

Herziening van de waardering van de niet-genoteerde aandelen en overige deelnemingen in de financiële rekeningen.

1. Inleiding

In de financiële rekeningen werd een methodologische aanpassing doorgevoerd aangaande de uitstaande bedragen aan niet-beursgenoteerde aandelen uitgegeven door de niet-financiële vennootschappen en het buitenland. Voorheen werden deze gewaardeerd aan eigen vermogen. Het Europees systeem van nationale rekeningen (ESR 1995) vraagt evenwel een waardering volgens marktwaarde. De uitstaande bedragen van de niet-genoteerde aandelen uitgegeven door de niet-financiële vennootschappen en het buitenland werden daarom geherwaardeerd. Er werden ook enkele andere methodologische wijzigingen in verband met de niet-beursgenoteerde aandelen en overige deelnemingen doorgevoerd. Deze herziening heeft een impact op de tabellen betreffende de financiële rekeningen in hoofdstuk 12 "Financiële nationale rekeningen van België", in de tabellen 15.3 tot 15.6 over de financiële activa van de niet-financiële vennootschappen en de particulieren en in de tabellen 16.1.3 en 16.1.4 over de verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen.

2. De marktwaarde van niet-beursgenoteerde aandelen

In het ESR 1995 kan men drie soorten aandelen onderscheiden¹, met name de beursgenoteerde aandelen, de niet-beursgenoteerde aandelen en de overige deelnemingen. De beursgenoteerde aandelen betreffen aandelen waarvan de koersen op een erkende beurs of secundaire markt worden genoteerd. De niet-beursgenoteerde aandelen hebben geen notering maar zijn in principe vlot verhandelbaar. In België zijn dit aandelen uitgegeven door voornamelijk naamloze vennootschappen (NV). Alle soorten deelnemingen die niet tot de twee vorige categorieën gerekend kunnen worden, zijn overige deelnemingen. Het gaat hier dan voornamelijk om deelnemingen die minder vlot verhandelbaar zijn en die het kapitaal vertegenwoordigen in personenvennootschappen, zoals bvb. de besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (BVBA) en de coöperatieve vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (CVBA).

De waardering van deze drie categorieën van aandelen is verschillend². De uitstaande bedragen van de beursgenoteerde aandelen worden bepaald aan de hand van de representatieve koersen op de beurs, met ander woorden de marktwaarde, op het einde van de beschouwde periode. Niet-beursgenoteerde aandelen moeten volgens het ESR 1995 ook gewaardeerd worden aan marktwaarde. Die marktwaarde moet geraamd worden aan de hand van aandelen die wel op de beurs verhandeld worden. Ten slotte moeten de overige deelnemingen gewaardeerd worden aan eigen vermogen (of een of andere berekening van het netto-actief).

1. Zie Europees systeem van rekeningen 1995 (ESR1995), §5.86-5.95.

2. Zie Europees systeem van rekeningen 1995 (ESR1995), §7.52-7.56.

2.1 Passief

In de financiële rekeningen werden de niet-beursgenoteerde aandelen uitgegeven door niet-financiële vennootschappen¹ en het buitenland tot op heden echter gewaardeerd aan de waarde van het eigen vermogen op de balans van de onderneming. Om de marktwaarde van niet-beursgenoteerde aandelen te ramen, wordt in het ESR 1995 een methode aangereikt gebaseerd op de kapitalisatieratio. Deze ratio is het quotiënt van de marktwaarde van de genoteerde aandelen over de waarde van het eigen vermogen van die genoteerde aandelen. Deze ratio wordt vervolgens vermenigvuldigd met de waarde van het eigen vermogen van de niet-beursgenoteerde aandelen om hun marktwaarde te bekomen. Er dient echter rekening gehouden te worden met de bedrijfstak van de onderneming en mogelijke verschillen in de liquiditeit.

Om deze methode in de praktijk om te zetten, werden de aanbevelingen van een Europese werkgroep, georganiseerd door Eurostat, gevolgd. De kapitalisatieratio's worden berekend als het gewogen gemiddelde van alle ratio's (beurswaarde over eigen vermogen) van de genoteerde aandelen. Hierop worden echter een aantal aanpassingen doorgevoerd. De genoteerde aandelen met een zeer laag of zelfs negatief eigen vermogen worden niet in de berekening opgenomen omdat ze zeer hoge of negatieve kapitalisatieratio's zouden kunnen vertonen. Vervolgens worden de ratio's nog aangepast omdat beursgenoteerde aandelen meer liquide zijn dan niet-beursgenoteerde aandelen. Dit gebeurt op twee manieren. In de eerste plaats worden aandelen die opgenomen zijn in de Dow Jones STOXX 600-index uitgesloten van de berekening. Eind 2007 worden daarom veertien Belgische genoteerde aandelen niet meegerekend. Deze aandelen hebben namelijk een zeer hoge liquiditeit; ze worden van nabij gevolgd door vele analisten, komen vaak voor in de portefeuille van institutionele beleggers en worden ook verhandeld door ETF's². Ten tweede wordt van de bekomen ratio's een liquiditeitspremie afgetrokken. Deze premie drukt het verschil uit in liquiditeit tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde aandelen. Op basis van empirisch onderzoek wordt de liquiditeitspremie per hypothese vastgelegd op 20%³. Op deze manier wordt een goede macro-economische raming gemaakt van de marktwaarde van het totale uitstaande bedrag aan niet-beursgenoteerde aandelen.

De buitenlandse niet-beursgenoteerde aandelen werden ook geherwaardeerd. De methodologie ziet er echter anders uit dan voor de Belgische niet-genoteerde aandelen. Tot op heden werden de uitstaande bedragen bepaald door de uitstaande bedragen van de vorige periode te herwaarderen en daarbij de transacties van de huidige periode, afkomstig van de gegevens van de betalingsbalans, op te tellen. Die herwaardering bestond uit een gedeeltelijke toepassing van een prijsindex van buitenlandse genoteerde aandelen. In de nieuwe methodologie wordt deze herwaardering evenwel volledig in rekening gebracht. Hierdoor zullen de niet-beursgenoteerde buitenlandse aandelen een vergelijkbare prijsevolutie volgen als de genoteerde buitenlandse aandelen, net zoals de niet-beursgenoteerde Belgische aandelen de prijsevolutie van de genoteerde Belgische aandelen weerspiegelen, hoewel voor deze laatste een meer verfijnde methode kan worden toegepast⁴.

2.2 Actief

Wanneer een herwaardering naar marktwaarde wordt uitgevoerd van de niet-beursgenoteerde aandelen op het niveau van de uitgevers (passiefzijde), moet men ervoor zorgen dat ook het houderschap (actiefzijde) aan marktwaarde wordt gewaardeerd. Daarom werden enkele aanpassingen aangebracht bij de bronnen van de bezitters van niet-beursgenoteerde aandelen. Bijvoorbeeld de jaarrekeningen neergelegd door de niet-financiële vennootschappen vermelden op het actief van de balans immers niet de marktwaarde maar een boekwaarde (vaak de aanschaffingswaarde) van de participaties in hun bezit. Deze boekwaarde worden op marktwaarde gebracht in twee stappen. Eerst wordt de boekwaarde geherwaardeerd naar een eigen vermogen-waardering door gebruik te maken van informatie in de toelichting bij de jaarrekening omtrent de deelnemingen. Vervolgens worden dezelfde

1. De valorisatie van niet-beursgenoteerde aandelen uitgegeven door financiële vennootschappen is reeds gebaseerd op de beurswaarde van de genoteerde financiële aandelen.
2. Exchange traded funds zijn beleggingsfondsen die op de beurs worden verhandeld. Het investeringsdoel van een ETF is het zo nauwkeurig mogelijk volgen van een onderliggende beurindex.
3. Voor bijkomende info, zie bvb. de publicatie van INSEE, L'estimation d'une valeur de marché des actions non cotées, *Économie et Statistique* N° 366, 2003, pp. 97-117.
4. De methode voor de Belgische aandelen kan niet worden gevolgd wegens gebrek aan afdoende informatie, waaronder details over de participaties in het buitenland, de eigen vermogens en de kapitalisatieratio's.

kapitalisatieratio's gebruikt als aan de passiefzijde om die eigen vermogen-waardering om te zetten naar marktwaarde.

Wat betreft de kredietinstellingen gebeurde er reeds een herwaardering van de uitgegeven aandelen op het passief, maar nog niet op het actief. Nu wordt dit onevenwicht weggewerkt door ook de niet-genoteerde participaties in het bezit van de kredietinstellingen (actiefzijde) op analoge wijze als bij de niet-financiële vennootschappen te herwaarderen.

3. Andere methodologische aanpassingen

In de oude methodologie werden de uitstaande bedragen van niet-beursgenoteerde aandelen berekend als de som van het eigen vermogen op de balansen van alle niet-financiële vennootschappen. Dit resulteerde echter in een onderschatting. De negatieve eigen vermogens werden immers ook geregistreerd terwijl de reële waarde van die aandelen of deelnemingen bij de meeste juridische vormen niet negatief is. De vennootschap heeft met andere woorden geen vordering ten opzichte van de aandeelhouder. In de nieuwe methodologie wordt daarom bij de berekening van de marktwaarde (d.i. eigen vermogen x kapitalisatieratio) een negatief eigen vermogen gelijkgesteld aan nul.

De methodologie van de overige deelnemingen werd ook verbeterd. Ook hier wordt een negatief vermogen gelijkgesteld aan nul. Bovendien werd de sectorale indeling van het houderschap van de overige deelnemingen verbeterd. Voorheen werden de overige deelnemingen in bezit van het buitenland bepaald aan de hand van een verdeelsleutel. Nu wordt er in detail geregistreerd welke vennootschappen in bezit van het buitenland een juridische vorm hebben die een classificatie in de overige deelnemingen noodzaakt.

4. Resultaat

De financiële rekeningen ondergaan hierdoor grote veranderingen. In tabel 1 kan men vaststellen dat de niet-beursgenoteerde aandelen uitgegeven door de niet-financiële vennootschappen sterk toenemen. Per einde 2007 bedraagt de marktwaarde van die niet-genoteerde aandelen na de herziening 683,9 miljard euro, in vergelijking met de 545,9 miljard euro voor de herziening. Enkel in 2002, een jaar met sterk dalende beurskoersen, bekomt men een marktwaarde die een fractie onder de waarde (aan eigen vermogen) van voor de herziening ligt. De overige deelnemingen uitgegeven door de niet-financiële vennootschappen wijzigen in geringe mate, de beursgenoteerde aandelen blijven onveranderd.

TABEL 1 AANDELEN EN OVERIGE DEELNEMINGEN UITGEGEVEN DOOR DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN.
(uitstaande bedragen per einde periode, in miljoenen euro's)

	Beursgenoteerde aandelen		Niet-beursgenoteerde aandelen		Overige deelnemingen		Totaal	
	Vóór de herziening	Na de herziening	Vóór de herziening	Na de herziening	Vóór de herziening	Na de herziening	Vóór de herziening	Na de herziening
1998	127 352	127 352	202 304	278 246	52 564	49 550	382 220	455 147
1999	109 429	109 429	233 069	345 251	59 556	56 534	402 054	511 214
2000	112 671	112 671	281 864	430 464	78 728	75 937	473 264	619 072
2001	104 931	104 931	317 330	433 748	86 467	83 042	508 727	621 720
2002	66 056	66 056	342 071	336 772	90 476	87 009	498 603	489 837
2003	74 850	74 850	351 617	359 809	117 548	113 753	544 015	548 412
2004	113 647	113 647	355 444	438 758	141 551	148 588	610 642	700 993
2005	116 023	116 023	384 703	496 606	168 048	164 040	668 774	776 669
2006	144 874	144 874	470 156	692 343	191 456	187 664	806 486	1 024 881
2007	145 015	145 015	545 920	683 893	237 170	233 830	928 105	1 062 738

Bron: NBB

De wijzigingen in het houderschap door de particulieren van aandelen (zowel uitgegeven door de binnenlandse sectoren als het buitenland) zijn vermeld in tabel 2. De niet-beursgenoteerde aandelen in het bezit van de particulieren nemen toe per einde 2007 van 66,9 miljard euro voor de herziening tot 104,2 miljard euro na de herziening. Dit komt niet alleen door de herwaardering van de niet-beursgenoteerde aandelen in het bezit van de particulieren, maar ook omdat de particulieren residueel worden berekend. Een herwaardering in het houderschap van andere sectoren heeft daardoor een impact op het houderschap van de particulieren.

De overige deelnemingen in bezit van de particulieren vertonen een kleine wijziging. De beursgenoteerde aandelen veranderen voornamelijk in 2006 en 2007 door een update van de bronnen, die los staat van de methodologische herzieningen.

TABEL 2 AANDELEN EN OVERIGE DEELNEMINGEN IN BEZIT VAN DE PARTICULIEREN

(uitstaande bedragen per einde periode, in miljoenen euro's)

	<u>Beursgenoteerde aandelen</u>		<u>Niet-beursgenoteerde aandelen</u>		<u>Overige deelnemingen</u>		<u>Totaal</u>	
	Vóór de herziening	Na de herziening	Vóór de herziening	Na de herziening	Vóór de herziening	Na de herziening	Vóór de herziening	Na de herziening
1998	58 182	57 952	89 898	97 398	11 263	10 057	159 344	165 407
1999	75 791	75 564	81 694	143 771	11 971	10 734	169 457	230 070
2000	72 518	72 283	71 083	158 957	13 097	11 695	156 698	242 935
2001	55 498	55 383	64 507	155 261	13 902	12 309	133 908	222 954
2002	31 647	31 714	40 566	88 828	14 756	13 010	86 968	133 553
2003	43 971	44 003	36 959	76 194	16 522	14 570	97 452	134 767
2004	65 164	65 099	33 659	82 921	19 026	16 896	117 849	164 916
2005	78 468	78 455	55 900	75 991	21 706	19 387	156 074	173 833
2006	106 591	102 088	60 419	95 463	25 514	23 302	192 523	220 853
2007	107 809	99 232	66 874	104 152	30 145	27 953	204 828	231 338

Bron: NBB