



De aandelenwet in België

DR. A. MOMMEN

Inleiding

De laatste tijd is veel kritiek te horen op het door het vorige kabinet-Martens geïnitieerde beleggingsvriendelijke beleid. Dat beleid zou te zeer zijn afgestemd op het begunstigen van de aandeelhouders en minder op het laten interveniëren van de openbare investeringsmaatschappijen. Deze kritiek heeft inmiddels enige weerklank gevonden doordat in ernstige macro-economische studies reeds is bewezen dat de nogal liberale wijze van het tegemoet treden van de beleggers niet de gewenste effecten heeft gehad op het investeringsgedrag. In dit artikel zullen we pogen na te gaan of dit inderdaad het geval is.

Financiële structuur van de ondernemingen

Toen de regering-Martens in december 1981 gevormd werd, bestond reeds een ruime consensus over de wenselijkheid te sleutelen aan de ongunstige financiële structuur waaronder het Belgische bedrijfsleven te lijden had. De levensvatbaarheid van de ondernemingen werd immers bedreigd door de zware schuldenlast die vooral in de jaren zeventig ontstaan was. Daarbij was de rentestand in 1981 al extreem hoog, waardoor de lasten van de leningen zwaar begonnen te drukken op de resultatenrekening van de ondernemingen.

De financiële verplichtingen van de ondernemingen waren in 1980 2,5 maal hoger dan in 1971. Over dezelfde periode waren de schulden (obligatieleningen en kredietverbintenissen) van de ondernemingen van Bfr. 600 mrd. tot Bfr. 1.500 mrd. gestegen. Vooral vanaf 1974 was de situatie erg verslechterd, doordat vanaf dat moment de lasten van de leningen pijlsnel toenamen onder druk van de oplopende rentestand. De hoge rentestand werkte ook verlamdend op de investeringsneiging¹⁾. Daarbij kwamen nog de ongunstige conjuncturele vooruitzichten en de verslechterende van de internationale concurrentiepositie van het Belgische bedrijfsleven. Het plaatsen van nieuwe aandelen via de beurs was praktisch uitgesloten. Zelfs de grote holdingmaatschappijen, die traditioneel nooit grote moeite hadden om de beleggers voor een nieuwe emissie te interesseren, moesten voortaan afzien van kapitaalverhogin-

gen. Ook zij moesten hun activiteiten financieren door het steeds weer introduceren van obligatieleningen op de kapitaalmarkt.

De onmogelijkheid nieuwe aandelen uit te geven had ook te maken met de bescheiden dividenden die de ondernemingen vanaf 1974 onder druk van de crisis nog maar konden uitkeren. Winstherstel voor de ondernemingen en het hervatten van het uitbetalen van dividenden was óók een voorwaarde voor het doen slagen van aandelenemissies.

Doch omdat de in december 1981 aange-treden regering-Martens voorzag dat de komende jaren de rentestand toch hoog zou blijven, wilde men niet wachten op het winstherstel van de ondernemingen. Een kleine fiscale prikkel zou de beleggers moeten stimuleren terug te keren naar risicodragende beleggingen. Vandaar dat er al snel een aandelenwet op stapel werd gezet.

De aandelenwet

De aandelenwet Cooreman-De Clercq, zo genoemd naar de ontwerpers van de maatregelen, bestaat uit een *Monory-luik* dat de aankoop van aandelen binnen bepaalde grenzen en onder bepaalde voorwaarden fiscaal aftrekbaar maakt, en een *Correman-luik* dat voor nieuw uit te geven aandelen een aantrekkelijk fiscaal statuut ontwierp.

De doelstelling van de aandelenwet Cooreman-De Clercq was driedelig:

1. het beleggen in aandelen bevorderen;
2. het bevorderen van de investeringen in industriële ondernemingen;
3. het verbeteren van de financiële structuur van de ondernemingen.

Alvorens we de effecten van de aandelenwet zullen bespreken, is het nodig enkele technische aspecten te belichten.

Zo was bij voorbeeld het Monory-luik een maatregel om de beursactiviteiten te stimuleren (naar de Monory-wet uit 1978 in Frankrijk). Het Monory-luik regelde dat gedurende vier jaar (1982-1985) het aankopen van bestaande of inschrijven op nieuwe Belgische aandelen of deelbewijzen van speciaal daartoe opgerichte gemeenschappelijke beleggingsfondsen tot een zeker maximum bedrag (Bfr. 40.000 plus Bfr. 10.000 per persoon ten laste) fiscaal

aftrekbaar zou zijn. Het fiscaal voordeel zou pas definitief zijn nadat men de aangekochte aandelen ook vijf jaar had behouden.

Het Cooreman-luik, dat tot eind 1983 van kracht was, wilde de kapitaalverhogingen en de oprichting van nieuwe ondernemingen stimuleren. Daartoe werden aandelen van een nieuw type geschapen die onder bepaalde voorwaarden bijzondere belastingvoordelen zouden opleveren. De nieuwe aandelen zouden recht geven op een superdividend bovenop het gewone dividend doordat de winst van de onderneming in kwestie vrijgesteld zou zijn van vennootschapsbelasting ten belope van 13 percent van het nieuw ingebrachte kapitaal. De nieuwe aandelen werden ook vrijgesteld van successie- en schenkingsrechten. De fiscale voorheffing zou slechts 20 percent (tegen normaal 25 percent) bedragen en verder zouden de uitgekeerde dividenden niet meer meetellen voor het vaststellen van het belastbaar inkomen.

De effecten van de aandelenwet zijn inmiddels niet gering geweest. Dat blijkt tenminste uit de publikaties die de effecten ervan hebben trachten te evalueren.

Het Cooreman-luik heeft bij voorbeeld de uitgifte van nieuwe aandelen in sterke mate bevorderd. Gedurende de 21 maanden (1982-1983) dat het Cooreman-luik van kracht was, zouden de ondernemingen voor meer dan Bfr. 300 mrd. aan nieuwe aandelen hebben geplaatst. Hiervan werd voor Bfr. 83 mrd. via de beurs geplaatst (openbare uitgiften). Andere bronnen spreken zelfs van Bfr. 362 mrd. nieuwe bruto uitgiften. Omdat sommige ondernemingen met hun nieuwe middelen evenwel intekenden op kapitaalverhogingen van ondernemingen, zijn er nogal wat dubbel-tellingen. Netto zou men dan uitkomen op zeker Bfr. 300 mrd. reële verhoging van het aandelenkapitaal.

Senator Cooreman, die de „uitvinder“ is van dit deel van de aandelenwet, legde ook de nadruk op het gunstige effect van zijn aandelenwet voor de kleine ondernemingen en voor het oprichten van nieuwe ondernemingen. Er werd met gebruikmaking van het Cooreman-luik in 1982 voor Bfr. 70 mrd. aan onderhandse uitgiften gedaan en in 1983 zelfs voor Bfr. 201,1 mrd. Het betrof hier uitgiften van niet op de beurs genoteerde maatschappijen.

Het *Monory-luik* verhoogde de activiteiten van de Brusselse effectenbeurs sterk en stimuleerde de hausse van de aandelenkoersen. In 1983 alleen al steeg de beursindex met 35 percent. De beurs kon ook de elkaar opvolgende nieuwe emissies gemakkelijk verteren. Dat kwam behalve door het Monory-luik, dat het aankopen van aandelen fiscaal aantrekkelijk maakte, ook door de dalende rentetarieven. Beleggers weken nu gemakkelijker uit naar aandelen.

Het Monory-luik had in de ogen van de ontwerpers ook tot doel het aandelenbezit

1) Rente en ondernemingsrendabiliteit, *Kredietbank Weekberichten*, 36e jg., nr. 51, 4 september 1981.

te democratiseren. Omdat de kleine spaarder veelal niet geneigd is risico's te lopen en tevens onkundig is nopens de gang van zaken op de aandelenmarkt, werd op 11 mei 1982 door de minister van Financiën een zestal beleggingsfondsen erkend waarvan de deelbewijzen in aanmerking zouden komen voor de belastingaftrek vervat in het Monory-luik. Die fondsen waren in 1982 goed voor Bfr. 8,7 mrd. aan nieuwe middelen (inschrijving tegen dagkoers) en in 1983 voor Bfr. 13,9 mrd. Inmiddels stegen de beursnoteringen en bedroegen de ingezamelde middelen respectievelijk Bfr. 9,4 mrd. in 1982 en Bfr. 16,9 mrd. in 1983.

Wat het spreidingseffect betreft van het aankopen van aandelen, becijferde de Kredietbank in een studie dat het aantal gezinnen met aandelenbezit was gestegen van 4 naar 10 procent 2). In 1985 zouden in totaal 400.000 gezinnen in het bezit zijn van aandelen. Andere studies zijn nog optimistischer en gewagen van een half miljoen gezinnen.

De aandelenwet zou dus voor het Belgische bedrijfsleven een echte zegen zijn geweest. De nieuwe kapitalen vloeiden binnen en brede delen van de bevolking konden zich interesseren voor beleggingen in aandelen. De Belgische schatkist moest wel een veer laten door deze operatie, doch de hele economie zou een weldadige stimulans hebben gekregen door het feit dat de ondernemingen met het vers ingezamelde geld hun investeringen weer op niveau konden brengen.

Toch moet men kritisch blijven ten aanzien van de reële effecten die uitgingen van de Belgische aandelenwet. Vragen die spontaan opkomen zijn:

- is er sprake van een echte spreiding van het aandelenbezit of hebben de traditionele beleggers in aandelen door middel van een kunstgreep niet kunstmatig geprofiteerd van de aandelenwetten?
- is de opleving van de Brusselse beurskoersen alleen maar te verklaren door de aandelenwetten?
- hebben de aandelenwetten de investeringen inderdaad bevorderd?

Alvorens aan de hand van deze drie vragen de effecten van de aandelenwetten kritisch te onderzoeken, past het eerst na te gaan of de aandelenwetten het eigen vermogen van de ondernemingen hebben helpen versterken. Als we de solvabiliteitsratio (de verhouding van de eigen middelen tot het balanstotaal) van de ondernemingen in 1983 bekijken, dan merken we een duidelijke verbetering in vergelijking met 1981. Voor de industrie bedroeg deze ratio 28,83 in 1983 tegen slechts 26,68 in 1981. Voor de industrie zonder de staalindustrie en de steenkolenmijnen was de verbetering zelfs opmerkelijk, nl. van 27,77 in 1981 naar 30,56 in 1983. Voor de handelsondernemingen ten slotte liep de solvabiliteitsratio op van 23,39 in 1981 naar 25,85 in 1983. Niet alleen de meest rendabele ondernemingen konden via de aandelenwetten emissies plaatsen. Ook vele kleine en minder winstgevendende ondernemingen kwamen ruimschoots aan hun trekken 3).

Spreiding van het aandelenbezit

Wat de spreiding van het aandelenbezit betreft, spreken de meeste commentatoren van een reële democratisering. Het aantal aandeelhouders zou door middel van de aandelenwet tot 500.000 gezinnen zijn toegenomen. Dit volgens de meest optimistische schatting. Is dat zo? De aandelenwet was evenwel zodanig geformuleerd dat niet kon worden belet dat de bestaande aandelenbezitters op vrij eenvoudige wijze in de plaats van zich zelf konden treden. Wie vóór 1982 aandelen bezat kon die aandelen onder het regime van het Monory-luik zonder hinderpalen op de beurs verkopen en daarna weer terugkopen. Zonder een cent extra te beleggen en door de kosten van een beursoperatie voor lief te nemen konden de bestaande aandelenbezitters profiteren van het belastingvoordeel vervat in het Monory-luik. Deze vestzak-broekzakoperatie verhoogde uiteraard de activiteit op de beurs en gaf de indruk dat nieuwe groepen van beleggers toestroomden. Juiste cijfers over deze slimme manier van belastingvoordeel binnenhalen bezit men niet. Wel zijn er indicaties van de proporties die de oneigenlijke operatie heeft aangenomen. In samenwerking met de Bank Brussel Lambert hebben een aantal universitaire onderzoekers een enquête gehouden en kunnen constateren dat in 78,8 procent van de gevallen waarbij nieuwe aandelen werden uitgegeven, het de familieleden van de bestaande aandeelhouders waren die deze aandelen hebben gekocht 4).

Een indicatie voor de geringe effecten van de Monory-formule op de spreiding van het aandelenbezit is ook het succes van de beleggingsfondsen die de fiscale voordelen van de aandelenwet mogen gebruiken. De echte aandeelhouders, d.w.z. individuen die zich interesseren voor een onderneming, kopen over het algemeen geen deelbewijzen in beleggingsfondsen. De kopers van deze deelbewijzen zijn in de regel de kleine beleggers die uit zijn op een goed rendement. In het geval van de beleggingsfondsen die van de aandelenwet mogen profiteren mogen we aannemen dat de kopers van deze deelbewijzen uitsluitend uit waren op de fiscale voordelen. Wanneer de termijn zal verstrekken om nog in aanmerking te komen voor dat voordeel, zullen deze beleggers wellicht hun stukken verkopen.

In de marge van dit alles zou men zich kunnen afvragen in welke mate de aandelenwetten inderdaad de oprichting van nieuwe ondernemingen hebben bevorderd. Is er werkelijk sprake geweest van een lawine aan stichtingen van nieuwe ondernemingen?

Onder het regime van de aandelenwet zijn vele nieuwe NV's opgericht. Doch vele van deze vennootschappen zijn niet echt nieuw. Ze waren reeds voordien actief, maar dan onder een andere juridische vorm. Of ze werden geliquideerd en daarna opnieuw opgericht om te kunnen profiteren van de aandelenwet. Ook profiteerden veel ondernemingen van de aandelenwetten om hun converteerbare obligatieleningen om te zetten in aandelen. Dat mocht

immers. Het was voldoende dat voor 60 procent van het ingezamelde kapitaal in België productieve investeringen werden verricht om in aanmerking te komen. Bovendien reageerde het Ministerie van Financiën steeds zeer soepel bij het toekennen van het label „aandeel met fiscaal voordeel". Slechts weinig verzoeken werden afgewezen.

Aandelenkoersen

De aandelenwetten zouden een gunstig effect gehad hebben op de aandelenkoersen op de Brusselse effectenbeurs. In financiële en beurskringen wordt met nadruk gewezen op de flinke stijgingspercentages van de algemene index op de contante markt. Het is onmiskenbaar dat de aandelenkoersen zich te Brussel sinds 1982 behoorlijk hersteld hebben, dit na een periode van grote malaise. De algemene index van de Belgische waarden steeg in 1983 met 17,93 procent en in 1984 met 16,26 procent.

Tabel. Beurs van Brussel, algemene index op de contante markt (1963 = 100)

Einde periode	Index	Groei-percentages
1980	83,13	-
1981	87,24	+ 4,95
1982	102,88	+ 17,93
1983	136,16	+ 32,35
1984	158,30	+ 16,26

Bron: beurscommissie van Brussel.

Deze opmerkelijke stijgingspercentages doen inderdaad vermoeden dat de Belgische belegger weer het volste vertrouwen heeft gekregen in het Belgische aandeel. Doch of dat zuiver en alleen het gevolg is van de aandelenwet moet toch genuanceerd worden. Ook op de Amsterdamse effectenbeurs stegen de koersen met gelijke percentages in de beschouwde periode. Ten aanzien van de beurs in Brussel bleven alleen de koersen in Hong-Kong, New York, Tokio en Londen achter. In landen waar men in dezelfde periode ook overging tot het uitvaardigen van aandelenwetten in zin van de Belgische was het effect ervan

2) Twee jaar aandelenwet, *Kredietbank Weekberichten*, 39e jg., nr. 14, 6 april 1984.

3) De meeste studies spreken over een herstel van het eigen vermogen der ondernemingen. Zie o.a. De Belgische economie twee jaar na de devaluatie, *Kredietbank Weekberichten*, 39e jg., nr. 11, 16 maart 1984; Financiële en economische portretten van de verwerkende nijverheid 1977-1983, *Paribas, Economische Berichten*, nr. 28, december 1984; Rentabiliteitsontwikkeling in de Belgische industriële bedrijven 1979-1983, *Weekberichten*, 40e jg., nr. 27, 2 augustus 1985; De rentabiliteit van de Belgische chemie in 1984: herkenbaar succes, maar inspanningen moeten voortgezet worden, *Informaties*, 17 juni 1985.

4) Th. Bellefontaine e.a., Cooreman-luik van de Koninklijke Besluiten nrs. 15 en 150 ter aanmoediging van het risicodragend kapitaal in België: conclusies van een enquête uitgevoerd door de BBL-FDNP-RUG, *Accountancy en Bedrijfskunde*, jg. 9, 1984, nr. 1, blz. 36-42.

op de beursindex evenwel groter dan in Brussel. Oslo klom met 122 percent en Kopenhagen met 112 percent.

Het koersverloop wordt uiteraard niet bepaald door slechts één factor. Belangrijk is de te verwachten termijn rentevoet op langere duur, het koersverloop op de beurs in New York, de effectieve wisselkoersen en het verloop van de conjunctuur. Vooral voor de Brusselse beurs zijn het internationale beursklimaat én de binnenlandse conjunctuur van overwegend belang. Ook de verwachting dat de politiek van de regering-Martens ondernemersvriendelijk zou zijn, stimuleerde de interesse voor het beleggen in aandelen. De belegger hoopte immers dat de dividenden ook de hoogte zouden inschieten. Het effect van de aandelenwet moet dus sterk gerelativeerd worden.

Nieuwe investeringen

Een belangrijke doelstelling van de aandelenwet was de ondernemingen de gelegenheid te geven in ruime mate nieuwe middelen aan te trekken om nieuwe investeringen te kunnen verrichten. Wat is hiervan terechtgekomen? Hebben de ondernemingen inderdaad meer geïnvesteerd en hebben ze dat gedaan op grond van overwegingen eigen aan het Cooreman-luik?

Wat het verloop van de investeringen in de industrie betreft, zijn de cijfers zonder meer teleurstellend geweest. Op grond van de BTW-aangiften in 1982 en 1983 zijn de investeringen nauwelijks toegenomen. In lopende prijzen voor alle uitgiften samen was de stijging 11,6 percent in 1982 en 0,1 percent in 1983. Voor 1983 betekende dat dus een reële daling van de investeringen. De investeringsneiging was bepaald zwak in de nijverheid met een stijging van 9,4 percent in 1982 en een daling van 0,2 percent in 1983 (in lopende prijzen), terwijl de investeringen in de niet-industriële sectoren sterker toenamen: respectievelijk een toename van 14,1 percent in 1982 en 3,3 percent in 1983.

We moeten wachten tot 1984 voordat de investeringen werkelijk iets aantrekken, maar dan is het effect van de Cooreman-wet al voorbij. In 1984 lagen de investeringen in de nijverheid 11,8 percent hoger dan in 1983 en in de overige zelfs met 20,6 percent. Hierdoor kwam men op een gemiddelde stijging van 16,5 percent in 1984 ten aanzien van 1983 5).

De investeringsneiging is dus niet of nauwelijks geprikkeld door de aandelenwet. Tot die conclusie komt ook de reeds geciteerde studie verricht door de Bank Brussel Lambert. De geënquêteerde ondernemingen uit de steekproef lieten weten dat voor 76,6 percent van de investeringen de beslissing niet was bepaald door de aandelenwet. Ook in 80 percent van de gevallen dat een nieuwe onderneming werd gesticht, gebeurde dit onafhankelijk van de aandelenwet.

Investeringen kunnen in de meeste gevallen zorgen voor extra activiteit in de sector van de kapitaalgoederen. Ook zorgen

investeringen, als ze bestemd zijn voor uitbreiding van de activiteiten, voor meer werkgelegenheid. In welke mate hebben de aandelenwetten nu gezorgd voor meer werkgelegenheid? Uit dezelfde enquête verricht door de Bank Brussel Lambert blijkt dat 70 percent van de ingezamelde middelen gebruikt werd voor investeringen doch dat daarvan slechts 22 percent gebruikt werd voor het creëren van meer arbeidsplaatsen. De rest werd gebruikt voor het behoud van de bestaande werkgelegenheid of desnoods voor automatisering waarbij wel eens werkgelegenheid zou kunnen verloren gaan.

Conclusie

De effecten van de Belgische aandelenwet zouden wel eens minder gunstig kunnen zijn dan over het algemeen in de financiële pers werd aangenomen. Ten eerste zouden de aandelenwetten niet of nauwelijks een factor zijn geweest bij het stimuleren van de economische heropleving. Ten tweede heeft de aandelenwet zeker niet direct bijgedragen tot het populariseren van het beleggen in risico-dragend kapitaal. Veel spaarders en beleggers werden alleen aangetrokken omwille van het snelle voordeel en zullen op afzienbare termijn weer terugkeren naar de hun vertrouwde vormen van „veilig” beleggen in vastrentend papier. Ten derde hebben de aandelenwetten een ongunstig effect gehad op de schatkist, die immers vele miljarden franken aan inkomsten uit de vennootschaps- en de dividendbelasting verloren zag gaan. Dat verlies aan belastinginkomsten moet in elk geval via het aangaan van nieuwe leningen opgevuld worden.

In een onlangs door het Belgische Ministerie van Economische Zaken gepubliceerde studie wordt trouwens sterk de nadruk gelegd op de fiscale en budgettaire gevolgen van de zo geroemde aandelenwet 6). In deze studie wordt onder andere gesteld dat de aandelenwet vooral voordelig is uitgevallen voor de bestaande aandeelhouders die – hoe dan ook – koerswinsten boekten op hun bezit en daarbij nog eens extra voordelen binnenhaalden via het Monory-luik. De aandeelhouders moeten vooral zoeken in de hogere-inkomensgroepen en hier tikken de belastingvoordelen extra aan onder invloed van de progressiviteit van de inkomstenbelasting.

Doch dit alles is nog niet het enige effect. De belastingvoordelen zouden een negatief effect hebben op het begrotingsevenwicht. Door de aandelenwet zou het verlies aan opbrengsten voor de schatkist uitkomen op minimaal Bfr. 23,1 mrd. Daar de lopende begroting in België inmiddels gewend is jaarlijks een tekort te tonen van rond de Bfr. 300 mrd., zou een dergelijke aderlating onverantwoord zijn. De reeds genoemde studie rekent ook nog eens voor welke de gevolgen op lange termijn zullen zijn van de belastingvoordelen. Bij een ongewijzigde toestand zou het cumulatief effect ervan voor 1995 te becijferen zijn op een extra stijging van de Belgische staat-

schuld met minimaal Bfr. 142 mrd. Een pessimistische prognose komt uit op Bfr. 191 mrd.

Omdat de Belgische staat toch al enorme bedragen moet lenen om aan de lopende verplichtingen te voldoen en daardoor sinds 1979 voortdurend beroep moest doen op buitenlandse leningen, zou de regering-Martens nooit dergelijke belastingvoordelen hebben mogen toekennen. Door het laten toenemen van het tekort moet de overheid immers een beroep doen op de kapitaalmarkt, die daardoor nog meer overspannen zal raken. Hierdoor zal de rentestand nog ongunstiger worden en dit zal dan weer een negatief effect hebben op de ondernemingen die in de toekomst voor de financiering van hun investeringen weer naar de kapitaalmarkt moeten. De enige uitweg is dan weer komen met een nieuwe aandelenwet, wat uiteindelijk uitmondt in een niet meer te stuiten waterval van fiscale voordelen voor de beleggers. Een gunstig effect op de korte termijn zou daarom wel eens op de lange termijn kunnen zorgen voor een niet meer in de hand te houden begrotingsperikelen.

André Mommen

5) Nationale Bank van België, *Verlagen*, 1982, 1983, 1984.

6) E. van Wesemael, *De aandelenwet: een evaluatie*, Dossier 4/85, Ministerie van Economische Zaken, Brussel.