

BEDRIJFSECONOMISCHE ASPECTEN VAN DE VERMOGENSAANWASDELING

door Dr. H. Meijers

Dit artikel is een bespreking van het gelijknamige proefschrift waarop ik op 17 april 1980 ben gepromoveerd tot doctor in de economische wetenschappen. Van dit proefschrift is een handelseditie verschenen bij uitgeverij Stenfert Kroese te Leiden. Vermogensaanwasdeling (VAD) wordt gedefinieerd als een regeling krachtens welke de werknemers een deel van de door de onderneming behaalde overwinst in de vorm van vermogenstitels krijgen uitgekeerd. Bij uitkering van het werknemersdeel in de vorm van contanten is er sprake van (over-)winstdeling, waarbij we slechts van VAD (in ruime zin) spreken indien de uitkering in geblokkeerde vorm dient te worden gespaard.

In het tweede hoofdstuk worden de belangrijkste VAD-voorstellen besproken die in Nederland in de periode 1945-1980 zijn gedaan. Het accent ligt daarbij op de bedrijfseconomische aspecten, met name op de wijze van vaststelling van de overwinst.

In hoofdstuk 3 wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste (voorstellen voor) VAD-regelingen in Frankrijk, Duitsland, Denemarken, Engeland en Zweden. Alleen in Frankrijk is er een VAD-stelsel van kracht, en wel al sinds 1967.

In hoofdstuk 4 worden de belangrijkste Nederlandse VAD-voorstellen vergeleken voor wat betreft de mogelijke opbrengst voor de werknemers. Dit gebeurt met behulp van een fictieve onderneming, waarvan de balansverhoudingen overeenkomen met het gemiddelde van de op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen. Hierbij blijkt de opbrengst steeds lager te zijn, naarmate het een meer recent voorstel betreft. Daarnaast zal er ook bij redelijk hoge winsten niet of nauwelijks VAD door de ondernemingen zijn verschuldigd.

In hoofdstuk 5 wordt een schatting gemaakt van de mogelijke totale VAD-opbrengst voor het gehele Nederlandse bedrijfsleven. Volgens de in 1978 door het kabinet Van Agt ingediende VAD-wetsvoorstellen zou de VAD voor het eerst van kracht zijn voor de winsten behaald in 1977. Het kabinet schatte daarbij de individuele VAD, welke toevalt aan de werknemers van de bedrijven die de betreffende winst behalen, op 60 à 70 miljoen gulden, en de collectieve VAD, welke bestemd is voor de verbetering van de pensioenen van alle werknemers exclusief de ambtenaren, op 150 à 200 miljoen gulden. De door ons gemaakte schatting valt lager uit, nl. 40 miljoen gulden voor de individuele en 160 miljoen gulden voor de collectieve VAD. Het merendeel hiervan (meer dan 60%) zal afkomstig zijn uit de aardgaswinning. Overigens zijn deze schattingen, bij gebrek aan betrouwbare data, aan grote onzekerheid onderhevig.

Op 24 april 1980 heeft het kabinet, door middel van een brief aan de Tweede Kamer, een aantal voorgenomen wijzigingen van de in 1978 ingediende wetsontwerpen aangekondigd. De VAD zal hierdoor voor het eerst van kracht kunnen zijn voor het jaar 1980, voor welk jaar de opbrengst volgens de rege-

ring zo'n 300 miljoen gulden kan bedragen. Volgens onze schattingen kan deze opbrengst in 1980 nu stijgen tot 360 miljoen gulden, waarvan dan wel 77% afkomstig zal zijn uit de aardgaswinning. De voorgenomen wijzigingen en de mogelijke opbrengst zijn door ons besproken in een artikel in het weekblad Economisch Statistische Berichten van 7 mei 1980.

De normale vergoeding over het eigen vermogen

De VAD dient te worden uitgekeerd uit de door de ondernemingen behaalde overwinsten. Onder „overwinst” wordt daarbij verstaan de netto winst minus een „redelijke” ofwel „normale” vergoeding over het in de onderneming geïnvesteerde eigen vermogen. In hoofdstuk 6 wordt door ons de hoogte van deze normale vergoeding besproken. Volgens de door het kabinet Den Uyl ingediende wetsvoorstellen werd de normale vergoeding bepaald door het gemiddelde effectieve rendement op een pakket langlopende staatsleningen te verhogen met een risico-opslag van twee procentpunten. Dit percentage werd dan berekend over het eigen vermogen per ultimo van het boekjaar. De omvang van het eigen vermogen werd bepaald door het fiscale eigen vermogen via een in de wetsontwerpen vastgelegde methode globaal op actuele waarde te brengen.

In de voorstellen van het kabinet Van Agt is de risico-opslag verhoogd tot drie procent punten, maar wordt de normale vergoeding berekend over het eigen vermogen per begin van het boekjaar. Doordat het eigen vermogen gedurende het jaar toe kan nemen (door winsthouding en aandelenemissies) hoeft deze wijziging echter geen daling van de overwinst te impliceren.

Bedrijfseconomisch is er pas sprake van overwinst bij een winst welke hoger is dan de door de verschaffers van het eigen vermogen minimaal gewenste rentabiliteit, ofwel de vermogenskostenvoet. Deze vermogenskostenvoet is o.a. afhankelijk van de onzekerheid omtrent de opbrengsten van het door de verschaffers van het eigen vermogen geïnvesteerde eigen vermogen. Zo is volgens de theorie van het Capital-Asset-Pricing-Model de vermogenskostenvoet afhankelijk van de opbrengst van een risicoloze belegging, de opbrengst van de marktportefeuille, en de omvang van het, niet weg-diversificeerbare, systematische risico.

Besproken worden een aantal onderzoeken naar de hoogte van de vermogenskostenvoet, en dus van de risico-opslag. Daarnaast maken we ook zelf een schatting van de vermogenskostenvoet van de Nederlandse ondernemingen. Hierbij wordt o.a. gebruik gemaakt van het uit de literatuur bekende Gordon-Shapiro-groeimodel, waarbij wordt verondersteld dat de waarde van de aandelen gelijk is aan de tegen de gewenste opbrengstvoet contant gemaakte dividenden. Verondersteld wordt dat de dividenden dan jaarlijks met eenzelfde percentage zullen toenemen.

Op basis van zowel de van anderen besproken, als de eigen onderzoeken blijkt de in de wetsontwerpen vastgelegde normale vergoeding een redelijke schatting te zijn van de, gemiddeld, door de verschaffers van het eigen vermogen gewenste rentabiliteit. Beredeneerd werd verder dat de invloed van een eventuele invoering van de voorgestelde VAD-regelingen op deze gewenste rentabiliteit slechts zeer gering zal zijn.

Ook de in de wetsontwerpen vastgelegde periodieke vergoeding op de eventueel uit te geven VAD-bewijzen (één van de vormen waarin de onderneming de verschuldigde VAD kan uitkeren) blijkt een redelijke benadering van het door de beleggers voor dit type waardepapieren vereiste rendement.

De overwinstbepaling

Naast de hoogte van de normale vergoeding zijn ook de wijze van winstbepaling en de omvang van het eigen vermogen bepalend voor de omvang van de overwinst. In de VAD-wetsontwerpen wordt voor de winst genomen het belastbare binnenlandse bedrag minus de verschuldigde belastingen. Bij de bepaling van het eigen vermogen wordt het fiscale eigen vermogen globaal op actuele waarde gebracht middels een, in de wetsontwerpen vastgelegde, herwaardering van de activa, waarbij het gehele verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale waarde van de activa aan het eigen vermogen wordt toegerekend. Daarnaast mag bij de overwinstbepaling gedurende de eerste tien jaren na invoering van de VAD jaarlijks één twintigste deel van de herwaardering op het moment van invoering van de VAD in mindering worden gebracht op de fiscale winst. Dit om compensatie te bieden voor het feit dat waardestijgingen die reeds zijn ontstaan vóór invoering van de VAD bij latere fiscale realisatie tot overwinsten zouden kunnen leiden, waardoor de regeling een indirecte terugwerkende kracht zou krijgen.

Een belangrijk discussiepunt is, of door de berekening van een normale vergoeding, welke gebaseerd is op het rendement op staatsleningen, en welke derhalve een inflatie-component bevat, over een geherwaardeerd eigen vermogen, een dubbeltelling optreedt. Beredeneerd wordt dat dit niet het geval is.

Wel is er sprake van een te hoge normale vergoeding doordat er bij de herwaardering van het eigen vermogen geen rekening wordt gehouden met de fiscale latentie die op deze herwaardering rust. Zo krijgen de verschaffers van het eigen vermogen een normale vergoeding over deze latente belasting-schuld.

Daarnaast zal er wel sprake zijn van een dubbeltelling voor zover de fiscale winst niet zuiver nominalistisch wordt bepaald, zoals bij toepassing van substantialistische voorraadwaarderingssystemen zoals de ijzeren voorraad of het lifo-stelsel. Ook de verwerking van de WIR premies leidt tot een te lage waarde van de overwinst.

In hoofdstuk 7 wordt verder de bepaling van de overwinst op de wijze van de wetsontwerpen geïllustreerd met behulp van de fictieve onderneming welke ook al in hoofdstuk 4 was gebruikt. Met behulp hiervan wordt het effect op de overwinst gedemonstreerd van het tegemoetkomen aan de door ons gesignaleerde bezwaren tegen de wijze van overwinstbepaling volgens de wetsontwerpen. Daarnaast bepalen we de overwinst ook onder een substantialistisch systeem van winstbepaling (Actuele waarde). Bij toepassing van een substantialistisch winstbegrip dient de normale vergoeding te worden gezuiverd van de inflatiecomponent, aangezien er anders een dubbeltelling zou optreden.

Tenslotte ontwikkelen we een eigen „vermogensaanwas”-begrip, waarbij

we uitgaan van de mutatie in de reële waarde voor de aandeelhouders. Bij toepassing hiervan blijkt het probleem van de stille reserves gemakkelijk oplosbaar.

In hoofdstuk 8 wordt het systeem van inflatieneutrale winstberekening, zoals voorgesteld door Prof. Mr. H. J. Hofstra, besproken, met name voor zijn consequenties voor de overwinstbepaling. Een en ander wordt wederom geïllustreerd met de eerder vermelde fictieve onderneming.

De gevolgen van de VAD voor de winst toekomstend aan de aandeelhouders, voor de waarde van de aandelen, en de financiële structuur

In hoofdstuk 9 gaan we na welke de feitelijke omvang kan zijn van de door een onderneming af te dragen VAD. We bestuderen daarbij de invloed van een aantal relevante factoren, zoals de dividendpolitiek, de herwaardering, eventuele aandelenemissies, het aandeel van het buitenland, en fiscaal niet belaste winstbestanddelen. De VAD wordt hierbij uitgedrukt in procenten van de voor de aandeelhouders beschikbare winst en in procenten van de waarde van het eigen vermogen. De analyse geschiedt voor de drie meest recente VAD-voorstellen, zowel voor het eerste als voor het elfde jaar na invoering van de VAD.

In hoofdstuk 10 wordt een model ontwikkeld ter bepaling van de invloed van de VAD op de waarde van de aandelen. Uitgangspunt daarbij is dat de waarde van de aandelen bepaald wordt als de contante waarde voor de aandeelhouders van de dividenden die zij uit de aandelen zullen ontvangen.

De bepaling van de door de aandeelhouders gewenste opbrengstvoet geschiedt endogeen, waarbij deze o.a. afhankelijk is gesteld van de dividendpolitiek van de onderneming en van de rentabiliteit van het eigen vermogen. Verschillende formules worden afgeleid voor de drie meest recente VAD-voorstellen en voor de verschillende vormen waarin de VAD kan worden uitgekeerd. (Aandelen, contanten of „VAD-bewijzen“.) Nagegaan wordt ook de invloed van de in hoofdstuk 9 reeds behandelde relevante factoren.

Voor de verschillende voorstellen en uitkeringsvormen wordt met behulp van computerprogramma's het effect van de VAD op de financiële structuur na 10 en na 25 jaar bestudeerd. Daarbij wordt het aandeel van de VAD-gerechtigden in het eigen vermogen van de onderneming zowel bepaald als percentage van de intrinsieke waarde alsook als percentage van de marktwaarde van het eigen vermogen.

Zowel voor wat betreft de invloed van de VAD op de aan de aandeelhouders toekomende winst, als voor de waarde van de aandelen en de financiële structuur van de onderneming geldt dat de herwaardering van het eigen vermogen de belangrijkste bepalende factor is. In de meeste gevallen zal de invloed van de VAD echter nihil of zeer gering zijn. Daarbij is het effect van de door het kabinet Van Agt ingediende voorstellen geringer dan van de voorstellen van het kabinet Den Uyl.

In het laatste hoofdstuk worden een aantal slotopmerkingen gemaakt over mogelijke positieve effecten van de VAD op de winstgevendheid van de ondernemingen, over de invloed op de omvang van de investeringen, over het totaal van VAD en vennootschapsbelasting, en over de vraag wie uiteindelijk

de lasten van de VAD zal dienen te dragen. Tot slot wordt een overzicht van de belangrijkste conclusies gegeven. Toegevoegd zijn een literatuuroverzicht en een summary in de Engelse taal.

Een nieuw VAD-voorstel

Op 24 april 1980 heeft de regering in een brief aan de Tweede Kamer een aantal beleidsvoornemens bekend gemaakt betreffende de wijziging van de eerder door haar ingediende VAD-wetsontwerpen. De belangrijkste wijzigingen zijn een verschuiving van de ingangsdatum (de VAD zal nu niet eerder ingaan dan per 1 januari 1980 i.p.v. 1977), en de aankondiging dat de gehele VAD fiscaal aftrekbaar zal worden. (Eerder was alleen de individuele VAD fiscaal aftrekbaar gesteld.) De nieuwe voorstellen zijn reeds door ons besproken in het eerder vermelde artikel in het weekblad E.S.B. dd. 7 mei 1980.

Voor het merendeel van de ondernemingen zullen de voorgestelde wijzigingen geen invloed hebben op de omvang van de af te dragen VAD. Wel zal het effect op de winst toekomstend aan de aandeelhouders, op de waarde van de aandelen en op de financiële structuur (dat toch al zeer gering was) verder verminderen door de volledige fiscale aftrekbaarheid. Nieuwe door ons uitgevoerde berekeningen tonen aan dat de conclusies nauwelijks zullen veranderen.

Aangezien de wijze van overwinstbepaling geheel ongewijzigd blijft, behouden ook de daarop betrekking hebbende hoofdstukken volledig hun actualiteit.

Literatuur

Meijers, H., *Bedrijfseconomische aspecten van de vermogensaanwasdeling*, Uitgeverij H. E. Stenfert Kroese B.V., Leiden 1980.

Meijers, H., Een nieuw VAD-voorstel van de regering: de belastingbetaler betaalt het gelag, *Economisch Statistische Berichten*, 65e jaargang no. 3253, 7 mei 1980, pag. 540-543.