



## ECONOMISCH & SOCIAAL TIJDSCHRIFT

### Abonnering

Verantwoordelijke: L. Verdickt-Lerno

Een abonnement telt zes nummers en kan ingaan op ieder tijdstip van het jaar. Abonnering of bestelling van losse nummers gebeurt door storting of overschrijving van het betreffende bedrag op een der onderstaande rekeningen, met duidelijke vermelding van de reden van betaling.

ASLK: 001-0283295-34

Kredietbank: 409-6521861-13

### Prijzen

Abonnement (1 jaar, 6 nummers):

- |  |                                    |
|--|------------------------------------|
| - privé-personen                             | 950 fr. (voor 3 jaar: 2.700 fr.)   |
| - ondernemingen                              | 1.250 fr. (voor 3 jaar: 3.500 fr.) |
| - studenten                                  | 600 fr. (voor 3 jaar: 1.650 fr.)   |
| - gunsttarief vanaf 5 ab. op hetzelfde adres | 950 fr.                            |
| - buiten de Benelux                          | 2.000 fr. (voor 3 jaar: 5.500 fr.) |

Losse nummers (uitgezonderd themanummers):

- |             |         |
|-------------|---------|
| - t/m 1981  | 90 fr.  |
| - 1982-1984 | 150 fr. |
| - 1985      | 250 fr. |
| - 1986      | 280 fr. |
| - 1987      | 300 fr. |

### Redactie-adres

Economisch en Sociaal Tijdschrift  
Kipdorp 19  
2000 Antwerpen  
Tel. (03) 232 12 83

ISSN 013-0575

Overname van bijdragen is enkel toegelaten na voorafgaande schriftelijke toestemming van de redactie, én met uitdrukkelijke en volledige bronvermelding.

## OVERHEIDSMAAATREGELEN TER STIMULERING VAN RISICOKAPITAAL VAN STARTENDE EN INNOVATIEVE ONDERNEMINGEN\*

Hubert OOGHE  
Ann BEKAERT  
Frank COENE  
Monique LIEVENS

Hubert Ooghe is gewoon hoogleraar aan de Faculteit van de Economische Wetenschappen en directeur-diensthoofd van het Seminarie voor Bedrijfsfinanciering van de Rijksuniversiteit te Gent.

Ann Bekaert is wetenschappelijk medewerker ICM bij het Seminarie voor Bedrijfsfinanciering van de RUG.

Frank Coene is assistent aan de Faculteit van de Economische Wetenschappen van de RUG.

Monique Lievens is wetenschappelijk medewerker FKFO bij het Seminarie voor Bedrijfsfinanciering van de RUG.

### Samenvatting

*Het economisch belang van de technologische innovatie wordt in toenemende mate benadrukt. Vooral kleine en jonge ondernemingen spelen in het innovatieproces een belangrijke rol. In het artikel worden de overheidsmaatregelen ter stimulering van innovatiekapitaal in België nader toegelicht en geëvalueerd op basis van hun financieel belang voor de bedrijven.*

*Op basis van een sensitiviteitsonderzoek worden conclusies naar voren gebracht in verband met de doeltreffendheid van de door de overheid voorziene stimuli. Rekening houdend met de tekortkomingen worden aanbevelingen voor het overheidsbeleid geformuleerd.*

\* Deze studie is uitgevoerd met de steun van het ICM en het FKFO.

## *Inleiding*

Het economisch belang van de technologische innovatie wordt in toenemende mate benadrukt. Vooral kleine en jonge ondernemingen spelen in het innovatieproces een belangrijke rol. Innovatieprojecten in nieuwe ondernemingen vergen grote kapitalen. De traditionele financieringsmethoden komen over het algemeen niet in aanmerking wegens het te grote risico. Bovendien zijn innovatie-ondernemingen in de beginperiode meestal verlieslatend, waardoor ze geen vaste financiële lasten kunnen dragen. Het meest aangepaste financieel instrument om innovatie te financieren is «innovatiekapitaal» of «venture capital». Innovatiekapitaal is risicokapitaal voor de beginfinanciering van nieuwe, innovatieve en snelgroeiende ondernemingen en voor de financiering van de vervolgfases in de ondernemingsgroei. Bij innovatiekapitaalinvesteringen zijn er twee partijen: de innovatie-onderneming waarin een participatie wordt genomen en de innovatiekapitaalfinancier die een participatie neemt omwille van de verwachte meerwaarde.

In de meeste Europese landen bestaan er overheidsmaatregelen om de financiering van de innovatie aan te moedigen. In deze bijdrage worden de overheidsmaatregelen ter stimulering van innovatiekapitaal in België nader toegelicht en geëvalueerd op basis van hun financieel belang voor de bedrijven. Strikt genomen heeft enkel de wet op de innovatievennootschappen specifiek tot doel innovatiekapitaal te bevorderen. Daarnaast echter bestaan er een aantal maatregelen die risicokapitaal in het algemeen aanmoedigen en daardoor ook bijdragen tot het stimuleren van innovatiekapitaal. Deze maatregelen omvatten: de aandelenwet, de tewerkstellingszones, de reconversiezones, de kapitaalpremie, het participatiefonds en de tweede markt.

De steunmaatregelen van de overheid kunnen dus in 3 categorieën ingedeeld worden: fiscale steunmaatregelen, directe steunmaatregelen en de tweede markt. Bij een fiscale maatregel bestaat het voordeel uit een vermindering van de te betalen belastingen. Bij de directe steunmaatregelen ontvangt de onderneming die aan de gestelde voorwaarden voldoet, een premie; de toegekende premie is echter belastbaar zodat een deel van het voordeel via meer belastingen verloren gaat. De tweede markt heeft tot doel de kapitaalmarkt open te stellen voor middelgrote ondernemingen.

De kwantificeerbare elementen van een stimulans worden bestudeerd aan de hand van de subsidie-index (SI). De subsidie-index geeft aan hoeveel procent de geactualiseerde subsidie bedraagt t.o.v. de begin-investering. De subsidiebedragen zijn geactualiseerd; er is dus rekening gehouden met de verschillen inzake tijdspatronen van de diverse steunmaatregelen. Deze subsidie-index maakt het voor een ondernemer mogelijk de invloed van de steunmaatregelen op de rendabiliteit van zijn specifieke investeringsprojecten te berekenen.

Bijlage 1 omvat de algemene wiskundige formulering van de subsidie-index voor fiscale en directe subsidiemaatregelen en bijlage 2 de lijst van de gebruikte symbolen. In de tabellen 1 tot 10 wordt per maatregel de subsidie-index verder uitgewerkt en berekend voor verschillende waarden van de variabelen, die de grootte van het voordeel bepalen. De variabelen en de formules zijn opgesteld in decimalen. De subsidie-indices in de tabellen zijn uitgedrukt in procenten.

Op basis van een dergelijk sensitiviteitsonderzoek worden conclusies naar voren gebracht in verband met de doeltreffendheid van de door de overheid voorziene stimuli. Rekening houdend met de tekortkomingen worden aanbevelingen voor het overheidsbeleid geformuleerd.

## **1. AANDELENWET**

De bedoeling van de aandelenwet was het stimuleren van risicodragend kapitaal in het algemeen. Het K.B. 15-150 bevat 2 luiken. Het eerste luik (Cooreman-luik) voorziet een vrijstelling van vennootschapsbelasting op uitgekeerde winsten en een vrijstelling van successie- en schenkingsrechten. De bevrijdende roerende voorheffing op roerende inkomsten wordt niet verhoogd van 20% tot 25%. Het tweede luik (De Clercq-luik) heeft betrekking op de personenbelasting.

Enkel de vrijstelling van vennootschapsbelasting heeft een directe invloed op de rendabiliteit van een investeringsproject in de onderneming. De andere voordelen, voorzien in de aandelenwet, zijn voordelen toegekend aan de kapitaalverschaffer.

### **1.1. Voordelen voor de onderneming**

#### *1.1.1. Aard van de voordelen*

Ondernemingen, opgericht in 1982 of 1983, en bestaande ondernemingen die tijdens deze jaren zijn overgegaan tot een kapitaalverhoging, genieten gedurende 5 opeenvolgende boekjaren een vrijstelling van vennootschapsbelasting van de uitgekeerde winsten aan aandelen of deelbewijzen ten belope van 8% van het volstorte nieuw kapitaal.

Indien de vennootschap haar kapitaal meer dan 3 jaar na de oprichting verhoogt, geldt de vrijstelling voor elk van de 5 boekjaren die volgen op het boekjaar waarin de kapitaalverhoging werkelijk volstort is.

Indien de vennootschap haar kapitaal verhoogt binnen de drie jaar na de oprichting, is de vrijstelling geldig voor elk van de 5 boekjaren vanaf het eerste, tweede of derde boekjaar dat volgt op het boekjaar van de kapitaalverhoging.

De vrijstellingsgrens van 8% gedurende 5 opeenvolgende boekjaren kan worden verhoogd tot 13% gedurende 9 of 10 opeenvolgende boekjaren indien de vennootschap zich verbindt om de belastingbesparing volledig uit te keren aan het nieuw ingebracht kapitaal. De termijn van 9 jaar geldt voor kapitaalverhogingen in 1983 en de termijn van 10 jaar voor kapitaalverhogingen in 1982.

Bij oprichting van vennootschappen in 1982 of in 1983 bedraagt de belastingvrijstelling automatisch 13% gedurende 10 of 9 boekjaren.

De vrijstelling van vennootschapsbelasting geldt enkel indien 60% van het nieuw ingebracht kapitaal wordt geïnvesteerd. Afwijkingen hierop werden toegestaan.

### 1.1.2. Evaluatie

De invloed van de vrijstelling van vennootschapsbelasting in de aandelenwet wordt nagegaan in tabel 1.

Er wordt verondersteld dat de vrijstellingsperiode geldt vanaf het eerste boekjaar, volgend op dat van de kapitaalverhoging of oprichting. De subsidiestromen worden geactualiseerd tegen 13%. Dit percentage is gesteund op een gemiddelde kapitaalkost. De kost van het eigen vermogen wordt hier hoog gewaardeerd omdat het hier gaat om ondernemingen met groot risico. Berekeningen op basis van een lagere actualisatievoet wijzen uit dat de conclusies daardoor weinig worden beïnvloed.

Om een inzicht te verwerven in de invloed van de verschillende parameters, worden de rendabiliteitswijzigingen die voortvloeien uit het incalculeren van de fiscale voordelen, bepaald voor uiteenlopende waarden van:

- de marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting: 0%, 31% of 45%;
- de vrijstellingsduur: 5, 9 of 10 jaar;
- het vrijstellingspercentage: 8% of 13%.

Tabel 1: Aandelenwet: vrijstelling van de vennootschapsbelasting  
( $k = 13\%$ ,  $AJV = 1$ )

Variabelen									
Marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting	0,00	0,00	0,00	0,31	0,31	0,31	0,45	0,45	0,45
Vrijstellingsduur (jaren)	5	9	10	5	9	10	5	9	10
Vrijstellingspercentage/100	0,08	0,13	0,13	0,08	0,13	0,13	0,08	0,13	0,13
Subsidie-index									
Vrijstelling van vennootschapsbelasting	0,00	0,00	0,00	8,60	20,38	21,55	13,48	29,58	31,28

### Wiskundige formulering

$$m \sum_{t=1}^{\infty} \frac{b * tvb * \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]} * (1+k)^{0,5}}{(1+k)^{t+AJV}} \quad (1)$$

Bij een marginale belastingvoet van 31%, een vrijstellingsperiode van 9 jaar en een vrijstellingspercentage van 13%, behaalt de onderneming per 100 fr. investering een voordeel van 20,38 fr. Afhankelijk van de variabelen schommelt dit voordeel van 0% (fiscaal niet-rendabele ondernemingen) tot 31,28% (marginale belastingvoet = 45%).

Belangrijk is dat de onderneming, om een voordeel te behalen, fiscaal rendabel moet zijn. Aangezien innovatie-ondernemingen in de beginperiode meestal verlieslatend zijn, genieten ze tijdens de eerste jaren dus geen belastingbesparing en worden ze dus niet gestimuleerd door deze maatregel. Bovendien zal het voordeel dat de innovatie-onderneming eventueel in latere, winstgevende jaren behaalt, verkleind of tenietgedaan worden door verrekening van de verliezen uit de voorgaande perioden. Deze problemen worden enigszins opgelost door de vrijstellingsperiode te laten lopen vanaf het derde boekjaar na kapitaalbreng. In dat geval wordt het voordeel later behaald, wat wegens de tijds waarde van het geld minder voordeel voor de onderneming oplevert.

Ten slotte merken we op dat de vrijstelling van vennootschapsbelasting enkel van toepassing is op uitgekeerde winsten. Een innovatievennootschap heeft echter behoefte aan winstreservering om de groei te financieren. In dit geval wordt echter geen belastingvoordeel genoten.

## 1.2. Voordelen voor de kapitaalverstrekker

### 1.2.1. Aard van de voordelen

Met de bedoeling risicokapitaal in de onderneming te stimuleren, kent de aandelenwet ook aan de belegger een aantal voordelen toe. KB 15-150 bevat drie bepalingen ten voordele van de kapitaalverschaffer:

- De verhoging van de roerende voorheffing van 20% naar 25% is niet toepasbaar op de aandelen of deelbewijzen die voldoen aan de voorwaarden tot het verkrijgen van een gedeeltelijke vrijstelling in de vennootschapsbelasting (de zogenaamde AFV-aandelen). De vrijstellingsperiode is dezelfde als die bij de vrijstelling van de vennootschapsbelasting.
- AFV-aandelen zijn gedurende 10 jaar vrijgesteld van successie- of schenkingsrechten.
- Het De Clercq-luik voorziet dat de belastingplichtigen voor elk van de aanslagjaren 1983 tot 1986 van hun gezamenlijk belastbaar netto-inkomen een bedrag mogen aftrekken dat zij in de loop van de inkomstenjaren 1982 tot 1985 hebben besteed aan de aankoop van sommige Belgische aandelen of deelbewijzen en van sommige certificaten van gemeenschappelijke beleggingsfondsen. Het bedrag is vastgesteld op 40.000 BF per gezin plus 10.000 BF voor de echtgenoot en elke andere persoon ten laste. De effecten moeten vijf jaar behouden worden.

### 1.2.2. Evaluatie

De financiële impact van de voordelen toegekend aan de belegger wordt bepaald voor uiteenlopende waarden van de verschillende parameters:

- de marginale aanslagvoet in de personenbelasting: 30%, 50% en 70%;
- de vrijstellingsduur: 5, 9 of 10 jaar;
- het brutodividendpercentage: 0%, 8% of 13%.

Uit formule (2) en tabel 2 blijkt dat de geactualiseerde waarde van het fiscaal voordeel, voortvloeiend uit een verlaagde roerende voorheffing, laag is en schommelt tussen 1,25% en 3,12%.

De financiële impact van de vrijstelling van successie- of schenkingsrechten werd in Testaankoop («Beleggen vandaag», 1984, blz. 143) arbitrair gewaardeerd op 5%.

De financiële impact van het De Clercq-luik wordt nagegaan in tabel 3. Uit formule (3) en tabel 3 blijkt dat er slechts één (belangrijke) variabele is: de marginale belastingvoet in de personenbelasting. De subsidie-index

van de De Clercq-aftrek is gelijk aan 26,55% bij een marginale aanslagvoet van 30% en stijgt tot 61,95% bij een marginale belastingvoet van 70%.

De aandelenwet stimuleert in aanzienlijke mate de particuliere kapitaalverstrekkers tot beleggingen in risicokapitaal. Zij genieten van een verlaagde roerende voorheffing, een vrijstelling van successie- en schenkingsrechten en een aftrek in de personenbelasting. De niet-particuliere kapitaalverschaffers daarentegen (banken, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, innovatiekapitaalmaatschappijen) genieten niet van deze belastingvoordelen.

Tabel 2: Aandelenwet: bevrijdende roerende voorheffing van 20% i.p.v. 25%

Variabelen						
Vrijstellingsduur (jaren)	5	9	10	5	9	10
Brutodividendpercentage/100	0,00	0,00	0,00	0,08	0,13	0,13
Subsidie-index						
Verlaging roerende voorheffing	0,00	0,00	0,00	1,25	2,95	3,12

### Wiskundige formulering

$$t = 1 \quad \frac{\sum_{t=1}^m (0,25 - 0,20) * BD \% (1 + k)^{0,5}}{(1 + k)^{m + AJV}} \quad (2)$$

Tabel 3: Aandelenwet: De Clercq-luik (k = 13%)

Variabelen			
Marginale aanslagvoet in de personenbelasting	0,30	0,50	0,70
Subsidie-index			
De Clercq-aftrek	26,55	44,25	61,95

### Wiskundige formulering

$$\frac{bp}{(1 + k)} \quad (3)$$

### 1.3. Invloed van de aandelenwet op de marktwaarde van de aandelen

In de vorige punten werd het financieel belang onderzocht van de aandelenwet. Wat de voordelen voor de ondernemingen betreft, werd dit financieel belang gedefinieerd in termen van de invloed op de rendabiliteit van een investeringsproject. Voor de voordelen ten gunste van de kapitaalverstrekkers wordt de geactualiseerde waarde van het fiscaal voordeel berekend.

De voordelen voor de ondernemingen en de kapitaalverstrekkers worden verder weerspiegeld in een significante stijging van de marktwaarde van de aandelen. Dit wordt aangetoond in een studie van Vanthienen en Vermaelen: de aankondiging van een nieuwe aandenuitgifte zou in de 12 weken rond de aankondiging geresulteerd zijn in abnormale rendementen van gemiddeld 6,5%. Een groot gedeelte hiervan (4,5%) resulteerde reeds in prijsstijgingen wanneer de eerste geruchten van een mogelijke uitgifte de markt bereikten. Verder zouden de voordelen niet alleen hebben geleid tot een significante stijging van de aandelenprijzen, maar eveneens tot een systematische wijziging in de financieringspolitiek van de ondernemingen (Vanthienen & Vermaelen, 1986).

## 2. TEWERKSTELLINGSZONES OF T-ZONES

### 2.1. Aard van de voordelen

De bedoeling van T-zones is de structurele werkloosheid in bepaalde streken te verminderen door er nieuwe vennootschappen met rechtspersoonlijkheid, actief in spitstechnologische sectoren (gevorderde informatieverwerking, software-technologie, micro-elektronica inclusief optoelektronica, burotica, robotica, telecommunicatie en bio-engineering), aan te trekken.

Ondernemingen die zich in een T-zone vestigen en die aan de gestelde voorwaarden voldoen, genieten van:

- vrijstelling van vennootschapsbelasting, zowel van de uitgekeerde als van de gereserveerde winsten;
- vrijstelling van onroerende voorheffing met betrekking tot de gebouwde of ongebouwde onroerende goederen en voor het materieel en de outillering die onroerend zijn van nature of door bestemming en die gebruikt worden voor het uitoefenen van de beroepswerkzaamheid;
- vrijstelling van registratierecht met betrekking tot inbrengen in en vermeerdering van het statutaire kapitaal.

Daarnaast verleent de overheid vrijstelling van roerende voorheffing op:

- winsten uitgekeerd aan de aandelen of deelbewijzen van belegde kapitalen;
- inkomsten van schuldvorderingen of leningen verschuldigd door in T-zones gevestigde ondernemingen;
- opbrengsten van de concessie van immateriële roerende goederen, verschuldigd door in T-zones gevestigde ondernemingen.

Aan de verkrijgers van deze vrijstelling wordt een fictieve roerende voorheffing toegekend.

De vrijstellingen worden verleend vanaf de dag waarop de onderneming haar activiteit start, tot 31 december van het tiende kalenderjaar dat erop volgt.

### 2.2. Evaluatie

In tabel 4 wordt de invloed van de maatregel op de rendabiliteit weergegeven aan de hand van de subsidie-index. Volgende parameters worden constant gehouden:

- kapitaalkost = 13%;
- brutodividendpercentage = 10%;
- tarief van de onroerende voorheffing = 20%.

De subsidie-index wordt berekend voor uiteenlopende waarden van:

- de marginale belastingvoet in de vennootschapsbelasting: 0%, 31% of 45%;
- de winstmarge vóór belastingen: : 10% of 20%;
- het kadastraal inkomen: 0,053 of 0,0159.

Tabel 4: Tewerkstellingszone ( $k = 13\%$ ,  $BD = 10\%$ ,  $toV = 20\%$ )

Variabelen										
Marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting	0,00	0,00	0,31	0,31	0,31	0,31	0,45	0,45	0,45	0,45
Winstmarge vóór belastingen	0,00	0,00	0,10	0,10	0,20	0,20	0,10	0,10	0,20	0,20
Kadastraal inkomen	0,05	0,02	0,05	0,02	0,05	0,02	0,05	0,02	0,05	0,02
Subsidie-index										
Vrijstelling van vennootschapsbelasting	0,00	0,00	16,58	16,58	33,15	33,15	24,06	24,06	48,12	48,12
Vrijstelling van onroerende voorheffing	5,75	1,73	5,09	1,53	5,09	1,53	4,80	1,44	4,80	1,44
Vrijstelling van registratierechten	0,50	0,50	0,37	0,37	0,37	0,37	0,31	0,31	0,31	0,31
Vrijstelling van roerende voorheffing	0,00	0,00	13,57	13,57	13,57	13,57	13,57	13,57	13,57	13,57
Totaal tewerkstellingszone	6,25	2,23	35,61	32,05	52,18	48,62	42,74	39,38	66,80	63,44

### Wiskundige formulering

Bij het opstellen van de formules wordt verondersteld dat het eerste boekjaar loopt over 18 maanden, nl. vanaf 1 juli tot 31 december van het volgende jaar.

Vrijstelling van vennootschapsbelasting:

$$m = 10 \sum_{t=1}^{10} \frac{w * b * \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]}}{(1+k)^{t+0,5}} \quad (4)$$

Vrijstelling van onroerende voorheffing:

$$m = 10 \sum_{t=1}^{10} \frac{tov * KI}{(1+k)^{t+0,5}} \quad m = 10 \sum_{t=1}^{10} \frac{b * (tov - 0,125) KI * \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]}}{(1+k)^{t+0,5}} \quad (5)$$

Vrijstelling van registratierechten:

$$0,005 - \frac{b * 0,005 * \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]}}{(1+k)^{1,5}} \quad (6)$$

$$\text{Vrijstelling van roerende voorheffing: } \sum_{t=1}^{m=10} \frac{0,25 * BD \%}{(1+k)^{t+0,5}} \quad (7)$$

Uit tabel 4 blijkt dat de vrijstelling van de vennootschapsbelasting een belangrijke impact op de rendabiliteit van een investering kan hebben: de subsidie-index varieert tussen 0% en 48%. Het belastingvoordeel van de onderneming verloopt recht evenredig met de marginale belastingvoet en de winstmarge.

Deze maatregel geldt zowel voor gereserveerde als voor uitgekeerde winsten. In vergelijking met de aandelenwet is dit een pluspunt, aangezien innovatie-ondernemingen weinig of geen dividend uitkeren, maar wel reserveren om de toekomstige groei te financieren. Nadelig is dat de fiscale vrijstelling steeds begint te lopen vanaf de oprichting. Innovatie-ondernemingen die in de startfase verlieslatend zijn, genieten dus in deze periode geen voordeel.

De vrijstelling van roerende voorheffing bereikt bij een brutodividendpercentage van 10% een subsidie-index van 13,57%. Ingeval er geen dividend wordt uitgekeerd, wat bij innovatie-ondernemingen in de beginperiode veelal het geval is, behaalt de private belegger geen enkel voordeel.

### 3. RECONVERSIEZONES

Het doel van de reconversiezones is het stimuleren van innovatieve ondernemingen om de structurele werkloosheid in bepaalde streken op te vangen. Met dit oogmerk worden een aantal fiscale voordelen toegekend aan vennootschappen die *én* gevestigd zijn in de reconversiegebieden *én* een industriële omschakeling of vernieuwing op gang brengen. De overheid wil naast innovatie ook risicokapitaal in innovatie-ondernemingen stimuleren, zodat vooral voordelen worden toegestaan in geval van financiering met aandelenkapitaal. De stimuli toegekend in het kader van deze maatregel verschillen naargelang er al dan niet een reconversiecontract is afgesloten tussen de reconversievennootschap, de privé-aandeelhouders en de openbare investeringsmaatschappij.

### 3.1. Reconversievenootschappen met een reconversiecontract

#### 3.1.1. Aard van de voordelen

Ingeval er een reconversiecontract bestaat, zijn zowel de privé-aandeelhouders als de openbare investeringsmaatschappij(en) de kapitaalverschaffers.

De inbreng van de openbare participatiemaatschappij mag niet meer bedragen dan 49% van het totale kapitaal van de reconversievennootschap. In ruil voor de inbreng ontvangt de openbare investeringsmaatschappij bevoorrechte aandelen zonder stemrecht. Deze aandelen geven recht op een preferent dividend van 2% van de uitgifteprijs zonder dat het dividend meer kan bedragen dan de beschikbare netto-winst.

De privé-aandeelhouders verbinden zich tot de afkoop van de aandelen in handen van de openbare investeringsmaatschappij tegen de uitgifteprijs. De verplichte afkoop wordt uitgevoerd vanaf het vierde tot en met het dertiende kalenderjaar, volgend op het kalenderjaar van de uitgifte. De privé-aandeelhouder, onderworpen aan de vennootschapsbelasting of de belasting der niet-verblijfhouders, geniet belastingvrijstelling over de hiervoor bestede sommen. Deze vrijstelling geldt niet voor natuurlijke personen en is per boekjaar beperkt tot 10% van de totale afkoopverbintenis. Indien de aandeelhouder-vennootschap geen of onvoldoende winst heeft, gaat de vrijstelling automatisch over naar het volgende boekjaar; het maximum van 10% per boekjaar blijft echter gelden. Verder kunnen de reconversievennootschappen gedurende een periode van tien jaar genieten van een vrijstelling van het evenredig registratierecht op de inbreng bij oprichting of bij verhoging van het statutair kapitaal. Ook kunnen ze genieten van een vrijstelling van onroerende voorheffing gedurende tien jaar volgend op het jaar van ingebruikneming of ingebruikstelling van onroerende goederen.

#### 3.1.2. Evaluatie

In tabel 5 wordt de subsidie-index berekend van de stimuli verleend ingeval er een reconversiecontract bestaat. Bij deze analyse blijven volgende parameters constant:

- kapitaalkost = 13%;
- tarief van de onroerende voorheffing = 20%;
- vrijstellingsperiode vangt aan het eerste boekjaar na oprichting;
- rentetarieff voor vreemd vermogen op lange termijn = 11%;
- preferent dividend = 2%.

De invloed wordt bestudeerd voor verschillende waarden van de marginale belastingvoet in de vennootschapsbelasting en het kadastraal inkomen.

Tabel 5: Reconversievennootschappen die een reconversiecontract hebben afgesloten ( $k = 13\%$ ,  $toV = 20\%$ ,  $AJV = 1$ ,  $r = 11\%$ ,  $Dp = 2\%$ )

Variabelen						
Marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting	0,00	0,00	0,31	0,31	0,45	0,45
Kadastraal inkomen	0,05	0,02	0,05	0,02	0,05	0,02
Subsidie-index						
Vrijstelling van registratierechten	0,50	0,50	0,37	0,37	0,31	0,31
Vrijstelling van onroerende voorheffing	5,09	1,53	4,51	1,35	4,24	1,27
Rentevoordeel	44,16	44,16	28,67	28,67	21,67	21,67
Totaal reconversievennootschappen met reconversiecontract	49,75	46,19	33,54	30,38	26,21	23,24
Vrijstelling afkoop van de aandelen	0,00	0,00	11,73	11,73	17,03	17,03

#### Wiskundige formulering

Vrijstelling van registratierechten:

$$0,005 * b * \frac{k}{4 [(1+k)^{1/4} - 1]} - \frac{0,005}{(1+k)^{1,5}} \quad (8)$$

Vrijstelling van onroerende voorheffing:

$$m = 10 \sum_{t=1}^{10} \frac{toV * KI}{(1+k)^t + AVJ + 0,5} - \frac{(toV - 0,125) * b * KI * \frac{k}{4 [(1+k)^{1/4} - 1]}}{(1+k)^t + 0,5 + AVJ} \quad (9)$$

Rentevoordeel:

$$\left[ \left( \sum_{t=1}^{m=3} \frac{r}{(1+k)^t} + \sum_{t=4}^{m=13} \frac{r * \frac{13-(t-1)}{10}}{(1+k)^t} \right) \frac{k}{2[(1+k)^{1/2} - 1]} \right. \\ - b \left( \frac{r}{(1+k)^{1,5}} + \sum_{t=2}^{m=3} \frac{r * 0,5}{(1+k)^{t-0,5}} + \sum_{t=2}^{m=3} \frac{r * 0,5}{(1+k)^{t+0,5}} \right) \\ + \sum_{t=4}^{m=13} \frac{r * \frac{13-(t-1)}{10} * 0,5}{(1+k)^{t-0,5}} \\ + \left. \sum_{t=4}^{m=13} \frac{r * \frac{13-(t-1)}{10} * 0,5}{(1+k)^{t+0,5}} \right) \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]} \\ - \left. \sum_{t=1}^{m=3} \frac{Dp}{(1+k)^{t+1}} - \sum_{t=4}^{m=13} \frac{Dp * \frac{13-(t-1)}{10}}{(1+k)^{t+1}} \right] * 0,96 \quad (10)$$

Vrijstelling van de sommen, besteed aan de afkoop van aandelen:

$$\left[ \sum_{t=4}^{m=13} \frac{0,10 * b * \frac{k}{4[(1-k)^{1/4} - 1]}}{(1+k)^{t+0,5}} \right] * 0,96 \quad (11)$$

De inbreng van een investeringsmaatschappij bedraagt maximaal 49 % van het gezamenlijk bedrag van de inbrengen, vandaar de coëfficiënt

$$0,96 = \frac{49}{51}$$

Verondersteld wordt dat het eerste boekjaar over 18 maanden loopt.

De reconversievennootschap waarin een openbare investeringsmaatschappij participeert, geniet een vrijstelling van onroerende voorheffing, een vrijstelling van registratierecht en een rentevoordeel.

Bijzondere aandacht vraagt het rentevoordeel op de inbreng van de investeringsmaatschappij. De invloed ervan op de rendabiliteit is aanzienlijk (22 % tot 44 %) en is het grootst bij (fiscaal) niet-rendabele bedrijven met een marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting van 0 %. Het rentevoordeel voor de reconversievennootschap vloeit voort uit de lage vergoeding voor de inbreng van de openbare participatiemaatschappij (preferent dividend van 2 %) in vergelijking met alternatieve financieringsvormen zoals vreemd vermogen op lange termijn. Bij de berekening van de financiële impact wordt verondersteld dat de kost van vreemd vermogen op lange termijn onder normale omstandigheden 11 % is en halfjaarlijks betaald wordt. Nadelig is dat preferente dividenden niet, doch interesten wel, fiscaal aftrekbaar zijn.

Het systeem van reconversiecontracten kan bijdragen tot het stimuleren van innovatie en innovatiekapitaal om de volgende redenen.

Innovatie-ondernemingen zijn in de beginperiode meestal verlieslatend en hebben daardoor nood aan middelen waaraan geen vaste betalingsverplichtingen verbonden zijn. De enige verplichting, gekoppeld aan de inbreng door de openbare investeringsmaatschappij in het kader van een reconversiecontract, is het preferent dividend van 2 % dat alleen betaald moet worden ingeval er na aftrek van de verliezen uit vorige boekjaren, uitkeerbare winst is.

De aandeelhouders-vennootschappen, die een belangrijke bron zijn van innovatiekapitaal, genieten door het uitvoeren van de afkoopverbintenis een fiscaal voordeel dat kan oplopen tot 17,03 % bij een aanslagvoet van 45 %. Deze maatregel staat de belegger geen belastingvrijstelling of belastingvermindering toe op de kapitaalwinsten, die de belangrijkste bron van inkomsten zijn voor de innovatiekapitaal financier. Indien de aandeelhouder-vennootschap zijn participatie in de innovatie-onderneming wenst te beperken, is de verplichte aflossing nadelig.



### 3.2. Reconversievennootschappen zonder reconversiecontract

#### 3.2.1. Aard van de voordelen

Ingeval er geen reconversiecontract afgesloten wordt, bestaat het kapitaal van de reconversievennootschap uitsluitend uit de inbrengen van privé-aandeelhouders. De reconversievennootschap geniet in dit geval gedurende 10 jaar van een vrijstelling van vennootschapsbelasting op de winst die aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd. Deze vrijstelling is beperkt tot 13% van het in geld gestorte kapitaal en de uitgiftepremies.

De vrijstellingsperiode kan naar keuze van de vennootschap aanvangen in het boekjaar van oprichting of in het eerste of tweede boekjaar dat volgt op het boekjaar van oprichting. Verder genieten deze vennootschappen een vrijstelling van registratierecht en onroerende voorheffing.

#### 3.2.2. Evaluatie

De impact van de verleende stimuli aan reconversievennootschappen die geen reconversiecontract hebben afgesloten, wordt behandeld in tabel 6.

De parameters zijn dezelfde als bij de reconversievennootschappen die wel een reconversiecontract hebben afgesloten. De vrijstelling van vennootschapsbelasting, beperkt tot maximaal 13% van het volstort kapitaal, is het belangrijkste voordeel. De vrijstelling van registratierechten, onroerende voorheffing en vennootschapsbelasting geeft een subsidie-index die varieert van 20% tot meer dan 30% voor fiscaal rendabele bedrijven.

Tabel 6: Reconversievennootschappen die geen reconversiecontract hebben afgesloten ( $k = 13\%$ ,  $to_v = 20\%$ ,  $AJV = 1$ ,  $tvb = 13\%$ )

Variabelen						
Marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting	0,00	0,00	0,31	0,31	0,45	0,45
Kadastraal inkomen	0,05	0,02	0,05	0,02	0,05	0,02
Subsidie-index						
Vrijstelling van registratierechten	0,50	0,50	0,37	0,37	0,31	0,31
Vrijstelling van onroerende voorheffing	5,09	1,53	4,51	1,35	4,24	1,27
Vrijstelling van vennootschapsbelasting	0,00	0,00	19,07	19,07	27,68	27,68
Totaal reconversievennootschappen zonder reconversiecontract	5,59	2,03	23,95	20,79	32,23	29,26

#### Wiskundige formulering

Vrijstelling van registratierechten: cfr. formule 8

Vrijstelling van onroerende voorheffing: cfr. formule 9

Vrijstelling van vennootschapsbelasting:

$$m = 10 \sum_{t=1} b \cdot 0,13 \cdot \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]} \cdot \frac{1}{(1+k)^{t+0,5} + AVJ} \quad (12)$$

Verondersteld wordt dat het eerste boekjaar over 18 maanden loopt.

De stimuli verleend aan reconversievennootschappen die geen reconversiecontract hebben afgesloten, vertonen enkele tekortkomingen om innovatie en innovatiekapitaal te stimuleren. Innovatie-ondernemingen zijn in de startfase meestal verlieslatend, waardoor de belastingvrijstelling op uit te keren winsten in deze periode verloren gaat. Bovendien wordt het voordeel dat de onderneming eventueel in latere winstgevende boekjaren behaalt, verlaagd door de voorafgaande verrekening van de verliezen uit de voorgaande jaren. Verder wordt de vrijstelling enkel verleend op uitgekeerde winsten wat, zoals reeds opgemerkt bij de aandelenwet, minder interessant is voor innovatie-ondernemingen die hun winsten reserveren ter financiering van hun verdere groei.

## 4. INNOVATIEVENNOOTSCHAPPEN

### 4.1. Aard van de voordelen

De wet op innovatievennootschappen is erop gericht zowel innovatie als innovatiekapitaal te stimuleren. De voordelen die in het kader van deze maatregel worden voorzien, richten zich tot drie categorieën van begunstigden: de innovatie-onderneming, de beroepsmatige financiers en de particuliere financiers van innovatievennootschappen.

Vennootschappen, opgericht in de periode van 1 januari 1984 tot en met 31 december 1993 en als innovatievennootschap erkend, kunnen gedurende tien jaar genieten van een vrijstelling van vennootschapsbelasting, onroerende voorheffing, registratierechten en van een verhoogde investeringsaftrek.

De vrijstelling van vennootschapsbelasting is beperkt tot 13% van het in geld gestorte kapitaal. Gedurende de eerste drie boekjaren van de vrijstellingsperiode kan de vennootschap kiezen tussen een vrijstelling van de winst die uitgekeerd wordt aan de aandeelhouders en een vrijstelling van de gereserveerde winst. In de overige zeven vrijstellingsjaren kan enkel vrijstelling worden verkregen op de winst die aan de aandeelhouders wordt toegekend.

Naar keuze van de vennootschap begint de vrijstellingsperiode te lopen ofwel vanaf het boekjaar van oprichting, ofwel vanaf het eerste of tweede boekjaar na het boekjaar van oprichting.

Een vrijstelling van het evenredig registratierecht kan bekomen worden op de inbreng van maatschappelijk kapitaal bij de oprichting of bij een eventuele kapitaalverhoging binnen de 10 jaar na oprichting.

Bij de aankoop of het tot stand brengen van activa vóór 31 december van het tiende jaar na het jaar van oprichting kan de innovatievennootschap genieten van een verhoging van de investeringsaftrek met 5%. De investeringsaftrek van 5% voor meubelen en kantoormeubilair blijft echter ongewijzigd. Ten slotte voorziet de herstelwet ook nog in een vrijstelling van onroerende voorheffing ten gunste van innovatie-ondernemingen. Deze is tot nu toe beperkt tot het Brusselse Gewest. De vrijstelling is van toepassing op gebouwde en ongebouwde onroerende goederen, op het materieel en de outillering dat onroerend is van nature of door bestemming en dat in gebruik genomen is vóór 31 december 1993.

Het grote probleem van een innovatievennootschap is het verzamelen van kapitaal, omwille van het hoge risico verbonden aan innovatiefinanciering.

Daarom voorziet de herstelwet in een aantal voordelen ten gunste van de kapitaalverschaffers van innovatievennootschappen.

Hierbij moet een onderscheid gemaakt worden tussen beroepsmatige en

particuliere financiers. De beroepsmatige financiers kunnen genieten van een onvoorwaardelijke vrijstelling van de meerwaarde, gerealiseerd op de aandelen die minstens drie jaar vóór de realisatie volledig in geld werden volstort. Deze vrijstelling is wel beperkt tot het verschil tussen de verkoopprijs van de innovatie-effecten en de uitgifteprijs.

Particuliere kapitaalverschaffers kunnen genieten van een belastingvrijstelling van 50% van het bedrag dat ze besteden om in de periode van 1984 tot en met 1995 innovatie-effecten op naam aan te kopen. De vrijstelling wordt verleend in vijf gelijke schijven van 20% gedurende vijf opeenvolgende jaren. De jaarlijkse vrijstelling is beperkt tot 20% van het totale, in de personenbelasting belastbare netto-inkomen. Is de particulier een werknemer van de innovatievennootschap, dan kan vrijstelling worden bekomen ten belope van 100% van het bestede bedrag gespreid over 5 jaar.

### 4.2. Evaluatie

Tabel 7 geeft de subsidie-indices van de fiscale vrijstellingen voor de innovatievennootschappen. Hierbij worden volgende parameters constant gehouden:

- kapitaalkost = 13%;
- tarief van de onroerende voorheffing = 20%;
- aanvang van de vrijstellingsperiode vanaf het eerste boekjaar dat volgt op het boekjaar van oprichting.

De invloed van de fiscale vrijstellingen wordt berekend voor uiteenlopende waarden van de marginale belastingvoet in de vennootschapsbelasting en het kadastraal inkomen.

Tabel 7: Innovatievennootschappen ( $k = 13\%$ ,  $toV = 20\%$ ,  $AJV = 1$ )

Variabelen						
Marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting	0,00	0,00	0,31	0,31	0,45	0,45
Kadastraal inkomen	0,05	0,02	0,05	0,02	0,05	0,02
Subsidie-index						
Vrijstelling van vennootschapsbelasting	0,00	0,00	19,07	19,07	27,68	27,68
Verhoging investeringsaftrek	0,00	0,00	1,35	1,35	1,96	1,96
Vrijstelling van onroerende voorheffing	5,75	1,73	5,09	1,53	4,80	1,44
Vrijstelling registratierechten	0,50	0,50	0,37	0,37	0,31	0,31
Totaal innovatievennootschappen	6,25	2,23	25,87	22,31	34,75	31,39

#### Wiskundige formulering

Er wordt verondersteld dat het eerste boekjaar loopt over 18 maanden vanaf 1 juli tot 31 december van het volgend jaar.

Vrijstelling van vennootschapsbelasting:

$$m = 10 \quad \sum_{t=1} \frac{0,13 * b * \frac{k}{4 [(1+k)^{1/4} - 1]}}{(1+k)^{t+0,5+AJV}} \quad (13)$$

Verhoging van de investeringaftrek met 5 punten:

$$0,05 * b * \frac{k}{4 [(1+k)^{1/4} - 1] (1+k)^{1,5}} \quad (14)$$

Vrijstelling van onroerende voorheffing:

$$m = 10 \quad \sum_{t=1} \frac{toV * KI}{(1+k)^{t+0,5}} - \frac{b * (toV - 0,125) KI \frac{k}{4 [(1+k)^{1/4} - 1]}}{(1+k)^{t+0,5}} \quad (15)$$

Vrijstelling van evenredig registratierecht:

$$0,005 - \frac{b * 0,005 * \frac{k}{4 [(1+k)^{1/4} - 1]}}{(1+k)^{1,5}} \quad (16)$$

De vrijstelling van vennootschapsbelasting gedurende 10 jaar is het belangrijkste voordeel en impliceert een rendabiliteitsverhoging van 19% tot 28% voor fiscaal rendabele bedrijven.

De meeste innovatie-ondernemingen zijn in de startfase verlieslatend en worden aldus uitgesloten van de belangrijkste stimulans, voorzien in de wet op de innovatievennootschappen, namelijk de vrijstelling van vennootschapsbelasting. Bovendien wordt het belastingvoordeel, behaald in latere, winstgevende jaren, verkleind of tenietgedaan door de recuperatie van verliezen uit de beginperiode.

Een innovatie-onderneming reserveert liever de gerealiseerde winsten in plaats van ze uit te keren. Gereserveerde winsten kunnen echter alleen tijdens de eerste drie boekjaren van de vrijstellingsperiode vrijgesteld worden.

Omdat een innovatievennootschap in het begin meestal verlieslatend is, kan ze niet onmiddellijk genieten van de verhoogde investeringsaftrek. In tegenstelling tot de vrijstelling van vennootschapsbelasting, is dit voordeel echter wel onbeperkt overdraagbaar.

Meer doeltreffend zijn de maatregelen, genomen om innovatiekapitaal bij de belegger aantrekkelijker te maken.

Tabel 8: Fiscale vrijstellingen voor de kapitaalverschaffers van innovatievennootschappen ( $k = 13\%$ )

Vrijstelling van de meerwaardebelasting voor de financieringsmaatschappij						
Variabelen						
Meerwaardebelastingpercentage/100	0,225	0,225	0,225	0,45	0,45	0,45
Meerwaardepercentage/100	0,00	0,50	1,00	0,00	0,50	1,00
Subsidie-index						
Vrijstelling meerwaarden	0,00	6,11	12,21	0,00	15,59	31,19
Fiscale aftrek van de sommen besteed aan de aankoop van innovatie-aandelen						
Variabelen						
Marginale aanslagvoet in de personenbelasting	0,30		0,50		0,70	
Subsidie-index						
Fiscale aftrek	21,10		35,17		49,24	

#### Wiskundige formulering

Vrijstelling van meerwaardebelasting voor de financieringsmaatschappij:

$$\frac{bm * MW \%}{(1 + k)^5} \quad (17)$$

Fiscale aftrek van de sommen besteed aan de aankoop van innovatie-aandelen.

$$m = 5 \sum_{t=1}^5 \frac{1}{5} \cdot bp \cdot (1 + k)^{-t} \quad (18)$$

Daar de kapitaalinbrengers in een innovatiemaatschappij vooral hopen op een meerwaarde, is de vrijstelling van de meerwaardebelasting voor de financieringsmaatschappijen een interessante maatregel, zoals blijkt uit tabel 8. In de veronderstelling dat de aandelen verkocht worden na 5 jaar en men dus een vrijstelling geniet van 22,5% op een meerwaarde van 50% tot 100%, betekent dit een voordeel van 6% tot 12%. Wordt deze meerwaarde reeds gerealiseerd binnen de 5 jaar en geniet men bijgevolg een vrijstelling van 45%, dan stijgt het voordeel tot respectievelijk 16% en 31%.

De aftrèk in de personenbelasting door werknemers van de sommen, besteed aan de aankoop van innovatie-effecten, heeft een waarde van 35% en 49% bij een marginale aanslagvoet in de personenbelasting van respectievelijk 50% en 70%. Niet-werknemers kunnen slechts de helft van de bestede sommen aftrekken, zodat ook de subsidie-index gehalveerd wordt.

## 5. KAPITAALPREMIE

### 5.1. Aard van het voordeel

Het stelsel van kapitaalpremies voorziet in een directe tegemoetkoming van de overheid ten voordele van de ondernemingen die hun investeringen in materiële en immateriële vaste activa voor minstens 50% financieren met eigen middelen.

De omvang van de kapitaalpremie stemt overeen met het bedrag van de rentetoeelage die de onderneming zou ontvangen bij financiering met vreemd vermogen. De rentetoeelage, verleend gedurende maximum 5 jaar, wordt berekend als een percentage op het betoelaagbaar bedrag (het geïnvesteerd bedrag vermenigvuldigd met de toelage-quotiteit), verminderd met de jaarlijkse aflossing.

Bij de berekening van de kapitaalpremie wordt uitgegaan van een theoretisch aflossingsschema van 10 jaar.

Ingeval de investering gepaard gaat met een meertewerkstelling, kan een verhoogde kapitaalpremie worden toegekend. Het bedrag van de verhoogde kapitaalpremie stemt overeen met de verhoogde rentetoeelage in geval van financiering met vreemd vermogen. De verhoogde toelage vloeit voort uit een verlenging van de periode tijdens welke een rentetoeelage wordt toegestaan met 1 of 2 jaar.

Bij de betaling van de kapitaalpremie wordt een onderscheid gemaakt tussen K.M.O.'s en niet-K.M.O.'s. Aan de K.M.O.'s wordt de kapitaalpremie uitbetaald in één schijf en dit ten vroegste één jaar na de beslissing tot toekenning van de kapitaalpremie.

Komt de onderneming in aanmerking voor een verhoogde kapitaalpremie ingevolge meertewerkstelling, dan wordt de kapitaalpremie uitbetaald in twee schijven. De tweede schijf wordt dan pas uitbetaald wanneer de onderneming een bewijs heeft geleverd van meertewerkstelling. De betaling van de kapitaalpremie aan niet-K.M.O.'s gebeurt steeds in vier gelijke schijven. De eerste schijf wordt hierbij ten vroegste uitbetaald één jaar na de beslissing tot toekenning van de kapitaalpremie.

### 5.2. Evaluatie

De subsidie-index van de kapitaalpremie wordt weergegeven in tabel 9. We veronderstellen dat aan een K.M.O. een kapitaalpremie is toegestaan van 6% op 2/3 van de investering gedurende 3 jaar. Verder wordt de impact berekend in geval van verlenging met 1 of 2 jaar wegens bijkomende tewerkstelling. De subsidiekasstromen worden verdisconteerd tegen een kapitaalkost van 13%. De kapitaalpremie wordt uitbetaald in 2 gelijke jaarlijkse schijven.

Deze uitgangssituatie wordt bestudeerd voor uiteenlopende waarden van de:

- marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting: 0%, 31% of 45%;
- levensduur van het investeringsgoed: 10 of 15 jaar.

Tabel 9: Kapitaalpremie ( $T = 6\%$ ,  $Z = 0,67$ ,  $AJVK = 0$ )

Variabelen						
Marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting	0,00	0,00	0,31	0,31	0,45	0,45
Levensduur investeringsgoed	10,00	15,00	10,00	15,00	10,00	15,00
<i>Subsidie-index</i>						
Basiskapitaalpremie	8,92	8,92	6,91	7,33	6,01	6,61
1 jaar verhoging kapitaalpremie	2,31	2,31	1,79	1,90	1,56	1,71
2 jaar verhoging kapitaalpremie	4,29	4,29	3,33	3,53	2,89	3,18
Basiskapitaalpremie + 1 jaar verhoging	11,23	11,23	8,71	9,23	7,57	8,32
Basiskapitaalpremie + 2 jaar verhoging	13,21	13,21	10,24	10,86	8,90	9,79

### Wiskundige formulering

Basiskapitaalpremie:

$$X = \sum_{x=1}^{\text{lof } 4} \frac{\sum_{t=1}^{m=3} T * Z * \frac{M - (t-1)}{M} * \frac{1}{X}}{(1+k)^x + AJVK}$$

$$- \sum_{n=1}^N b * \frac{\sum_{t=1}^{m=3} T * Z * \frac{M - (t-1)}{M} * \frac{1}{N}}{(1+k)^{n-0,5} + AJVK} * \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]} \quad (19)$$

Verhoging kapitaalpremie:

$$X = \sum_{x=1}^{2 \text{ of } 4} \frac{\sum_{t=4}^{m=4 \text{ of } 5} T * Z * \frac{M - (t-1)}{M} * \frac{1}{X}}{(1+k)^x + AJVK}$$

$$- \sum_{n=1}^N b * \frac{\sum_{t=4}^{m=4 \text{ of } 5} T * Z * \frac{M - (t-1)}{M} * \frac{1}{N}}{(1+k)^{n-0,5} + AJVK} * \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]} \quad (20)$$

Uit tabel 9 volgt dat bij een subsidiepercentage van 6% gedurende 3 jaar op 2/3 van het investeringsbedrag, de kapitaalpremie een waarde heeft tussen 6 en 9% van het geïnvesteerd bedrag. Ingeval er een verlenging van 2 jaar wordt toegestaan ingevolge meertewerkstelling, schommelt de subsidie-index tussen 9,8 en 13,2%. De kapitaalpremie wordt behandeld als bedrijfswinst en is dus belastbaar. Dit heeft tot gevolg dat de contante waarde van de kapitaalsubsidie des te groter zal zijn naarmate de marginale belastingvoet daalt. Fiscaal niet-rendabele bedrijven betalen geen belasting, waardoor de kapitaalpremie een grotere financiële impact heeft.

De belasting van de kapitaalpremie gebeurt proportioneel met de afschrijvingen en waardeverminderingen. De afschrijvingswijze bepaalt bijgevolg het tijdstip waarop de kapitaalsubsidie belastbaar wordt.

## 6. PARTICIPATIEFONDS

### 6.1. Aard van het voordeel

Het Participatiefonds wordt beheerd door de Nationale Kas voor Beroepskrediet (N.K.B.K.). De activiteiten van het Fonds kunnen ondergebracht worden in twee groepen: de gewone verrichtingen voor eigen rekening en de bijzondere verrichtingen van de overheid. In het kader van de gewone verrichtingen kan het Participatiefonds tijdelijke minderheidsparticipaties nemen in een vennootschap die voldoet aan de voorwaarden om een beroepskrediet te verkrijgen.

Het Fonds eist voor zijn aandelen een rendement dat minimaal gelijk is aan de rente op achtergestelde leningen. Dit is de rentevoet op voorschotten verleend door de N.K.B.K., verminderd met:

- 8% voor de natuurlijke personen vanaf 36 jaar en de door hen opgerichte vennootschappen met een minimum-rentevoet van 5% ;
- 10% voor de natuurlijke personen van minder dan 36 jaar en de door hen opgerichte vennootschappen met een minimum-rentevoet van 4% .

Na een periode van vijf jaar worden de aandelen van het Fonds geleidelijk overgenomen door de meerderheidsgroep en dit volgens een overeengekomen inkoopplan.

De belangrijkste doelstelling van het Fonds is het herstel of het behoud van het financieel evenwicht bij K.M.O.'s door het verlenen van de benodigde eigen middelen. Ook voor innovatie-ondernemingen zou deze overheidsmaatregel interessant kunnen zijn. Wegens het hoge risico en de illiquiditeit, verbonden aan participaties in innovatie-ondernemingen, hebben deze ondernemingen het meestal moeilijk om de benodigde middelen aan te trekken. De overheid kan aan dit probleem tegemoetkomen door, via het Participatiefonds, innovatiekapitaal ter beschikking te stellen tegen gunstvoorwaarden.

### 6.2. Evaluatie

In tabel 10 wordt de financiële impact nagegaan van een participatie van het Fonds. In vergelijking met alternatieve financieringsvormen is de kost van een participatie veel lager. Concreet wordt het voordeel berekend door de kost die samengaat met de participatie, te vergelijken met de kost van voorschotten van de N.K.B.K. voor een periode van 15 jaar met een terugbetaling van de hoofdsom in 10 gelijke delgingen, en dit vanaf het einde van het zesde jaar.

Bij de berekening van de subsidie-index zijn volgende veronderstellingen gemaakt:

- De terugkoop van de aandelen door de meerderheidsaandeelhouders gebeurt over een periode van 10 jaar en dit telkens voor 1/10 in het begin van elk jaar.
- De participatie gebeurt in het midden van het jaar, zodat de eerste terugkoop zich voordoet in het begin van het zevende jaar.
- De rentevoet op voorschotten verleend door de N.K.B.K. bedraagt 11% en wordt beschouwd als een normale interest op vreemd vermogen.

Dividenden zijn, in tegenstelling tot interesten, fiscaal niet aftrekbaar. Dit heeft een negatieve impact op de index, aangezien de onderneming waarin het Fonds participeert, het belastingvoordeel op de interesten van de alternatieve schuldfinanciering verliest.

Het effect op de rendabiliteit wordt bij een kapitaalkost van 13% bepaald voor uiteenlopende waarden van de verschillende parameters:

- de marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting: 0%, 31% of 45% ;
- de minimum-rentevoet op een achtergestelde lening, toegestaan door het Participatiefonds: 4% of 5% .

Tabel 10: Participatiefonds ( $k = 13\%$ ,  $r = 11\%$ )

Variabelen						
Marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting	0,00	0,00	0,31	0,31	0,45	0,45
Minimum-rentevoet op een achtergestelde lening	0,04	0,05	0,04	0,05	0,04	0,05
<i>Subsidie-index</i>						
Participaties	38,25	32,82	19,32	13,90	10,78	5,35

Wiskundige formulering

$$\begin{aligned}
 & \frac{1}{2} \frac{r}{(1+k)^{0,5}} + \left[ \left( \sum_{t=2}^6 \frac{r}{(1+k)^{t-0,5}} + \sum_{t=7}^{15} \frac{r}{(1+k)^{t-0,5}} * \frac{15-(t-1)}{10} \right) \right. \\
 & * \left. \left( \frac{k}{2[(1+k)^{1/2} - 1]} \right) \right] \\
 & - b * \left[ \left( \frac{1}{2} \frac{r}{(1+k)^{0,5}} + \sum_{t=2}^6 \frac{r}{(1+k)^{t-0,5}} \right) \right. \\
 & + \left. \left( \sum_{t=7}^{15} \frac{r}{(1+k)^{t-0,5}} * \frac{15-(t-1)}{10} \right) \right] \\
 & * \left( \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]} \right) - \sum_{t=1}^6 \frac{r_{min}}{(1+k)^t} \\
 & - \sum_{t=7}^{15} \frac{r_{min}}{(1+k)^t} * \frac{15-(t-1)}{10} \tag{21}
 \end{aligned}$$

Uit tabel 10 blijkt dat een participatie van het Participatiefonds in het kapitaal van een vennootschap een rendabiliteitsverhoging kan meebrengen die schommelt tussen 5 en 38% naargelang van de belastingvoet. Opmerkelijk is het grote voordeel bij een belastingvoet van 0%. Risicokapitaal, verstrekt door het Participatiefonds, is bijgevolg het interessantst voor fiscaal niet-rendabele bedrijven. Deze kunnen immers geen belastingvoordeel bekomen op de interesten van de alternatieve schuldfinanciering en kunnen dit voordeel derhalve niet verliezen bij de financiering met aandelenkapitaal. Rendabele ondernemingen worden bijgevolg benadeeld. Niettemin kunnen participaties tegen gunstvoorwaarden vooral in de verlieslatende beginjaren gerechtvaardigd worden indien men nieuwe en innoverende ondernemingen wil stimuleren.

## 7. TWEEDE MARKT VAN BRUSSEL

Het bestaan van een tweede markt is essentieel voor de ontwikkeling van de innovatiekapitaalsector in België. De innovatiekapitaal financier die een participatie heeft genomen in een innovatieproject, moet in staat zijn om zijn participatie op het gepaste tijdstip te verkopen en aldus zijn vergoeding in de vorm van meerwaarden te realiseren. De uitredingsmogelijkheden zijn bijgevolg zeer belangrijk voor de innovatiekapitaal financier.

Een participatie kan stopgezet worden door verkoop op de beurs. Een notering op de officiële markt is echter om tal van redenen minder geschikt voor jonge en kleine ondernemingen. Aan dit probleem wordt tegemoetgekomen door de oprichting van een tweede beursmarkt. Ook in België is, in navolging van de V.S.A. en onze buurlanden, sinds 1 januari 1985 een dergelijke markt operationeel.

In vergelijking met de officiële markt biedt de secundaire beursmarkt een aantal voordelen:

- De toelatingsvoorwaarden en werkingsvereisten zijn soepeler.
- Ook de kosten zijn lager: lagere introductievergoeding, lagere jaarlijkse vergoeding aan het noteringscomité en geen jaarlijkse taks op de genoteerde effecten.
- De minimum-bestaansduur van 5 jaar vervalt: men wil vooral jonge ondernemingen aantrekken.
- Inzake informatieverspreiding (prospectus) geldt een vereenvoudigde en beperkte verspreiding.
- Minimum 10% van het totaal aantal aandelen moet publiek verspreid worden, tegenover 25% op de officiële markt.

Tot nu toe kende de Belgische tweede markt slechts een beperkt succes. De reden hiervoor is onder meer de vrij lange voorbereiding (3 tot 5 jaar) die aan een introductie voorafgaat.

### Besluit

Uit deze bijdrage blijkt dat er verschillende maatregelen bestaan ter stimulering van risicokapitaal. Naargelang van de omstandigheden hebben zij een zeer variërende invloed.

De overheid kan innovatiekapitaal stimuleren bij de onderneming die haar project met innovatiekapitaal financiert, of bij de innovatiekapitaalverschaffer.

In de eerste plaats evalueerden we de steunmaatregelen in hoofde van de *innovatie-onderneming*. De fiscale maatregelen en de directe maatregelen werden afzonderlijk behandeld.

Innovatie-ondernemingen worden veelal gekenmerkt door verliezen in de startfase. Dit heeft tot gevolg dat ze in deze periode geen *fiscale stimuli* ontvangen vanwege de overheid.

De aandelenwet, de wet op reconversievennootschappen en de wet op innovatievennootschappen voorzien dat de vrijstellingsperiode naar keuze kan starten vanaf het eerste jaar of vanaf één van de twee volgende jaren. In dit geval kan de innovatie-onderneming genieten van de volledige vrijstellingsduur op voorwaarde dat ze ten laatste vanaf dit boekjaar voldoende winstgevend is.

Fiscaal recupereerbare verliezen kunnen overgedragen worden naar latere winstgevende boekjaren. Dit heeft tot gevolg dat de winst die de onderneming in latere winstgevende jaren behaalt, deels of volledig, wordt tenietgedaan door de verliezen uit de voorgaande jaren, zodat er geen of een onvoldoende positief te bestemmen resultaat overblijft.

Dit probleem kan worden opgelost door de innovatie-onderneming toe te laten de belastingvermindering onbeperkt over te dragen naar de volgende jaren. Om hun groei te financieren, reserveren innovatie-ondernemingen hun winsten liever in plaats van deze uit te keren aan de kapitaalverschaffer. Fiscale steunmaatregelen in de vorm van vrijstelling van uitgekeerde winsten ten voordele van ondernemingen die financieren met innovatiekapitaal, zijn bijgevolg niet doeltreffend.

Een mogelijke oplossing voor deze problemen bestaat erin de onderneming vrij te laten in de keuze van vrijstelling van gereserveerde of uitgekeerde winsten gedurende een bepaalde periode, die zou beginnen vanaf een bepaald jaar, te bepalen door de innovatie-onderneming.

Er bestaan twee vormen van *directe steunmaatregelen*. Een eerste vorm van directe overheidssteun is het verstrekken van kapitaal tegen gunstvoorwaarden (reconversiecontracten en Participatiefonds). Nadelig is dat de privé-aandeelhouders verplicht worden om de participaties terug te nemen tegen de uitgifteprijs. Daardoor lijken dergelijke participaties meer op schuldfinanciering, waarbij het risico volledig wordt overgeheveld naar de privé-aandeelhouders.

Een tweede vorm van directe tegemoetkoming is het verlenen van een kapitaalpremie aan ondernemingen die hun investeringen met eigen vermogen financieren. Voordelig voor de innovatie-onderneming is dat ze reeds in de startfase een stimulans krijgt. Door middel van directe stimuli worden echter zowel verlieslatende als rendabele ondernemingen gesteund. Uit de evaluatie van de maatregelen op basis van de subsidie-index is zelfs gebleken dat de directe steunmaatregelen de grootste financiële impact hebben bij verlieslatende ondernemingen, wat o.i. niet verantwoord is. Het niet belasten van de kapitaalpremie zou de discriminatie ten nadele van de rendabele ondernemingen opheffen.

In de tweede plaats werden de steunmaatregelen in hoofde van de *innovatiekapitaalverschaffer* geëvalueerd.

Een innovatiekapitaalverschaffer wenst in ruil voor het hoge risico, eigen aan innovatiekapitaalinvesteringen, een hoog rendement te verwezenlijken in de vorm van kapitaalwinsten.

In België zijn kapitaalwinsten op privé-beleggingen vrijgesteld van personenbelasting. Sinds de wet op de innovatievennootschappen kan een niet-beroepsmatige financier ook nog genieten van een aftrek in de personenbelasting. De minderwaarden zijn in België echter niet aftrekbaar in de personenbelasting. Dit is een belangrijke handicap, aangezien minderwaarden op participaties in innovatie-ondernemingen reëel zijn. Beroepsmatige innovatiekapitaalverschaffers, onderworpen aan de vennootschapsbelasting, genieten sinds de wet op de innovatievennootschappen als belangrijke stimuli de vrijstelling van gerealiseerde kapitaalwinsten.

#### *Lijst der geraadpleegde werken*

BLOM, F.W.C., Financiële overheidsfaciliteiten voor bedrijven, *Handboek Financieel Management*, Deventer/Antwerpen, Kluwer.

GOMOV, januari 1986, *Investeren met overheidshulp vandaag*, Gewestelijke ontwikkelingsmaatschappij voor Oost-Vlaanderen.

KREDIETBANK, 14 augustus 1984, *Eerste herstelwet 1984: fiscale maatregelen*.

OOGHE, H., COENE, F. & LIEVENS, M., 1985, *Mogelijkheden van stimulering van risicodragend kapitaal voor nieuwe en groeiende ondernemingen*, Brussel, Vlaamse Interuniversitaire Raad.

PEETERS G., 1985, *Subsidiezakboekje 1985*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen.

VANTHIENEN, L. & VERMAELEN, Th., "The effect of the Royal Decree 15 on Security Prices and Financing Decisions", *Tijdschrift voor Economie en Management*, nr. 4, 1986.



Bijlage 1: Algemene formules voor de subsidie-index

Fiscale maatregel:

$$SI = \frac{\sum_{t=1}^m \frac{b * X_t}{(1+k)^t} * \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]} * (1+k)^{0,5}}{I}$$

= geactualiseerde waarde van de belastingbesparing  
begininvestering

Directe subsidie:

$$SI = \frac{\sum_{t=1}^m \frac{St}{(1+k)^t}}{I} - \frac{\sum_{t=1}^m \frac{b * St}{(1+k)^t} * \frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]} * (1+k)^{0,5}}{I}$$

= geactualiseerde waarde van de subsidiekasstroom - geactualiseerde waarde van het belastingnadeel  
begininvestering begininvestering

met m = duur van de subsidie;

b = marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting;

0% : verlieslatende ondernemingen of ondernemingen met voldoende fiscaal recupereerbare verliezen

31% : tot 1.000.000 BF

40% : tussen 1.000.001 en 3.600.000 BF

47,5% : tussen 3.600.001 en 14.400.000 BF

45% : vanaf 14.400.001 BF

X<sub>t</sub> = fiscaal vrijgesteld bedrag in jaar t;

I = begininvestering;

k = minimum-rendement of kapitaalkost na belastingen;

St = subsidiebedrag ontvangen in jaar t;

$\frac{k}{4[(1+k)^{1/4} - 1]}$  = aanpassingsfactor omdat de belastingen niet per jaar, doch per kwartaal (vooraf) betaald worden.

$(1+k)^{0,5}$  = aanpassingsfactor omdat er verondersteld wordt dat de investering in het midden van het jaar valt.

Bijlage 2

AJV = aanvangsjaar van de vrijstelling

AJVK = aantal jaren van vertraging waarmee de kapitaalpremie uitbetaald wordt

b = marginale aanslagvoet in de vennootschapsbelasting

bp = marginale aanslagvoet in de personenbelasting

bm = meerwaardebelastingpercentage

BD% = brutodividendpercentage

Dp = preferent dividend

I = begininvestering

k = minimum-rendement of kapitaalkost na belastingen

KI = kadastraal inkomen (5,3% van de aanschaffings- of beleggingswaarde van gebouwde of ongebouwde onroerende goederen en 1,59% voor onroerende goederen door bestemming)

m = duur van de subsidie

M = theoretische aflossingsduur van 10 jaar

MW% = meerwaarde in percentage van het volstort kapitaal

N = levensduur van het investeringsgoed

r = normale interest op vreemd vermogen

r min = minimum-rentevoet op een achtergestelde lening, toegestaan door het Participatiefonds

SI = subsidie-index

St = subsidiebedrag ontvangen in jaar t

toV = percentage onroerende voorheffing

tvb = percentage van het volstort kapitaal dat vrijgesteld is van vennootschapsbelasting of 13%

T = rentesubsidiepercentage

W = winstmarge vóór belastingen of gereserveerde en uitgekeerde winst (met uitzondering van tantièmes) als percentage van de investering

X = aantal uitbetalingen

X<sub>t</sub> = fiscaal vrijgesteld bedrag in jaar t

Z = toelagequotiteit