

Tilburg University

Beschouwingen naar aanleiding van de reorganisatie bij van Vollenhoven

van Berkum, P.P.

Published in:
Maandschrift Economie

Publication date:
1941

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
van Berkum, P. P. (1941). Beschouwingen naar aanleiding van de reorganisatie bij van Vollenhoven. *Maandschrift Economie*, 6(5), 216-227.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Beschouwingen naar aanleiding van de reorganisatie bij van Vollenhoven

door

Prof. Dr. P. P. VAN BERKUM

Reorganisaties verschaffen stof tot nadenken en bespiegeling. De slechte uitkomsten der praktijk bieden steeds, juist door de groteske afmetingen, welke zij in de aan reorganisatie onderworpen onderneming hebben aangenomen, een welkome gelegenheid hen te toetsen aan de bedrijfseconomische theorie. In dit licht bezien, is een beschouwing over de in Januari j.l. aangekondigde reorganisatie bij de van Vollenhoven's Bierbrouwerij N.V. wel bijzonder aantrekkelijk. Zij zou dit om allerlei andere redenen ook al zijn. In tegenstelling toch met reorganisatiegevallen, waarin ondernemingen, na een lange crisis te hebben doorstaan, een schoone lei plegen te maken, door oude verliezen en niet meer winstgevend kapitaal af te boeken en tegelijk nieuw kapitaal aan te trekken, teneinde zoo weer levenskrachtig te staan in de naderende opleving, treft de reorganisatie bij van Vollenhoven's N.V. juist door de afwezigheid van hoopvolle aspecten, welke de dragers der verliezen tot troost zouden kunnen strekken. Zij geschiedt immers in zorgvolle tijden, waarin depressie en oorlogstoestand heerschen, waarin geen expansie lokt, doch verzwaring van lasten en schaarschte aan grondstoffen eerder inkrumping van bedrijf doen verwachten. Niettemin bleef deze onderneming geen andere keuze. Betalingsmoeilijkheden van acuten aard, waarbij het voortbestaan op het spel stond, dwongen tot snel en diep ingrijpen in haar financieele constitutie.

Het geval van Vollenhoven is een goede illustratie van de verwaarloozing van het theoretische financieringsbeginsel, volgens hetwelk gebruikmaking van financiering met obligaties en bankgelden aan nauwe grenzen is gebonden. Dit beginsel wordt dikwijls onvoldoende door het bedrijfsleven in acht genomen. En meer speciaal kan de onderhavige reorganisatie leeren, dat het brouwerijbedrijf niet over de voorwaarden beschikt, waaronder, althans in eenigszins ruimen omvang, de genoemde financieringsvormen een rationeele

toepassing kunnen vinden. Deze vaststelling a posteriori betekent geen blaam voor ondernemingen in het bierbrouwerijbedrijf, welke toch tot aanwending van deze financieringsvormen zijn overgegaan. Immers men mag niet uit het oog verliezen, dat de omstandigheden, waaronder dit bedrijf gedurende de laatste decennia heeft moeten werken, niet normaal zijn geweest en dat deze ontwikkeling van zaken moeilijk kon worden voorspeld, gezien den snellen groei, welke de moderne brouwerij hier te lande aanvankelijk heeft vertoond. Bovendien bestond wellicht niet altijd de gelegenheid tot voldoende aantrekking van eigen middelen, of was dit uit overwegingen van rentabiliteit minder gewenscht.

* *
*

Het reorganisatieplan bij van Vollenhoven, door de directie dezer N.V. in de toelichtende circulaire zelf drastisch genoemd, heeft opzien gebaard door de radicale wijze, waarop het de financiële positie van de vennootschap wil reconstrueeren. Wij zullen het plan in hoofdtrekken volgen, ten einde het bewijs te leveren van de in het bovenstaande geponeerde stellingen over de financiering door middel van obligatieleeningen en bankcrediet en de verkeerde aanwending daarvan.

Drie redenen worden ter motiveering van de reorganisatie naar voren gebracht. In de eerste plaats wordt genoemd noodzakelijke herwaardeering van de activa, in het bijzonder van den post „debiteuren”, waarachter omvangrijke geldleeningen aan afnemers schuil gaan. In de tweede plaats de omstandigheid, dat in de toekomst rekening moet worden gehouden met een lageren omzet dan die, waarvoor de kapitalisatie der vennootschap was opgezet. In de derde plaats het in 1941 verschuldigd worden van aanzienlijke bedragen voor hervatting van den dienst op de beide obligatieleeningen, waarvan in 1936, toen betalingsmoeilijkheden zich reeds begonnen voor te doen, voor een vijfjarige periode grootendeels opschorting was verkregen.

Wanneer men het onderlinge verband van dit drietal redenen nagaat, dan zal het duidelijk zijn, dat er in feite slechts één werkelijke oorzaak voor de reorganisatie valt aan te wijzen en wel de in tweede instantie genoemde beweegreden: de daling van den omzet. Hierdoor toch moest in deze onder-

neming, met haar voor een veel grooteren omzet berekend kapitaals- en productieapparaat, op den duur wel een wanverhouding tusschen het inkomsten- en uitgavenbudget ontstaan. De derde beweegreden, de betalingsmoeilijkheden, is van deze wanverhouding een uitvloeisel; zij vormt geen zelfstandige oorzaak. De eerste beweegreden vloeit evenzeer uit de omzetsdaling voort, daar deze het noodig maakt de boekwaarde van de bedrijfsactiva aan hun verminderde economische opbrengstwaarde aan te passen. Ook dit is derhalve een secundaire aangelegenheid. Teneinde een inzicht in de feitelijke verhoudingen van het onderhavige bedrijf te krijgen, lijkt het echter gewenscht, niet bij wat als de eigenlijke oorzaak te beschouwen is, doch bij het eerste, door ons secundair genoemde, gegeven aan te knopen.

* *
*

Tot op zekere hoogte kan in de saneering van de boekwaarde der activa niet meer worden gezien dan een zuiver formeele, boekhoudtechnische handeling. Formeel beoordeeld, beoogt de afschrijvings-manipulatie inderdaad slechts het vacuum te verwijderen, dat zich in het bedrijfsbezit heeft gevormd en gaat het er om, boeken en realiteit met elkander in overeenstemming te brengen; maar anders wordt het, wanneer men de buitengewone afschrijvingen in het licht van de kostprijzen en de rentabiliteitspositie beschouwt.

Rentabiliteit is een relatie, welke van twee zijden beïnvloed kan worden. Wil men op gunstiger rentabiliteit aansturen, dan kan dit gebeuren òf door den omzet te vergrooten òf door verlaging van kosten, welke op het product drukken, ten slotte ook door een combinatie van beiden. Vergrooting van omzet biedt bij de huidige bedrijfsomstandigheden voor de brouwerij geen oplossing; blijft het middel der kostenverlaging. Het reorganisatieplan volgt, door een streep te halen door waardeloos gebleken activa, de juiste methode. Zodoende immers wordt het aandeel van de afschrijvingen in den kostprijs gedrukt en wordt de verhouding van vaste en variabele kosten minder door de eerste categorie beheerscht dan anders bij het kapitaalintensieve bedrijf eener brouwerij het geval is. Bovendien kan de getroffen maatregel beoogen de waarde van activa nog eens extra te verminderen, teneinde zodoende een reserve te vormen. De versterking van weerstandskracht

hieruit voortvloeiend, is eveneens een levensbelang. Blijkens de reconstructie-balans is inderdaad zulk een reserve gevormd. Zij is niet abnormaal groot, zoodat de in persbeschouwingen over de reorganisatie voorkomende klacht over te hooge afschrijvingen hierin althans geen steun vindt.

Dat de brouwerij op het gereduceerde peil van haar bedrijfsbezit wederom in staat wordt gesteld op normale manier af te schrijven, is van groot belang. Zooals de directie mededeelde, heeft zij vanaf 1936 zulks niet meer kunnen doen, waardoor de activa ver boven hun werkelijke waarde te boek stonden. Dit is vooral het geval geweest bij den post „debiteuren”, waarin de tegenslagen van het bedrijf zich schijnen te hebben geconcentreerd. Deze debiteuren bestaan ten deele uit de z.g. vlottende bierdebiteuren — omvattend het normale kortstondige leverancierscrediet der brouwerij aan hare afnemers — en voor een ander en waarschijnlijk groot deel uit leen- of kapitaaldebiteuren, zijnde voorschotten aan, of financieele deelname in het aanverwante hotel-, café- en restaurantbedrijf. Het voorstel van directeuren houdt een afschrijving op deze debiteuren in tot een bedrag *f* 1.187.000 of 65 % van de boekwaarde. Hier heeft men het mes er wel diep ingezet; de overige afschrijvingen zijn van veel geringer beteekenis.

Tezamen vormen de extra afschrijvingen een bedrag van rond *f* 2 miljoen. Rekening houdend met een op de balans aanwezig verlies van vorige jaren van *f* 1/2 miljoen en de verhooging van het reservefonds met *f* 350.000 stond de directie voor het vraagstuk, een totaal van *f* 2.850.000 aan verliezen over de in aanmerking komende instanties, aandeelhouders en obligatiehouders, om te slaan.

Het geleden verlies is derhalve zwaar geweest, sedert 1930, — het jaar, waarop de vennootschap haar laatste dividend op de gewone aandeele uitkeerde —, dus in nauwelijks 10 jaar tijds, ging het geheele eigen kapitaal¹⁾ verloren en bovendien een stuk van het vreemde kapitaal²⁾. Van Vollenhoven vormt evenwel geen opzichzelfstaand geval. Reeds in 1936

¹⁾ *f* 1.200.000 gewoon aandeelekapitaal, *f* 1.200.000 cum. pref. aandeelekapitaal en *f* 24.000 prioriteits aandeelekapitaal.

²⁾ 4% hypoth. obligatieleening pro resto *f* 480.000, 5% obligatieleening pro resto *f* 1.100.000. Voor een overzicht van de bankschuld vgl. blz. 8 e.v.

toch ging de Zuid-Hollandsche Bierbrouwerij N.V. tot reorganisatie over, waarbij het gewone aandeelenkapitaal tot 5% en het preferente aandeelenkapitaal tot 20% van de nominale grootte werd teruggebracht. Van belang is hierbij aan te teekenen, dat deze onderneming, evenals van Vollenhoven, van obligatiefinanciering gebruik maakte.

* *
*

De diepere oorzaak der verliezen moet in de dalende bedrijfsomzetten worden gezocht; deze zijn volgens de circulaire, waarin het reorganisatie-voorstel is vervat, in vergelijking met den toestand van vóór 1930, met 50% verminderd. Wij moeten deze oorzaak thans nader beschouwen, aangezien de conclusie aangaande de onjuiste financieringspolitiek daarmee direct verband houdt.

Een moderne brouwerij is een kapitaalintensief bedrijf. Een dergelijk bedrijf nu kan alleen dan rendabel zijn, wanneer het den omzet ten naastenbij kan stabiliseeren op de bedrijfsbezetting, waarop de technische installaties normaal zijn berekend. Een aanmerkelijke daling beneden het normale punt van bedrijfsbezetting beteekent inrentabiliteit en kapitaalverlies. De afschrijvingen op het vast geïnvesteerde kapitaal en de overige vaste kosten kunnen dan niet of niet meer ten volle worden verdiend. Oogenschijnlijk verkeert het brouwerijbedrijf ten dezen niet in een bijzondere positie, aangezien gelijke gevoeligheid voor omzetschommelingen in alle industriele grootbedrijven min of meer valt waar te nemen. In werkelijkheid is echter wel van een bijzondere positie sprake. In het brouwerijbedrijf immers is er niet alleen een bedrijfseconomische dwang tot het op peil houden van den afzet, doch bovendien een technische noodzaak tengevolge van het feit, dat de houdbaarheid van het bier met het oog op de kwaliteit aan grenzen gebonden is. De aard van het product is hier een bepalende factor. Deze situatie drukt op de geheele afzetpolitiek haar stempel, zij verklaart met name de groote verliezen op uitstaande vorderingen.

Teneinde den omzet stabiel te houden, zijn de brouwerijen er meer en meer toe overgegaan hun debiet vast te leggen, door den voornaamsten afnemer van het product, het hotel-, café- en restaurantbedrijf door credieten aan zich te binden.

Jol¹⁾ beschrijft in bijzonderheden de „hektoliterjacht” van de brouwerijen. Deze politiek bergt groote gevaren in zich. De brouwerijen worden feitelijk de bankiers hunner afnemers. Zij nemen goedkoop lang crediet op de kapitaalmarkt op en geven dit voor een deel aan het zelfstandige distributiebeprijf en aan den biergroothandel door. De brouwerij verkeert evenwel niet in de betrekkelijk gunstige positie van den gewonen bankier, die zijn beslissing ten aanzien van credietverleening of -opzegging van veiligheid en liquiditeit der te financieren transacties kan laten afhangen. Als productiebedrijf, dat uiterst gevoelig voor afzetschommeling is, moet de brouwerij veeleer het gevraagde crediet uit een oogpunt van afzetstimuleering beoordeelen en over veel bezwaren heenstappen. Ongezonde credietverleening kan zodoende gemakkelijk optreden, vooral, wanneer onderling nog wordt gewedijverd, wie in de credietgeving het vrijgevigst is. Bovendien, en dit vormt het grootste gevaar, is de credietportefeuille volkomen eenzijdig samengesteld; zij hangt immers geheel af van de risico's in één bedrijfstak.

Wat nu de risico's van het hotel-, café- en restaurantbedrijf, waar in hoofdzaak het bier wordt gesleten, betreft, is het bekend, dat deze in de afgelopen jaren een zeer ongunstige wending hebben genomen. De moderniseering van dit bedrijf heeft groote kapitalen geëischt, waarvan de bijdrage der brouwerijen alleen in de tientallen millioenen loopt. Dalende koopkracht gedurende de recente periode van achteruitgaande conjunctuur heeft daling van omzet tengevolge gehad, wat weer het groote aantal noodlijdende bedrijven in deze branche verklaart. De verleende credieten rouleeren niet meer voldoende en vaak moet „noodcrediet” — in feite financiering van verliezen — worden verstrekt, teneinde afnemers, die reeds zwaar op de brouwerij leunden, op de been te houden. Zoo neemt de credietverleening toe, terwijl de credieten zelf twijfelachtiger waarde krijgen.

Wij staan dus voor een toestand, waarin het productie- en het distributiebeprijf, hoezeer volgens de gebruikelijke opvattingen nog zelfstandig, in wezen één economisch geheel gaan vormen. Formeele integratieverschijnselen zijn trouwens niet uitgebleven.

¹⁾ G. Z. Jol, Ontwikkeling en organisatie der Nederlandsche Bierbrouwindustrie, Haarlem 1933.

De conjunctuurgevoeligheid van het distributiebedrijf brengt mede, dat, op grond van bedrijfsverwantschap, doch in hoofdzaak door de bestaande intensieve financieele relaties, de aldaar ondervonden achteruitgang van inkomsten wordt overgebracht op het in verticaal verband voorgaande productiebedrijf, dat, in een later stadium, zelf in moeilijkheden moet geraken. Deze voor de brouwerijen ongunstige risico-koppeling is moeilijk te verbreken. Zij berust, gelijk werd uiteengezet, op den aard van het product en den dwang tot afzet voor den producent. Van Vollenhoven heeft blijkens de enorme verliezen op credieten een zwaren prijs betaald. Dat deze onderneming, naar het schijnt, verscheidene groote credieten bij wijze van directe deelneming en risico-participatie heeft verstrekt en hierin wellicht verder is gegaan dan andere brouwerijen, zal ongetwijfeld op de grootte der verliezen van invloed zijn geweest, doch meer dan een nevenoorzaak is dit niet.

* *
*

De derde door de van Vollenhoven's brouwerij aangevoerde beweegreden vond haar grond in het vooruitzicht, spoedig wederom de betalingen te moeten verrichten, welke de geconditioneerde hervatting van den dienst der beide obligatieleeningen meebrengt. Hoewel hiermede voor 1941 een niet zeer groot bedrag was gemoeid, nl. een aflossingsverplichting van f 75.000 en ongeveer een gelijk bedrag aan rente, bleek dit bij de voorhanden uiterst zwakke liquiditeit een onoverkomelijke hinderpaal, welke tot onmiddellijke voorzieningen noopte. Men moet daarbij niet uit het oog verliezen, dat ook zonder deze betalingen, uit hoofde van het teruglopen van den omzet en de moeilijkheden der credietverleening, de financieele positie van deze onderneming reeds zorgelijk genoeg was. Op dit punt van de ontwikkeling der gebeurtenissen moet aandacht worden geschonken aan een nieuwe figuur: de Amsterdamsche Bank, bankier van de vennootschap. Het ligt voor de hand, dat de brouwerij, welke eenerzijds door hare leeningsverplichtingen naar grootte vaststaande betalingen moet opbrengen, terwijl anderzijds de met deze leeningen gefinancierde credieten noodlijdend worden, zich uit de klem zal pogen te redden, door op haar bank een beroep te doen. „Auf dem Bankkonto”, zoo lezen wij in Nicklisch's Wirt-

schaftliche Betriebslehre, „holt die moderne Betriebswirtschaft Atem, schöpft sie Kraft zu neuen Taten“. De brouwerij heeft de hierin liggende moraal ruim uitgelegd. Uit de verklaringen, welke de directie tijdens haar moeilijkheden in 1936 afgaf, kan men opmaken, dat de bank reeds toen eenige jaren de aflossingen en rentebetaling op de obligatieleeningen financierde. Ook de bank, die hiermede wel een zeer welwillende houding aannam, zal aanvankelijk in gelijken geest als Nicklisch hebben geredeneerd. In 1936 leefde men trouwens in de optimistische verwachting, dat de slepende depressie der voorgaande jaren op haar eind liep. Het leek dus voor de bank gemotiveerd niet aanstonds op een kapitaalsreorganisatie aan te dringen, welke haar wellicht zou hebben gehinderd in haar waarschijnlijk voornemen, de kortlopende vorderingen op de kapitaalmarkt te converteeren. Toen de opleving een vleugje bleek te zijn, kon van een converteerings-emissie ter beurze geen sprake meer zijn en zoo bleef de bank zitten met een omvangrijke vordering op de brouwerij, welke als bevroren en noodlijdend kon worden beschouwd. In dit stadium moest van de geldschietende bank de groote stoot tot een reorganisatie uitgaan, teneinde van haar geld te redden, wat te redden was. Niemand zal dit een bank, die, anticiperend op betere tijden en geleidelijke aflossing van haar crediet, haar verwachting niet in vervulling ziet gaan, kwalijk kunnen nemen.

Volgens mededeelingen van de brouwerij is het verloop van de bankschuld (in 1000 gld.) als volgt geweest:

	1931	1932	1933	1934	1935
maximum	681	767	879	979	785
minimum	64	285	490	540	572
	1936	1937	1938	1939	1940
maximum	945	683	756	831	944
minimum	630	459	512	614	431

In deze cijferreeksen vertoonen de minima en maxima de tendens elkander te naderen, wat als een onmiskenbaar symp-

toom van afnemende liquiditeit van den credietnemer te beschouwen is. Voorts liggen de hoogtepunten in de beide critische jaren 1936 en 1940. Inmiddels werd medegedeeld, dat op het tijdstip van bekendmaking der reorganisatie het bankcrediet tot f 640.000 was verminderd.

Neemt men in aanmerking, dat het geheele eigen kapitaal der brouwerij als verloren kan worden beschouwd, dan was op genoemd tijdstip de bank — de obligatiehouders zaten met haar in hetzelfde schuitje — praktisch gesproken in de positie van eenigen aandeelhouder geraakt, wat in elk geval voor een bank een zeer onbehaaglijke toestand is. Dit wijst de richting aan, waarin bij de reorganisatie de oplossing moest worden gezocht.

* *
*

Uit het voorgaande blijkt wel duidelijk, dat de methode, welke door verschillende brouwerijen is gevolgd, hun financiering voor een aanmerkelijk deel op obligatieleeningen te baseeren, onjuist is. Een brouwerij zal steeds, in verband met groote blijvende investeringen en hiertoe moet in belangrijke mate de credietverleening aan verwante bedrijven worden gerekend, een groote kapitaalkracht moeten bezitten, doch het weerspreekt de regels van gezonde financiering, deze behoefte te dekken door een vorm van lang crediet, zooals obligaties, waaruit voor haar vaststaande rente- en aflossingsverplichtingen voortvloeien; aandelenfinanciering en financiering uit reserves is hier de eenig gezonde oplossing.

Weliswaar voldoet de moderne brouwerij aan de door de financieringstheorie gestelde voorwaarde, dat het met obligatiecrediet werkende bedrijf over enkele groote en in omvang schommelende duurzame activa moet kunnen beschikken, waaruit regelmatig voldoende kapitaal moet vrijkomen, teneinde daaruit corresponderende aflossingsverplichtingen te kunnen voldoen, doch zij eischt nog meer en daaraan voldoet het brouwerijbedrijf klaarblijkelijk niet. Zij stelt namelijk eveneens de voorwaarde van een zoodanige stabiliteit van bedrijfsinkomsten, dat de afschrijvingen ook werkelijk kunnen worden verdiend en dat de rente regelmatig kan worden opgebracht. Slechts weinig bedrijven voldoen aan dezen laatsten fundamenteelen eisch. Men is in de praktijk maar al te dikwijls geneigd

hier over heen te zien en dat kan verstrekkende consequenties hebben, zooals het geval van Vollenhoven wel duidelijk demonstreert. Met name ook voor obligatiehouders kan de onjuiste financieele structuur van de vennootschap teleurstellende gevolgen meebrengen. Als verontschuldiging voor het onjuiste beleid der brouwerij zou kunnen worden aangevoerd, dat de obligatieleeningen alle in de goede periode van vóór 1930, de jaren van behoorlijke rentabiliteit, waren aangegaan.

Als nader bewijs voor de hier weergegeven opvatting moge worden aangehaald, dat andere brouwerijen, waarvan ons gegevens ten dienste staan en die hun financiering voor het overgrootste deel op eigen middelen hebben opgebouwd, in de slechte jaren na 1930 nog regelmatig een behoorlijk dividend op hun aandelen hebben kunnen uitkeeren, met name geldt dit voor de Drie Hoefijzers N.V. en Heineken N.V. De Zuid-Hollandsche Bierbrouwerij daarentegen, welke evenals van Vollenhoven met obligatiekapitaal werkt, keerde sinds 1930/31 geen dividend meer uit. In 1936 maakte deze onderneming de reorganisatie door, waarvan hiervóór sprake was.

Ten aanzien van de onjuiste toepassing van de bankfinanciering in het brouwerijbedrijf kan met een enkele opmerking worden volstaan. Waar het brouwerijbedrijf door zijn enge afzet- en financieele relaties met de voor conjunctuurinvloeden zeer gevoelige consumptiebedrijven, behalve het eigen economische bedrijfsrisico ook dat van het hotel-, café- en restaurantbedrijf moet meedragen en de brouwerij het laatstgenoemde bedrijf feitelijk door een langdurige depressie heen moet financieren, daar is het gevaar steeds aanwezig, dat de bank, bij onvoldoende kapitaalcracht van de brouwerij, in de positie komt, lang crediet te moeten verstrekken of zelfs verliezen te moeten financieren. Het ligt buiten de functie en de financieele structuur van de bank dit te doen, aangezien zij van geldschieter feitelijk ondernemer wordt en het volle bedrijfsrisico op haar drukt. De bank dient zich om redenen van eigen veiligheid en liquiditeit te beperken tot dekking van kortstondig fluctueerende credietbehoeften. In het onderhavige geval heeft de Amsterdamsche Bank dit terrein ver overschreden en zij plukt daar thans de wrange vruchten van.

* * *

Ten slotte moge hier in beknopte opstelling een overzicht volgen van de wijze, waarop in het reorganisatie-schema van de van Vollenhoven's brouwerij het groote verliessaldo over de verschillende daarvoor in aanmerking komenden wordt verdeeld. Hierbij zijn eventueele amendementen op het reorganisatie-schema buiten beschouwing gelaten.

Gewoon aandeelekapitaal Uitstaand bedrag per 31/12 '39 f 1.200.000.	Zal geheel worden afgeschreven. Houders van één aandeel ad 1000 gld. zullen een winstbewijs ontvangen, deele in 35% van de overwinst en uitlootbaar tegen f 100 per stuk.
Cumulatief preferent aandeelekapitaal Uitstaand bedrag per 31/12 '39 f 1.200.000. Per 31/12 '40 hierop 54% div. achterstallig.	Eveneens geheel af te schrijven. Houders van één aandeel van f 1000 ontvangen 3 winstbewijzen als boven; achterstallig div. vervalt.
Prioriteits aandeelekapitaal Uitstaand bedrag per 31/12 '39 f 24.000.	Eveneens geheel af te schrijven. Houders van een prior. aandeel ontvangen één winstbewijs als boven.
4% Hypothecaire obligaties Uitstaand bedrag per 31/12 '39 f 480.000.	De rechten van deze door hypotheek geseceerde obligaties blijven onaangetast.
5% Gewone obligaties Uitstaand bedrag per 31/12 '39 f 1.100.000, waarop een achterstallig dividend van 10%.	De stukken worden omgewisseld in aandeele, in dier voege, dat voor iedere obligatie nominaal groot f 1000 zal worden verstrekt f 600 in aandeele benevens f 100 in contanten.

Het valt buiten het kader dezer beschouwing op de bijzonderheden van dit schema in te gaan. Aan de wijze, waarop het verlies bij reorganisatie wordt weggewerkt, pleegt de financieele pers veel aandacht te besteden. Subtiele vragen van billijkheid en recht worden daarbij tegenover elkaar gesteld en pijnlijk afgewogen. Voor een economische beschouwing is dit alles onbelangrijk, daarbij toch gaat het er alleen over of de oorzaken, welke tot de débâcle hebben geleid, doeltreffend worden geëlimineerd.

Wij zouden slechts een enkele opmerking willen maken over de positie van de bank. Volgens de directie der brouwerij heeft de bank zich bereid verklaard, ter betaling harer vordering, à pari uit te geven aandeele der vennootschap

over te nemen en zoo noodig meer kapitaal te verstrekken, een en ander tot nominaal f 1 miljoen. De bank krijgt dus voor haar goede geld aandelen, haar juridische positie is evenals die van de obligatiehouders in overeenstemming gebracht met de feitelijk reeds bestaande situatie, namelijk het aandeelhouderschap, dat vacant was, sedert het aandelenkapitaal geheel verloren ging.

Ten onrechte is in de financieele pers beweerd, dat de bank, welke pandrecht voor haar vordering had op debiteuren en voorraden, geen offers brengt en in dat opzicht dus een gelijke plaats zou innemen als de houders van de hypothe-caire obligaties, die er inderdaad zonder kleerscheuren afko-men. Deze opvatting is niet geheel juist, wanneer men zich rekenschap geeft van de onzekere waarde van de aandelen van Vollenhoven na de reorganisatie.

Summa summarum kan van deze reorganisatie worden gezegd, dat zij de brouwerij bevrijdt van drukkende vaste lasten, van bank- en obligatieschulden, en haar met eenig nieuw verkregen geld van de bank in de positie brengt, betere tijden af te wachten. Verwacht wordt niet, dat het bedrijf aanstonds goed renderend zal zijn; daarvoor zijn de tijden te slecht.

Belangwekkend is, in verband met de in het begin van dit artikel geponeerde stelling nopens de obligatiefinanciering, dat deze brouwerij na een pijnlijk aanpassingsproces ten slotte tot de financieele structuur terugkeert, waarvan zij zich niet had mogen verwijderen, nl. een structuur in hoofdzaak ge-baseerd op eigen middelen (aandelenkapitaal en reserves) en bankcrediet voor kortstondige bedrijfsbehoeften.