk. Bedacht dient evenwel te worden dat dit inherent is aan deze balanspost. Het is ook nooit anders geweest, in zoverre dat niet steeds scherp was aan te geven of bepaalde voorzieningen nu echt vreemd vermogen waren of (ten dele) een eigen vermogenskarakter hadden. Ook en misschien wel juist bij de scherpste begripsomschrijvingen blijven er 'randverschijnselen', die niet precies en volledig passen in het keurslijf van een exacte definitie. De externe accountant zal het karakter van een bepaalde voorziening beter kunnen beoordelen dan elke buitenstaander die van de jaarstukken kennis neemt. Als het begrip garantievermogen duidelijk is omschreven, impliceert de goedkeurende verklaring de toetsing van de gepubliceerde rubricering.

Waarderen is vergelijken

Al eerder werd er aan herinnerd dat de waarde van de activa van een onderneming bij insolventie/faillissement veelal belangrijk naar beneden afwijkt van de continuïteitswaarde, zoals in de normale balans vermeld. Er zijn uitzonderingen op deze regel, bijvoorbeeld wanneer het gaat om een onderneming met relatief veel onroerend goed. Vooral als dit onroerend goed gelegen is in een stedelijke omgeving, brengt het met het oog op een andere aanwending soms belangrijk meer op dan de tot dan geldende bedrijfswaarde. Echter nogmaals: er is dan sprake van een uitzondering; in de regel geldt het omgekeerde.

Relevant is nu *in welke mate* de waarde bij faillissement naar beneden afwijkt. Dat bepaalt immers of de 'overwaarde' cf. de balans voldoende is. Dat wil zeggen: dat bepaalt *mede* of de overwaarde voldoende is. In werkelijkheid biedt de situatie van insolventie/liquidatie voor de gewone crediteur heel wat meer complicaties dan alleen een waardedaling van actief. In de eerste plaats heeft die crediteur te maken met de omstandigheid dat er in zo'n situatie ook nog verplichtingen kunnen opkomen, die in het geheel niet in de balans voorkomen. Te denken valt bijvoorbeeld aan loonverplichtingen. In de tweede plaats zijn er natuurlijk heel wat meer nuances dan alleen die tussen achtergesteld en niet-achtergesteld. Binnen het niet achtergestelde deel van de verplichtingen is er een door wet of overeenkomst bepaalde hiërarchie. De wettelijk bepaalde volgorde waarin crediteuren aan bod komen bij liquidatie is in zoverre nog eenvoudig te noemen, dat ieder die wet kan kennen. Wat bij overeenkomst geregeld is op het punt van voorkeursrechten, bijvoorbeeld via verpanding, is niet altijd zo gemakkelijk te achterhalen. Het recente verleden – zie de Ogemcase – biedt op dit terrein wel enig lesmateriaal.

Een en ander betekent dat het vaststellen van de positie van een bepaalde crediteur in geval van faillissement verre van eenvoudig is. Het zou een illusie zijn te menen dat een balans daartoe genoegzame mogelijkheden biedt. De balans kan slechts een indruk geven van de overwaarde, de buffer, in het actief. Hoe groter die overwaarde, hoe meer leed kan worden opgevangen. Het kan hier nauwelijks gaan om een absolute positiebepaling, het gaat altijd om een *relatieve* positiebepaling. Wie in een bepaalde branche of bedrijfstak een groter deel van het actief met eigen vermogen of met garantievermogen gefinancierd heeft dan de collega's, biedt een gunstiger solvabiliteitsbeeld. De onderneming die een toenemend eigen vermogenspercentage of garantievermogenspercentage laat zien, verbetert z'n solvabiliteitspositie ten opzichte van het verleden. Verhoudingsgetallen dienen *ter vergelijking*, verticaal of horizontaal; ze spreken altijd een relatief waardeoordeel uit.

Deze constatering bevat ook een indicatie ten aanzien van de voor actief en passief te volgen

waarderingsregels. Het belangrijkste is hier de eis van consistentie resp. vergelijkbaarheid. Zolang alle ondernemingen in een bepaalde bedrijfstak op gelijke wijze waarden, zijn hun aan balansen ontleende ratio vergelijkbaar en helpen ze de waarnemer/analist tot een oordeel te komen. Evenzo geldt dat, zolang een bepaalde onderneming in de tijd maar aan een waarderingsregel vasthoudt, de ontwikkeling van jaar op jaar in de ratio van die onderneming tot een oordeel in staat stelt.

Dit leidt mij tot een voorkeur – zowel bij de waardering van het actief als van het passief van een onderneming – die bij de normale veronderstelling van continuïteit de beste is te achten. De gedachte om bij het vaststellen van het garantievermogen voor posten als 'aandeel van derden' en 'achtergestelde leningen' van marktwaarden uit te gaan, spreekt mij daarbij in het geheel niet aan.⁷ Die afwijking van de voor continuïteitsbalansen gebruikelijke waardering, lijkt mij ter wille van een solvabiliteitsoordeel niet nodig. Het gaat erom, zoals gesteld, dat de waarderingsregels consistent (verticaal) en uniform (horizontaal) gebeuren. Bovendien komt mij de keuze van marktwaarden voor dergelijke balanscomponenten gevaarlijk voor. Zulke waardebevestigingen zullen dikwijls te veel gissing bevatten en daar komt bij dat in geval van liquidatie veelal geheel andere marktwaarden zullen gelden. Actuele marktwaarden zijn naar mijn mening behalve arbitrair dan ook irrelevant.

'Kind der Not' en dus eendagsvlieg?

De introductie van het begrip garantievermogen was, voor zover mij bekend, gekoppeld aan het toepassen van de achtergestelde lening als financieringsvorm in het begin van de jaren zeventig. Dat was niet de eerste keer dat achtergestelde leningen werden toegepast. Niet in Nederland, zij het dat het in eerdere jaren ging om (achtergestelde) *converteerbare* obligaties, een toch wel ander financierings- en beleggingsinstrument, en zeker niet in de Verenigde Staten. In de VS vond al vóór de laatste wereldoorlog introductie plaats.⁸ Was de achtergestelde lening – ginds en hier – een typisch 'Kind der Not' en zal het begrip garan-

tievermogen daar in z'n levenscyclus ook de sporen van dragen? Een interessante vraag, die door de recente geschiedenis van de junkbonds, respectievelijk van Drexel Burnham als de grote promotor van deze bonds, een zekere actualiteit heeft gekregen.

Wij leven in een tijd van zulke ingrijpende en onverwachte ontwikkelingen op tal van gebieden, dat de lust tot voorspellen wel aan ieder vergaat. Ik zal dan ook met de nodige behoedzaamheid en slechts via enkele kanttekeningen op de gestelde vraag ingaan.

In de eerste plaats valt op te merken dat *alle* financierings- en beleggingsvormen slechts onder zekere voorwaarden en dus in bepaalde omstandigheden gedijen. Dit geldt ook voor de 'gewone' vormen van aandeel en obligatie. In een groot deel van de jaren zestig en zeventig waren aandelenemissies vrijwel onmogelijk – en niet alleen in Nederland. De betekenis van de gewone obligatie werd door de opkomst van de onderhandse lening sterk teruggedrongen; trouwens na de eerste déconfitures van Nederlandse ondernemingen daalde de animo van institutionele beleggers om in industriële leningen te beleggen tot dicht bij het nulpunt. Naarmate financierings/beleggingsinstrumenten specifiekere zijn, zal de algemene, respectievelijk blijvende toepasbaarheid beperkter zijn. Dat ligt in de rede.

In de tweede plaats leert de ervaring met betrekking tot elke specifieke vorm dat de toepassing ervan – over een langere periode gezien – onder sterk uiteenlopende omstandigheden kan plaatsvinden. Ze kunnen bovendien ten goede en ten kwade worden gebruikt. Dat heeft bijvoorbeeld de geschiedenis van het preferente aandeel laten zien: soms toegepast door een sterke onderneming om de rechten van de oude (gewone) aandeelhouders te sauveren en hen in een duidelijk gunstiger positie te brengen/laten dan de nieuwkomers. Soms ook werden ze toegepast door ondernemingen in een zwakke positie en dan juist erop gericht de rechten van de oude aandeelhouders (die al min of meer in het schip zitten) te reduceren terwille van nieuwe kapitaalverschaffers, die slechts met behulp van extra's over de streep kunnen worden gehaald. Een ander voorbeeld vormen de *converteerbare* obli-

gaties. Ook die werden en worden onder geheel verschillende omstandigheden uitgegeven respectievelijk benut. Ook hier weer in het ene geval als demonstratie van sterkte (vooral als middel om op termijn een hogere aandelenemissiekoers te bereiken), in het andere geval als teken van zwakte (gaat het mis met de onderneming, dan is de kapitaalverschaffer tenminste in de positie van crediteur).

Hetzelfde gaat op voor de achtergestelde lening. Bij de uitgiften door SHV en, wat later, Thyssen Bornemisza gold het sterke, winstgevende ondernemingen, die extra groeikansen wilden benutten op voor deze ondernemingen aanvaardbare condities. Ook het veelvuldige en nog groeiende gebruik door de Nederlandse banken zal niet als een zwakgebod worden ervaren: het totaal van de achtergestelde (bank)leningen bedroeg ultimo 1989 f 10,1 miljard. Anderzijds was het aanwenden in de voorbije decennia van door de Nederlandse overheid gegarandeerde achtergestelde leningen door het bedrijfsleven in nogal wat gevallen een reflectie van zwakte.

De toekomstige betekenis van achtergestelde leningen zal afhangen van de vraag of er voor de gebruikende onderneming en voor de belegger voordelen aan verbonden zijn. Voor de onderneming: een kwaliteitsvoordeel dat tenminste opweegt tegen de méérprijs. Voor de belegger een rendementsvoordeel dat groter wordt geacht dan het extra risico. Vroeger heette het voorts dat beleggers niet van bijzondere vormen houden; zij werden geacht conservatief te zijn. Inmiddels werd de financiële wereld een van de progressieve sectoren in de samenleving. Niettemin geven de ervaringen in Nederland, buiten de bankleningen, vooralsnog aanleiding tot bescheiden verwachtingen.

Een derde en laatste kanttekening geldt de junkbonds. Junkbonds zijn niet hetzelfde als achtergestelde leningen, maar er is wel een duidelijke parallel, in zoverre beide vormen behept zijn met een extra risico. Bij de junkbonds ligt dat in de omstandigheid dat de emitterende onderneming niet de hoogste of zelfs niet een hoge 'rating' heeft. Daar ligt de ratio van dit financierings- en beleggingsinstrument. Ze waren en zijn een reactie op een zekere imperfectie van de markt. De

prijstelling van junkbonds reflecteert, terecht, de risicograad. De onderneming zal, vanwege het hogere risico, een extra rente moeten betalen; de belegger wil, om dezelfde reden, een hogere rente ontvangen. Zeker als de belegger in een aantal verschillende junkbonds belegt, kan hij een interessante combinatie van risico en rendement realiseren. Het is begrijpelijk dat er specifieke beleggingsmaatschappijen voor junkbonds ontstonden. Maar ook dit, in opzet rationele, doelmatige instrument kan verkeerd worden gebruikt en dat lijkt in de VS hier en daar het geval te zijn. De groei, in nog geen 10 jaar tijds, naar een volume van ruim \$ 200 miljard was ook wel wat snel. Het valt overigens op dat er naast de begrijpelijke kritiek op het optreden van Drexel Burnham, zowel in de VS als ook hier in Nederland, blijk gegeven werd van waardering voor het instituut en de functie van de junkbonds.⁹ Er dringt zich bij mij een vergelijking op met de (Nederlandse) pandbrieven. Tientallen jaren golden deze als een van de meest solide beleggingen. Terecht, zolang ze het financieringsinstrument waren van conservatief geleide hypotheekbanken. Maar als deze instituten zich ontwikkelen tot 'progressieve' hypotheekbanken *annex* ontwikkelingsmaatschappijen voor onroerend goed, komen de kaarten heel anders te liggen.

Overigens, het begrip garantievermogen vond z'n introductie na de uitgifte van achtergestelde leningen, maar de laatste zijn geen *conditio sine qua non* voor dit begrip. Zoals we zagen kent het garantievermogen ook andere componenten. De toekomst van het garantievermogen is dus niet geheel afhankelijk van de toepassing van de achtergestelde lening als financierings- en beleggingsvorm.

Noten

1 NRC 15/2/1990 p. 15.

2 In die jaren had ik, als directeur economische zaken bij dit concern, een bijzondere betrokkenheid bij het financiële beleid. Drs. A. J. Rijnvis van SHV Holdings was zo vriendelijk een concept van dit artikel door te lezen. Ik verwerkte enkele suggesties van hem; voor die verwerking ben ik uiteraard alleen zelf verantwoordelijk.

3 Moraal in zaken is een wat groot woord. Zowel het hier vermelde standpunt, als het understatement-achtige gebruik van

het woord chique in dit verband hebben op de jonge(re) man, die ik toen was, enige indruk gemaakt.

4 Th. M. Scholten, *De liquiditeit van de onderneming*, Hoofdstuk IV en V.

5 Jaarverslag SHV Holdings NV 1989 p. 25.

6 A. B. Dorsman, J. van der Hilst en H. P. A. J. Langendijk stelden een onderzoek in naar het gebruik van het begrip garantievermogen. Zie: de *Accountant* van februari 1987 (nr. 6).

7 Zie het in noot 6 vermelde onderzoeksverslag.

8 Er werd ook reeds in die tijd aandacht aan besteed in de Amerikaanse financiële pers en vakliteratuur. Voor een Nederlandse beschouwing zie B. F. ten Bosch *Hybridische financieringsinstrumenten en de vermogensstructuur*. Dissertatie 1980.

9 Zie bijvoorbeeld de notitie van L. van der Geest 'Exit Drexel' in de E.-S.B. van 28/2/1990.