



## Markt en fiscaliteit

**Auteur(s):**

Jonkhart, M.J.L.

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4057, pagina 419, 8 mei 1996

**Rubriek:**

Column

**Trefwoord(en):**

belastingen, beleggen, corporate, governance

**Een discussie die langzamerhand overal te pas maar vooral te onpas opduikt, is die over beschermingsconstructies. Neem nu het onderwerp preferente aandelen. 'Beschermingsconstructie' wordt er onmiddellijk uit allerlei hoeken geroepen en dat schijnt dan synoniem te staan voor 'verwerpelijk'. Los van de vraag of beschermingsconstructies verwerpelijk zijn - waarom toch die hetze? - ken ik maar heel weinig gevallen waarin preferente aandelen als zodanig zijn bedoeld. De vele fraaie emissies van de laatste tijd van grote, veelal beursgenoteerde ondernemingen behoren daar bij mijn weten in elk geval niet toe. Daar gaat het gewoon om versterking van het eigen vermogen, meestal nodig geworden door sterke expansie al dan niet gepaard gaande met een grote overname.**

Critici zullen zich afvragen waarom die ondernemingen dan niet gewone aandelen uitgeven als zij het 'zo eerlijk' bedoelen. Het antwoord is in de meeste gevallen heel simpel: preferente aandelen zijn veel goedkoper. Door een ander soort aandelen te creëren dan de reeds uitstaande is de keuze van de koers van uitgifte in wezen vrij, zolang er maar een marktconform rendement wordt geboden. Daardoor wordt het mogelijk om voor verhoudingsgewijze beperkte bedragen zgn. 5%-pakketten te creëren. De bedoeling daarvan is *niet* om bescherming te verkrijgen maar om een belegger in aanmerking te laten komen voor de fiscale deelnemingsvrijstelling. Het fiscale voordeel dat daardoor ontstaat maakt het mogelijk te emitteren tegen lagere vermogenskosten dan anders het geval was geweest. Dat daarmee tevens een situatie is gecreëerd waarin een beperkt aantal partijen elk relatief veel zeggenschap hebben verkregen, is eerder een nadeel dan een voordeel. En in elk geval is een nadeel dat de aard van de constructie met zich meebrengt dat dergelijke aandelen maar beperkt verhandeld zullen worden.

En daarmee ben ik bij de kern van de zaak: de verstrekkende invloed die de fiscaliteit - veelal onbedoeld, en dat is nog het ergste - op de werking van de kapitaalmarkt heeft. In dit geval is het dus de deelnemingsvrijstelling. Die heeft ervoor gezorgd dat onder beleggers de nationale hobby is ontstaan om 5%-pakketten te verzamelen. Het noodlot wil echter dat er maar twintig van dit soort pakketten per beursgenoteerde onderneming bestaan, allerlei ingewikkelde en soms zelfs zeer vergezochte constructies daargelaten. Is er ooit wel eens nagedacht over de consequenties die dat heeft voor de Amsterdamse Effectenbeurs als marktplaats? Is het gek dat in zo'n situatie de liquiditeit van vele beursfondsen ernstig te wensen overlaat? Is het gek dat de koersvorming op zo'n beurs, waar zovele pakketten om fiscale redenen in vaste handen zitten, van tijd tot tijd niet adequaat reageert op nieuwe informatie? En is het gek dat daardoor het gemiddelde prijsniveau - lees: de koers/winst verhouding - mede wordt gedrukt (maar soms ook rare uitslagen naar boven maakt)?

Zou de fiscus er veel aan tekort komen als de deelnemingsvrijstelling verlaagd zou worden van 5% naar bijvoorbeeld 1%? Ik denk het niet. Aangenomen mag worden dat op dit moment reeds een groot deel van de aandelen zodanig bij beleggers zitten dat over de dividenden en de koerswinsten geen belasting wordt betaald: de meeste zitten immers of bij pensioenfondsen, of in 5%-pakketten of bij beleggingsfondsen en -instellingen die er op zich ook op gericht zijn de belastingdruk voor hun beleggers zoveel mogelijk te verlagen. Feitelijk zal er dus ook op dit moment maar over een vrij beperkt deel van de uitstaande aandelen belasting worden betaald.

Moraal van dit verhaal: als de politiek het werkelijk goed meent met Amsterdam als financieel centrum, als men werkelijk van allerlei expliciete maar vooral ook impliciete belemmeringen op de vrije verhandeling van aandelen af wil, dan zou het wel eens een heel verstandige maatregel kunnen zijn om de deelnemingsvrijstelling van 5% naar 0,5 of 1% te verlagen. In de praktijk zijn dit bovendien vaak nog steeds partijen die daadwerkelijk als aandeelhouder wat hebben te zeggen.