

AVANTAGES FISCAUX ET RELANCE : TENTATIVE DE BILAN

par

André FARBER

Professeur ordinaire à l'Université Libre de Bruxelles

1. INTRODUCTION

L'exposé des motifs de l'AR n° 15 (arrêté complété ultérieurement par l'AR n° 150) énonce, comme motivations principales aux mesures proposées, l'amélioration de la structure financière des entreprises et la promotion des investissements.

Lors de la conception de cette mesure législative, la Belgique connaissait, en effet, une situation difficile en matière d'investissement et de financement des entreprises. La formation brute de capital des entreprises était tombée de 13 % du PNB en 1974 à environ 8,5 % en 1981 et la structure financière des entreprises s'était profondément détériorée : le rapport entre le montant de la dette à long terme et la valeur de marché des fonds propres d'un échantillon d'entreprises était passé de 0,34 en 1966 à 2,6 en 1981 (1).

(1) Congrès des Economistes Belges de Langue Française. Rapport de la Commission 3, Louvain-la-Neuve, 1982.

Cette situation s'était répercutée sur l'évolution boursière et les rentabilités réalisées au cours des dernières années étaient particulièrement médiocres : alors que, de 1952 à 1961, la rentabilité réelle moyenne avait été de 9,4 %, elle était tombée à 3,2 % de 1962 à 1971 et devenue négative (- 3,1 %) de 1972 à 1981. Face à cette situation, le législateur a tenté de réaliser deux choses :

1. accroître la rentabilité que les porteurs d'actions belges peuvent attendre de leurs placements afin de les inciter à accroître la part de leur portefeuille investie en actions belges et permettre ainsi aux entreprises d'améliorer leur structure financière;
2. diminuer le coût du capital des entreprises afin de relancer l'investissement.

Deux types de mesures ont été mises en oeuvre :

1. la déductibilité (dans certaines limites) du montant investi en actions belges du revenu imposable à l'impôt des personnes physiques : c'est le volet dit Monory de la loi;
2. la possibilité pour les entreprises de procéder à des augmentations de capital en émettant des actions - appelées ultérieurement AFV - assorties d'un ensemble de privilèges fiscaux : c'est le volet Cooremans de la loi.

Les résultats de la législation mise en place ont dépassé les espoirs de ses promoteurs. En deux ans, un nombre important d'augmentations de capital ont été réalisées; le marché boursier et l'ensemble des intermédiaires intervenant dans ces opérations ont connu un regain inattendu d'activité.

Le calme est maintenant revenu et une analyse de l'ensemble des résultats peut être entamée afin de tirer quelques leçons de l'expérience. Cette analyse sera forcément encore limitée : vu le manque de recul, les informations dont on dispose sont

encore fragmentaires et la législation n'a sans doute pas encore fini de faire sentir ses effets.

Dans cet article, trois questions seront abordées :

1. Quels ont été les résultats quantitatifs des mesures proposées ? Quel a été l'apport de capitaux aux entreprises ? D'où proviennent ces fonds et quel usage en est fait ?
2. Quel a été l'effet de la législation sur les rentabilités boursières ? Les mesures mises en place ont-elles effectivement amélioré la situation ?
3. Comment le marché a-t-il évalué les avantages fiscaux attachés aux actions AFV ?

2. EFFETS QUANTITATIFS DES MESURES PROPOSEES

2.1. Volume des capitaux recueillis

La première question que nous aborderons est de connaître le montant apporté aux entreprises grâce aux mesures législatives.

L'évaluation de cet apport est rendue difficile par le manque de recul et l'absence d'un outil statistique adéquat permettant de mesurer les grandeurs. Si l'information concernant les apports des sociétés cotées est aisément disponible, il n'en va pas de même pour les sociétés non cotées. En outre, il faut tenir compte des opérations en cascade afin d'éviter un double comptage dans le cas où une société procède à une augmentation de capital pour en affecter le produit à l'augmentation de capital d'une autre société.

Une analyse minutieuse de la question a été réalisée par Colmant (1984) et les chiffres qui suivent sont issus de son travail.

Au total, au cours des années 1982 et 1983 les augmentations de capital ont été faites pour un montant total de 309 milliards dont 85 milliards pour les opérations publiques et 224 milliards pour les opérations privées. L'importance des opérations privées est frappante et explique la difficulté d'avoir une vision précise des effets de la législation puisque les informations qui les concernent sont fort limitées.

Pour aboutir à une estimation de l'apport de capitaux frais, il faut déduire de ce montant d'une part les conversions de créance, d'autre part les doubles comptages. On aboutit ainsi à un apport total de capitaux des ménages vers les entreprises de 218 milliards en deux ans. L'ampleur de ce montant apparaît plus clairement si on le compare aux apports de capitaux des ménages au cours des années précédentes. De 1978 à 1981, l'apport annuel moyen s'était situé aux alentours de 12 milliards par an : la législation a donc multiplié l'apport de capitaux aux entreprises par un facteur 9 ce qui est tout à fait remarquable.

En ce qui concerne la répartition sectorielle des capitaux récoltés, les seules informations dont on dispose portent sur les opérations publiques. Environ 80 % des capitaux sont allés à trois secteurs : les sociétés d'électricité (33 %), les sociétés à portefeuille (30 %), les intermédiaires financiers (banques et compagnies d'assurances, 17 %). La part des capitaux allant vers les sociétés industrielles n'a été que de 13 %. Ce dernier chiffre, faible à première vue, doit cependant être mis en perspective en se rappelant que les sociétés industrielles ne constituent qu'une fraction limitée de la capitalisation boursière totale; l'importance des capitaux recueillis est de l'ordre de grandeur de leur importance au niveau de la cote.

2.2. Origine des capitaux

L'origine des capitaux reste fort incertaine. D'après les études du Bureau du Plan, l'affectation de l'épargne disponible au cours des dernières années s'est faite principalement sur trois postes : les obligations belges (dont les obligations d'Etat emportent la part du lion), les dépôts auprès d'intermédiaires financiers belges et les placements à l'étranger.

Les besoins de financement du secteur public n'ayant pas diminué, les montants mis à disposition des entreprises résultent probablement d'une diminution du flux de placements à l'étranger et une accumulation moindre d'actifs financiers auprès des intermédiaires financiers mais la répartition entre ces deux catégories est inconnue.

2.3. Affectation des capitaux

Au-delà des ordres de grandeur indiqués ci-dessus, la question centrale est de savoir quel a été l'utilisation des capitaux ainsi recueillis. On se rappellera le double objectif poursuivi par la législation : renforcement des structures financières et promotion de l'investissement. Quels effets peut-on observer ?

En matière d'investissement, il semble que l'impact de la législation doive être plutôt limité. Il y a, bien sûr, l'obligation pour les entreprises d'affecter 60 % des sommes récoltées à des investissements en Belgique. Si les entreprises se limitent à investir le minimum requis, un montant de 70 milliards (sur les 218 apportés) serait consacré à l'investissement. Si, au contraire, l'ensemble des apports, après déduction des remboursements de dette et des apurements de perte, est consacré à l'investissement, c'est un montant de l'ordre de 160 milliards qui irait à l'investissement.

Cependant, les effets des AR 15 et 150 doivent être mesurés en prenant une optique différentielle, c'est-à-dire, en ne considérant que les nouveaux investissements réalisés grâce aux sommes mises à disposition des entreprises et qui n'auraient pas été entrepris en l'absence de la législation soit qu'ils soient non rentables, soit que les fonds nécessaires à leur financement ne soient pas disponibles.

Si l'on accepte cette optique différentielle, deux types d'indications suggèrent un effet limité de la législation en matière d'investissement.

Premièrement, l'essentiel des fonds récoltés lors des augmentations publiques est allé vers des secteurs qui, soit avaient des plans d'investissement déjà établis (le secteur électrique), soit vers des secteurs où le volume de l'investissement est limité (les intermédiaires financiers).

En second lieu, une enquête auprès des PME (2) ayant utilisé les dispositions législatives a révélé que, dans 77 % des cas, les investissements auraient été réalisés en l'absence des incitants fiscaux mais qu'ils eussent été financés par endettement.

Si l'on tient compte du montant substantiel consacré au remboursement de dettes et à l'apurement de pertes (une soixantaine de milliards), il apparaît que l'effet essentiel des mesures semble porter sur le mode de financement. Les entreprises ont procédé à un renforcement important de leur structure financière.

(2) cf. Bellefontaine, Ooghe, Van Wymeersch, Verbaere (1984).

Il convient cependant de faire justice aux promoteurs de la législation en soulignant que l'objectif de renforcement des structures financières des entreprises constituait la finalité première des mesures proposées.

Je terminerai cette section en soulignant que les effets qui semblent se dégager ne sont, à la lumière du solde financier du secteur entreprise, guère surprenants. En effet, depuis le début des années 1980, le secteur entreprise se trouve dans une situation de surplus financier. En 1980, le surplus financier s'élevait à 0,83 % du PNB, il est monté à 3,54 % du PNB en 1983. Ces chiffres suggèrent que la crise des investissements que connaît notre pays ne résulte pas d'un problème de financement : les capitaux nécessaires semblent être disponibles puisque le secteur entreprise dégage un surplus financier. Le problème semble plutôt se situer au niveau d'un manque de projets rentables.

Il convient cependant de nuancer ce propos en soulignant le caractère très agrégé des chiffres sur lesquels il se base. Les entreprises en surplus financier ne sont pas nécessairement celles ayant des besoins de financement et il peut exister une rigidité du marché des capitaux qui bloque la réorientation des fonds vers les entreprises déficitaires au niveau du solde financier. Un problème existerait alors quant au rôle d'intermédiation par les organismes financiers.

3. EFFETS SUR LA RENTABILITE DES ACTIONS

Après avoir, dans la section précédente, analysé les effets quantitatifs des AR 15 et 150, examinons leur répercussion sur les rentabilités boursières.

Dans cette section, nous analyserons plus particulièrement

le volet Monory de la loi qui vise à améliorer la rentabilité boursière en diminuant le coût d'acquisition en permettant de déduire du revenu imposable le montant (jusqu'à 40.000 F plus 10.000 F par personne à charge) consacré à l'acquisition d'actions.

Nous commencerons par examiner les effets de ce type de mesure sur le plan théorique. Nous analyserons ensuite l'évolution boursière au cours des deux dernières années.

3.1. Analyse théorique

A dividende attendu et à prix constants, la mesure doit, en effet, accroître la rentabilité attendue des actions. Mais la valeur d'une action est égale à la valeur actuelle du flux de dividendes futurs anticipés; le taux d'actualisation est fixé par les forces du marché et reflète le risque de l'action. Or les actions belges ne constituent qu'une des catégories de placements mobiliers accessibles aux épargnants (rappelons qu'environ 50 % du volume des transactions en Bourse de Bruxelles portent sur les valeurs étrangères). La rentabilité exigée par le marché est donc vraisemblablement fixée par le marché international des capitaux. Si tel est le cas, le prix des actions belges ne restera pas constant.

La rentabilité accrue résultant du volet Monory devrait attirer les investisseurs vers les titres belges qui offrent une rentabilité accrue.

Une hausse des cours en résultera jusqu'au point d'indifférence entre actions belges et étrangères. Cette hausse atténuée, voir annulée, l'effet de la mesure.

En outre, et ceci est plus inattendu, la théorie des marchés efficients indique que l'ajustement de cours aura lieu dès que la mesure est annoncée. Cette théorie affirme, en effet, que

les cours boursiers reflètent toute l'information disponible à chaque instant avec pour corollaire l'impossibilité de réaliser un profit en exploitant cette information. Comme le volet Monory permet d'accroître la rentabilité, l'ajustement de cours devrait avoir eu lieu avant l'entrée en vigueur de la législation.

L'impact final de l'ajustement est difficile à déterminer. Pour simplifier la présentation, supposons que le dividende anticipé d'une action soit constant. Le prix de l'action avant la mesure de déductibilité du montant investi peut s'écrire :

$$P = \text{div.} (1-t_m)/r$$

où div. est le dividende anticipé, r le taux d'actualisation et t_m le taux de taxation marginal du marché (une moyenne pondérée des taux marginaux de taxation des investisseurs - cf. Litzenberger et Ramaswamy (1979)).

En l'absence d'ajustement du prix, la déductibilité du montant investi en action du revenu ramène le coût d'acquisition d'une action par un investisseur dont le taux marginal de taxation est t_j à $P(1-t_j)$.

On aurait donc

$$P(1-t_j) < \text{div.} (1-t_m)/r$$

Le coût d'acquisition étant inférieur à la valeur de marché compte tenu du risque, tous les investisseurs auront intérêt à modifier leur portefeuille et à acquérir des actions belges. Il en résultera une hausse de cours qui annulera l'intérêt de la modification pour les investisseurs ayant les taux marginaux de taxation les plus faibles.

L'équilibre s'établira au prix P^* tel que l'investisseur marginal ayant un taux marginal de taxation t_k soit indifférent entre l'achat d'actions belges en bénéficiant du volet Monory et l'achat d'actions étrangères de même risque, soit

$$P^* (1-t_k) = \text{div.} (1-t_m)/r$$

Les investisseurs dont le taux de taxation marginal est inférieur à t_k n'auront pas intérêt à souscrire puisque la hausse du prix aura plus que compensé l'économie fiscale qu'ils peuvent réaliser grâce à la mesure de déductibilité. Ceux dont le taux marginal est supérieur à t_k auraient avantage à acquérir des actions belges mais ils sont limités par le plafond fixé par la loi sur le montant pouvant bénéficier de la mesure.

Un exemple numérique est utile pour illustrer le raisonnement qui précède. Considérons une action qui paie un dividende annuel brut de 12,5 F, supposons que le taux marginal de taxation du marché soit de 20 % et que la rentabilité attendue de cette action compte tenu du risque soit de 10 %. Avant le volet Monory, le prix de l'action est de 100(= 12,5 x 0,8 / 0,10).

Le tableau 1 ci-après donne le gain réalisé par les investisseurs grâce à la mesure de déductibilité du prix de l'action du revenu imposable en fonction du taux marginal de taxation et du prix de l'action à l'équilibre après la mesure. Le gain est mesuré par la différence entre le prix d'équilibre sans la mesure et le coût d'acquisition au nouveau prix compte tenu de la mesure

$$G = 100 - P^* (1-t_j)$$

Cette différence reflète, plus précisément, la différence pour un investisseur belge de coût entre deux titres de même risque, l'un étranger et l'autre belge.

TABLEAU 1 : Gain réalisé par les investisseurs grâce au volet Monory

<u>Taux de taxation</u>			
IPP	0 %	20 %	50 %
Prix de l'action			
100	0	20	50
110	- 10	12	45
120	- 20	4	40
130	- 30	- 4	35
140	- 40	- 12	30
150	- 50	- 20	25

On peut constater que si le prix de l'action n'est pas affecté par la mesure, l'impact est positif pour tout investisseur ayant un taux marginal de taxation positif. Si par contre, une hausse de cours a lieu, les investisseurs situés dans les tranches de revenu les plus faibles sont désavantagés s'ils achètent des actions belges en bénéficiant de la mesure de déductibilité plutôt que des actions étrangères auxquelles elle ne s'applique pas.

3.2. Analyse de l'évolution des rentabilités boursières

Après ces considérations théoriques, examinons l'évolution de la Bourse au cours des années 1982 et 1983. Ces années ont été excellentes du point de vue boursier. Les rentabilités réalisées se sont situées aux environs de 20 % en 1982 et 40 % en 1983, chiffres que l'on n'avait plus connu depuis le début des années 50.

Un examen plus attentif est cependant nécessaire avant d'attribuer cette évolution aux mesures législatives.

L'ensemble des bourses a connu, en 1982 et 1983, des hausses spectaculaires et l'évolution boursière belge a été affectée par l'évolution internationale. Des études antérieures (Farber (1972)) ont montré, qu'en moyenne, un tiers environ des fluctuations boursières d'un pays sont attribuables au facteur international. Il convient donc d'extraire de l'évolution boursière belge l'influence internationale.

Pour cela, nous appliquerons une technique présentée initialement par Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) et utilisée le plus couramment pour identifier l'effet d'un événement sur le return des actions. Cette méthode a été utilisée pour l'étude de l'impact des réglementations sur les cours de Bourse par Schwert (1981), Ruback (1982), Langhor et Viallet (1982), Jacquillat (1983) notamment.

Les données utilisées sont les returns mensuels de la Bourse de Bruxelles dérivés de l'indice calculé par la Société Générale de Banque et le return boursier mondial calculé sur base de l'indice mondial de Capital International. Notons que ce dernier indice ne tient pas compte des dividendes et que le return ainsi calculé ne reflète en réalité que les mouvements de cours. Mais comme les variations de returns résultent essentiellement de ceux-ci, cette imprécision de donnée est sans conséquence au niveau de l'analyse.

La première étape a consisté à régresser le return mensuel belge sur le return mondial. L'estimation est effectuée sur base de données mensuelles couvrant la période février 1967 - juin 1981. On obtient ainsi le résultat suivant :

$$R_{bt} = - 0.404 + .430 R_{wt} + e_t \quad (1)$$

(.309) (.094)

$$R^2 = 0.247 \quad s(e) = 2.454$$

où R_{bt} est le return belge (en % par mois) du mois t ;
 R_{wt} est le return mondial (3) (en % par mois) du mois t ;
 e_t est le résidu de régression;
 $s(e)$ est l'écart type résiduel;
 R^2 est le coefficient de détermination.

Les chiffres entre parenthèses donnent les écarts types des estimations.

Cette estimation nous montre que la Bourse de Bruxelles est influencée par le marché mondial : la corrélation entre ces deux variables est positive (le coefficient de corrélation est de 0,5) et 25 % environ de la variance du return belge est attribuable au return mondial.

La pente de la régression (0,43) est significative et montre que la Bourse de Bruxelles tend à atténuer les mouvements boursiers mondiaux. La constante de régression est non significativement différente de 0.

La seconde étape consiste à utiliser l'équation (1) pour déterminer la rentabilité que devrait réaliser la Bourse de Bruxelles étant donné le return mondial pour les mois postérieurs à la période d'estimation. Celle-ci est donnée par :

$$E(R_{bt}) = -0.404 + .430 R_{wt}$$

(3) Ce return est calculé à partir de l'indice Capital International et est exprimé en dollar US.

Le return attribué aux causes belges est alors obtenu en soustrayant du return réalisé du mois le return attendu conditionnellement au return mondial soit :

$$e_t = R_{bt} - E(R_{bt}) \quad (2)$$

Les returns "anormaux" sont ceux situés en dehors de l'intervalle normal de fluctuations. L'écart type résiduel de l'équation (1) montre que 95 % des returns doivent se situer dans l'intervalle (- 4,9 % + 4,9 %).

La figure 1 donne les returns résultant de l'équation (2) pour les années 1981 et 1982.

Les droites horizontales limitent l'intervalle normal de fluctuations. On peut ainsi constater que les ajustements les plus importants ont eu lieu en décembre 1981, janvier et février 1982, c'est-à-dire avant que la législation ne soit votée. Au cours de ces trois mois, le return a été de l'ordre de 32 % alors que le marché mondial connaissait une baisse de 10 %. En conséquence, il se dégage un return anormal de l'ordre de 35 %.

L'analyse empirique qui précède est conforme aux prévisions théoriques : une hausse de cours a eu lieu et s'est produite, comme le suggère la théorie des marchés efficients, dès que l'information a été connue. Il est évidemment impossible de savoir si la hausse de décembre 1981 est attribuable uniquement aux anticipations par le marché de la législation. Le marché boursier a probablement incorporé dans les cours l'ensemble des conséquences de la constitution du gouvernement Martens V et de l'arrivée au pouvoir des libéraux.

Le return de 1982 ne semble donc pas pouvoir se lier uniquement à l'AR n° 15. La hausse boursière mondiale des années 82 et 83 a provoqué une hausse de la Bourse de Bruxelles. La législation étant entrée en vigueur juste avant cette hausse, les investisseurs en ont bénéficié. S'agit-il d'une intuition particulièrement brillante de la part du gouvernement ou d'un hasard heureux, je ne me prononcerai pas sur ce point.

4. VALORISATION DES AVANTAGES ATTACHES AUX AFV

Le volet Cooremans contient sans nul doute les mesures les plus originales qui ont contribué au succès des AR 15 et 150 évoqué ci-dessus.

Deux types de mesures sont prévues :

1. au niveau de l'impôt des sociétés, l'immunisation des dividendes distribués aux actions ou parts nouvelles. Deux modalités sont prévues mais seule l'une d'entre elles a été utilisée par les entreprises : la déduction avec un taux maximum de 13 % de l'apport en numéraire pendant 10 ou 9 ans (selon l'année de l'opération) si l'entreprise s'engage à reporter totalement sur les revenus distribués aux nouvelles actions l'économie d'impôt qu'elle réalise.
2. au niveau de l'impôt des personnes physiques le précompte libérateur et l'exemption des droits de succession et des droits de donation.

Nous commencerons par analyser brièvement la logique économique de ces mesures avant d'aborder l'évaluation des droits de souscription et en faire ensuite une analyse de l'écart de cours entre action ordinaire et action AFV.

4.1. Analyse théorique

Penchons-nous d'abord sur la logique économique de ces

mesures.

L'obligation de report de l'économie fiscale semble, a priori, avoir pour objectif de récompenser les nouveaux apporteurs de capitaux en les faisant bénéficier de l'économie fiscale. Bénéficiant d'un dividende supérieur, la rentabilité de leur placement en serait accrue.

Mais, pour les augmentations de capital effectuées contre droit de souscription, la valeur du droit tiendra compte de la valeur actuelle des économies fiscales futures : le droit à payer par de nouveaux actionnaires incorporera l'écart entre la valeur du titre ex droit et le prix d'émission de manière à éviter la dilution des bénéfices, et d'autre part, la valeur actuelle du superdividende. Ainsi, ce seront les anciens actionnaires qui bénéficieront de l'économie fiscale et l'obligation de report apparaît comme inutile (Farber (1983)).

Au-delà de la question de savoir à qui profite la législation, il faut souligner que l'attribution aux anciens actionnaires de l'avantage fiscal lié à l'augmentation de capital est une condition nécessaire pour aboutir à la diminution du coût du capital de l'entreprise qui est indispensable si la mesure vise à promouvoir les investissements.

Pour voir cela, il convient de rappeler la signification du coût du capital. Le coût du capital est la rentabilité minimum que doit réaliser un investissement pour que les actionnaires de l'entreprise accroissent la valeur de leurs actions en réalisant cet investissement. Il s'agit donc du seuil minimum permettant aux actionnaires de retirer un avantage de l'investissement.

En l'absence de discrimination fiscale entre les différentes sources de financement, le coût du capital est indépendant du

mode de financement. Ce résultat, maintenant classique, a été établi initialement par Modigliani et Miller (1958).

Dans la structure fiscale traditionnelle, les charges d'intérêt sont déductibles du bénéfice taxable. Il en résulte, si un projet est financé par emprunt, une économie fiscale qui se traduit dans une diminution du coût du capital de l'entreprise en cas d'endettement par rapport à un financement exclusivement par fonds propres. Cette économie fiscale bénéficie aux actionnaires de l'entreprise puisqu'ils touchent un dividende accru ce qui explique la diminution du coût du capital en cas d'endettement. Il en résulte un attrait pour l'endettement qui est d'autant plus important en période d'inflation qu'une partie de l'intérêt nominal comprend un remboursement du principal (en terme réel) qui est ainsi également déductible.

La déductibilité du dividende versé aux nouvelles actions prévue par l'AR n° 15 produit des effets similaires à ceux de l'endettement au niveau du coût du capital. Si l'économie fiscale revient aux anciens actionnaires, le coût du capital diminue ce qui devrait permettre aux entreprises de lancer des projets considérés comme non rentables précédemment. Il s'agit donc d'une forme indirecte de subsidiation des investissements.

Pour nous prononcer sur l'effet de la législation sur le coût du capital des entreprises, nous devons également comparer l'augmentation de capital à l'emprunt car, les deux formes de financement permettant à l'entreprise de réaliser une économie d'impôts, le coût du capital sera minimum pour le financement procurant l'économie fiscale maximum.

Si le taux d'intérêt est supérieur au taux maximum d'immunisation, la solution d'endettement est la plus intéressante. Ceci permet de comprendre pourquoi les mesures d'immunisation

qui existaient avant l'AR n° 15 ont eu si peu de succès. Le taux maximum d'immunisation était alors de 5 % du nouveau capital pendant 5 ans. Le taux d'intérêt étant supérieur, les entreprises ont préféré recourir à l'emprunt plutôt qu'à l'augmentation de capital pour couvrir leurs besoins de financement.

4.2. Evaluation des droits de souscription

Comment le marché a-t-il évalué les droits de souscription ?

Dans le cas des AFV, la valeur du droit comprend deux termes :

1. le premier reflète l'écart entre le prix d'émission et le prix de marché : il réalise la correction nécessaire pour compenser la dilution éventuelle des bénéfices futurs résultant d'un prix d'émission inférieur au prix de marché;
2. le second terme tient compte des avantages fiscaux attachés aux AFV.

Afin de déterminer dans quelle mesure les droits ont tenu compte des avantages fiscaux, la valeur du droit a été comparée à sa valeur théorique calculée sans tenir compte des avantages fiscaux. Le droit théorique est donné par la formule classique :

$$d = (n/N) \cdot (P_{\text{cum}} - P^*)$$

dans laquelle n représente le nombre de nouvelles actions émises, N le nombre total d'actions après émission, P_{cum} le prix cum droit (dernier cours avant l'augmentation de capital) et P^* est le prix d'émission.

Le droit théorique peut alors être comparé au cours du

droit. Cette comparaison a été faite en prenant le premier cours du droit et la valeur moyenne du droit. L'analyse porte sur toutes les émissions réalisées en 1982 et 1983 pour lesquelles des informations étaient disponibles soit 56 opérations.

Le tableau 2 donne la distribution de l'écart (en pourcent de la valeur théorique) entre le cours du droit et le droit théorique.

TABLEAU 2 : Distribution de l'écart entre le cours du droit et sa valeur théorique

<u>Interval</u>	<u>Nombre de sociétés</u>	
	Premier droit	Droit moyen
- 100 % - 61 %	3	5
- 60 % - 21 %	10	9
- 20 % + 19 %	14	9
+ 20 % + 59 %	7	9
+ 60 % + 99 %	4	4
> 100 %	13	13
$p^* > P_{cum}$	5	5
Total	56	56

L'avant dernière ligne du tableau reprend les sociétés ayant émis les titres AFV au-dessus du prix cum droit. Pour celles-ci, la valeur du droit reflète automatiquement une valorisation de l'avantage fiscal.

Si l'on considère qu'un écart de plus de 20 % entre le droit et sa valeur théorique indique l'incorporation dans sa valeur du droit des avantages fiscaux, on constate que pour environ la

moitié des augmentations de capital, le marché a considéré que les avantages fiscaux devaient être valorisés.

4.3. Evaluation boursière des AFV

Un des effets les plus intéressants du point de vue académique des AR 15 et 150 est la cotation en Bourse d'actions de mêmes sociétés (actions ordinaires et AFV) qui ne diffèrent que par des avantages fiscaux. En particulier pour les sociétés d'électricité, les superdividendes sont faibles étant donné que ces sociétés paient peu d'impôts et ne sont donc pas susceptibles de réaliser une économie fiscale importante. En conséquence, l'écart de cours entre actions ordinaires et AFV reflète essentiellement les avantages au niveau de l'impôt des personnes physiques à savoir le précompte libératoire et l'exemption des droits de succession.

Durant le mois d'août 1983, la décision a été prise de rendre libératoire le précompte sur toutes les actions en portant son taux à 25 %. Un des avantages des AFV disparaît donc mais une incertitude a régné quelque temps sur le taux de précompte applicable aux AFV et ce n'est que début septembre qu'il a été précisé que le taux de précompte des AFV restait à 20 %.

Le comportement de la prime AFV durant cette période est très révélateur du comportement des investisseurs belges.

En juillet 1983, la prime AFV des actions d'électricité s'élevait à 13 % environ du prix de l'action ordinaire. Au début du mois d'août le marché a compris que le précompte serait libératoire à 25 % pour toutes les actions, ordinaires et AFV. Il en est résulté une chute de la prime AFV aux alentours de 4 %. Lorsque les autorités début septembre ont précisé que le précompte sur les AFV resterait à 20 %, la prime est

immédiatement remontée.

Que reflète ce comportement ?

Il est bien connu qu'une fraction importante des actionnaires belges ne déclareraient pas les dividendes qu'ils percevaient. Le précompte était donc la seule forme de taxation au niveau de l'IPP. Mais certains actionnaires ne peuvent échapper à la déclaration de leurs revenus mobiliers. Ils ont donc modifié leur portefeuille et investi en actions AFV à précompte libératoire. Cette demande en provenance de personnes à haut taux marginaux de taxation s'est répercutée dans les cours des titres AFV qui reflétaient donc l'économie fiscale résultant du caractère libératoire du précompte.

La chute de la prime AFV début août 1983 traduit la perte pour les investisseurs à haut taux de taxation de l'avantage libératoire des actions AFV. La remontée en septembre indique que le cours des AFV a réincorporé l'avantage fiscal dû à la différence de taux de précompte.

5. CONCLUSIONS

Quelles leçons peut-on tirer de l'expérience des deux dernières années ?

La conclusion essentielle qui se dégage des informations disponibles est que, en accordant aux actions nouvellement émises un ensemble d'avantages fiscaux, le législateur a eu un impact évident sur le mode de financement des entreprises mais que l'effet en matière d'investissement est limité.

Dans la mesure où une reprise des investissements semble constituer un élément central pour aboutir à une amélioration

de la situation économique de la Belgique, les résultats obtenus sont décevants.

Ce n'est cependant pas la nature des mesures mises en oeuvre qui est en cause puisqu'elles ont eu pour effet de réduire le coût du capital des entreprises et eussent donc pu rendre rentables des investissements qui ne l'étaient pas précédemment. Le blocage se situe peut-être au niveau tout simplement d'un manque de projets compte tenu des perspectives économiques du moment.

Par ailleurs, la flambée soudaine des augmentations de capital montre a contrario que, dans le passé, les avantages fiscaux liés à l'endettement ont joué un rôle important dans le choix du mode de financement des entreprises belges. Les dispositions fiscales des AR 15 et 150 ayant cessé cette année d'être d'application, on peut donc s'attendre à un retour à l'endettement comme forme de financement des entreprises lorsqu'elles font appel à des capitaux extérieurs.

L'ampleur des fonds qui ont été orientés vers les entreprises indique, d'autre part, que la demande d'actifs financiers existe et que la source de fonds nécessaires pour le financement n'est pas tarie.

Les investisseurs ont souscrit aux différentes émissions en dépit de la hausse des cours et du prix plus élevé des droits de souscription. Le faible recours par les entreprises aux augmentations de capital semble donc résulter d'une faiblesse de l'offre par les entreprises de titres émis dans des conditions concurrentielles.

BIBLIOGRAPHIE

- BELLEFONTAINE, T., OOGHE, H., VAN WYMEERSCH, C. et VERBAERE, E.V.**, (1984), Volet "Cooreman" des arrêtés royaux nos 15 et 150 : résultats d'un sondage BBL - FNDP-RUG", Revue de la Banque, janvier 1984, pp. 5-13.
- COLMANT, B.**, (1984), Analyse des résultats des Arrêtés Royaux 15 du 9 mars 1982 et 150 du 30 décembre 1982, Mémoire de fin d'études Ecole de Commerce Solvay, 1984.
- FAMA, E., FISCHER, L., JENSEN, M. and ROLL, R.**, (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", International Economic Review, vol. 10 n° 1 (February 1969), pp. 226-241.
- FARBER, A.**, (1972), "Etude des liens entre les marchés boursiers", Cahiers Economiques de Bruxelles n° 53 (1er trimestre 1972), pp. 129-148.
- FARBER, A.**, (1983), "A qui profitent les mesures d'encouragement du capital à risque ?", Cahiers Economiques de Bruxelles, n° 97 (1er trimestre 1983), pp. 3-13.
- JACQUILLAT, B.**, (1983), "A propos des "Nationalisations, indemnisations et transferts de patrimoine" : quelques commentaires et résultats supplémentaires sur la période de turbulences politiques 1977-1981", Finance vol. 4, n° 1, (mai 1983), pp. 79-91.
- LANGHOR, H. et VIALLET, C.**, (1982), "Nationalisation, indemnisation et transfert de patrimoine : une étude économétrique de l'expérience française, 1981-1982", Finance vol. 3, n° 2-3 (octobre 1982).
- LITZENBERGER, R. and RAMASWAMY, K.**, (1979), "The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices : Theory and empirical evidence", Journal of Financial Economics vol. 7, n° 2, (June 1979), pp. 163-196.
- MODIGLIANI, F. and MILLER, M.**, (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review vol. 48 (June 1958), pp. 261-297.
- RUBACK, R.**, (1982), "The effect of discretionary price control decisions on equity value", Journal of Financial Economics vol. 10, n° 1, (March 1982), pp. 83-106.