

DE KUNST VAN HET VERZEKEREN

VERZEKERING MOTORRIJTUIGEN

VANDERKROFT/EGG



De Noordstar en Boerhaave verzekeringsovername wordt besproken onder coöperatie 1987

Ad. 1.1/183

De uitstekende bescherming tegen alle gevaren op de weg.

De Noordstar en Boerhaave biedt u een volledig pakket oplossingen tegen de gevaren op de weg. Bij de Autoverzekering Burgerlijke Aansprakelijkheid betaalt u voor een wagen uit de middenklasse de laagste premie van de markt. Rekening houdend met de B.A.-Plus wordt dit verschil nog groter, zonder dat u ook maar iets minder beveiligd bent. In de Omnium-Verzekering hebt u de keuze uit de formules: „aangenomen waarde“ of „niet-aangenomen waarde“. De Familiale Verkeerspolis verzekert u in alle omstandigheden op de weg. Ook de bestuur-



Een artistieke kijk op een alledaagse situatie: een fragment uit het schilderij „Eén van de nog duizende dorpsstraten in Vlaanderen en elders“ van Roger Raouel.

Door het verband te leggen tussen de artistieke weergave van een dagelijks tafereel en de waarheidsgetrouwe fotografische uitdrukking ervan, bevestigt De Noordstar en Boerhaave haar dubbele roeping van daadwerkelijke bescherming en cultureel engagement. De culturele laak wordt beïnvloed in het Noordstarfonds. De Noordstar en Boerhaave verstaat de kunst van het verzekeren.

der, die in tegenstelling tot de B.A.-Plus wel gedekt is.

Extra-voordeel:

Alle personen die reeds een Burgerlijke Aansprakelijkheidspolis bij de Noordstar en Boerhaave afgesloten hebben, alle jonggehuwden en de leden van de Vlaamse Culturele Verenigingen: De Bond van Grote en Jonge Gezinnen, VTB-VAB, Davidsfonds, Vermeylenfonds, Willemsfonds, VOS, ANZ, Sporta, VVB, krijgen de

Familiale Verkeerspolis het eerste jaar gratis.
Vraag inlichtingen bij uw verzekeringsbemiddelaar of bel naar De Noordstar en Boerhaave. Groot-Brittanniëlaan 125 - 9000 Gent. Tel. 091/35.37.11

**DE NOORDSTAR
EN BOERHAAVE N.V.**

De eerste Vlaamse Verzekeringsmaatschappij



STIMULERING VAN RISICODRAGEND KAPITAAL EN DE VOORSTELLEN VAN DE KONINKLIJKE COMMISSIE TOT HARMONISERING EN VEREENVOUDIGING VAN DE FISCALITEIT*

Hubert OOGHE
Monique LIEVENS

Hubert Ooghe is gewoon hoogleraar Bedrijfsfinanciering aan de Faculteit van de Economische Wetenschappen en de School voor Management van de Rijksuniversiteit te Gent.

Monique Lievens is wetenschappelijk medewerker FKFO bij het Seminarie voor Bedrijfsfinanciering van de Rijsuniversiteit te Gent.

Samenvatting

Bij de financiering van een investeringsproject moet een onderneming een keuze maken tussen de financiering met eigen of met vreemd vermogen. Bij deze keuze speelt de fiscaliteit een zeer belangrijke rol. De fiscale aftrekbaarheid van interesten op leningen en de belastbaarheid van uitgekeerde en gereserveerde winsten leidt tot een fiscale discriminatie van het risicodragend kapitaal ten opzichte van het niet-risicodragend kapitaal. De voorstellen van de Koninklijke Commissie tot harmonisering en vereenvoudiging van de fiscaliteit leiden niet tot het vooropgestelde doel om aan deze discriminatie een einde te maken. Een gelijke behandeling tussen de financiering met eigen en vreemd vermogen is mogelijk door de afschaffing van de vennootschapsbelasting, hetgeen echter een radicale oplossing is. Eenzelfde resultaat kan worden bereikt door het toepassen van een aftrekregeling voor de financiering met eigen vermogen.

* Deze bijdrage is opgesteld naar aanleiding van de inaugurale les die op 29 april 1987 door prof. dr. H. Ooghe werd gegeven in het kader van de Franqui-leerstoel 1986-87 aan de Faculteiten Toegepaste Economische Wetenschappen RUCA-UFSIA.

Inleiding

Wanneer een onderneming moet overgaan tot de financiering van een investeringsproject, heeft ze de keuze tussen de financiering met eigen en met vreemd vermogen. Dit is de kapitaalstructuurbeslissing die het financieel risico van de onderneming determineert (deel 1).

Deze beslissing wordt mede beïnvloed door de fiscale behandeling van beide financieringsvormen. Belangrijk hierbij is dat interesten op leningen fiscaal aftrekbaar zijn, terwijl (uitgekeerde en gereserveerde) winsten deel uitmaken van de belastbare basis. Daaruit volgt de fiscale discriminatie van het risicodragend kapitaal ten opzichte van het niet-risicodragend kapitaal, die een van de belangrijke redenen is voor de stijgende schuldgraad van de ondernemingen in België (deel 2 en 3).

In deze bijdrage wordt vooral nagegaan welke invloed de voorstellen van de Koninklijke Commissie tot harmonisering en vereenvoudiging van de fiscaliteit hebben op de keuze tussen aandelen- en schuldkapitaal (deel 5). Vooraf worden de bestaande overheidsmaatregelen die het stimuleren van risicodragend kapitaal tot doel hebben, besproken (deel 4).

Onder punt 6 ten slotte wordt overgegaan tot de formulering van de basiscriteria waaraan de stimuli voor risicodragend kapitaal zouden moeten beantwoorden. Op basis daarvan worden de bestaande maatregelen en de voorstellen van de Koninklijke Commissie beoordeeld en worden enkele nieuwe voorstellen uitgewerkt.

1. FINANCIËEL RISICO EN OPTIMALE KAPITAALSTRUCTUUR VAN DE ONDERNEMING

1.1. Financieel risico ⁽¹⁾

Financieel risico is het risico ten gevolge van financiering met vreemd vermogen, waaraan vaste interestkosten en vaste verplichtingen tot betaling van interest en aflossing verbonden zijn.

Op rendabiliteitsvlak heeft deze vaste financieringskost dus tot gevolg dat een verandering van het nettoresultaat vóór interest en vóór belastingen

(1) Ooghe H. & Van Wymeersch C. (1985), pp. 151, 195-207. Financieel risico staat tegenover operationeel risico of het risico dat inherent is aan de operaties en niet aan de financiering van de onderneming en dat het gevolg is van factoren zoals sector, grootte, kapitaalintensiteit enz.

Het rendabiliteitsrisico ten gevolge van schuldfinanciering wordt gemeten door middel van de graad van financiële hefboom, die de verhouding weergeeft tussen de procentuele verandering van de winst na financiële kosten en na belastingen en de procentuele verandering van het nettoresultaat vóór financiële kosten en vóór belastingen.

gen leidt tot een sterkere procentuele verandering van de winst na interest en na belastingen, die overblijft voor de aandeelhouder. Dit verschijnsel wordt de financiële hefboom genoemd, die zowel in positieve als in negatieve richting kan werken.

Op liquiditeitsgebied is het risico bij schuldfinanciering eveneens groter: ook bij dalende liquiditeit moeten de betalingen van interest en schuldaflossingen geschieden. Bij financiering met eigen vermogen zijn de liquiditeitsgevolgen veeleer beperkt: enkel ondernemingen met voldoende winst na belastingen *en* voldoende liquide middelen kunnen een dividend uitkeren; het aandelenkapitaal zelf blijft in de onderneming.

De schuldgraad van de onderneming of de verhouding vreemd vermogen/totaal vermogen kan als indicator voor het financieel risico van een onderneming gebruikt worden. Algemeen kan gesteld worden: hoe hoger de schuldgraad, hoe groter het financieel risico van de onderneming. Grotere schulden brengen immers grotere vaste interestkosten (ondanks wisselende resultaten) en grotere vaste betalingsverplichtingen (ondanks schommelende liquiditeit) met zich mee.

1.2. Optimale kapitaalstructuur

De theorie van Modigliani & Miller i.v.m. de kapitaalstructuur (Modigliani & Miller, 1958) stelt echter dat de keuze tussen aandelen- en schuldkapitaal irrelevant is. De marktwaarde van de onderneming wordt niet beïnvloed door de kapitaalstructuurbeslissing omtrent aandelen- of schuldkapitaal.

Twee ondernemingen die volkomen identiek zijn met uitzondering van hun kapitaalstructuur moeten dezelfde waarde hebben. Indien dit niet het geval zou zijn, treedt er arbitrage op en dit heeft tot gevolg dat de twee ondernemingen tegen dezelfde waarde worden verhandeld. Eventueel zullen beleggers daarbij een beroep doen op persoonlijke schuldfinanciering in plaats van schuldfinanciering door de onderneming. De onderneming is dus niet in staat iets (= schuldfinanciering met een verwachte positieve hefboom) te doen voor de aandeelhouders waartoe de aandeelhouders zelf niet in staat zouden zijn (= persoonlijke schuldfinanciering en hefboom).

De irrelevantie van de kapitaalstructuur geldt onder de hypothese van perfecte kapitaalmarkten: d.w.z. kosteloze en onmiddellijk beschikbare informatie, geen transactiekosten, oneindig deelbare effecten, zuiver rationele beleggers, geen beperkingen voor institutionele beleggers, geen faillissementskosten en geen vennootschaps- of personenbelastingen. Belastingen vormen echter een belangrijke imperfectie voor de werking van de kapitaalmarkt. De invloed van de belastingen op de kapitaalstruc-

tuurbeslissing genoot dan ook ruime aandacht in de (theoretische) literatuur (zie o.m. Modigliani & Miller, 1963; Miller, 1977; De Angelo & Masulis, 1980).

2. EVOLUTIE VAN DE SCHULDGRAAD VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN

In deze bijdrage wordt de invloed van de fiscale en directe overheidsmaatregelen op het financieren met risicodragend kapitaal besproken. Vooraf wordt de evolutie van de schuldgraad en dus van het financieel risico van de Belgische ondernemingen onderzocht.

Uit tabel 1 en grafiek 1 blijkt dat de evolutie van de schuldgraad kan uitgesplitst worden in twee perioden. Tot 1981 neemt de schuldgraad sterk toe. Vanaf 1982 daalt de schuldgraad van de Belgische ondernemingen in lichte mate, vooral onder invloed van de aandelenwet, die verder wordt besproken.

In 1985 wordt echter, ondanks de positieve evolutie van de laatste jaren, nog steeds en in aanzienlijke mate meer met schulden gefinancierd dan in 1965. Dit betekent dus dat het financieel risico van de Belgische ondernemingen in de laatste 20 jaar aanzienlijk is toegenomen door de gestegen vaste interest- en terugbetalingsverplichtingen.

De redenen voor de stijging van de schuldgraad in de eerste periode tot 1981 zijn talrijk (KB Weekberichten, 1976, pp. 1-4, 9-10; Ooghe & Van Wymeersch, 1985, p. 152):

- de onvoldoende rendabiliteit, vooral in bepaalde perioden van laagconjunctuur, waardoor de mogelijkheden van financiering met gereserveerde winsten beperkt waren;
- het lage rendement op aandelen in vergelijking met het rendement op overheidsfondsen en het gebrek aan belangstelling vanwege de belegger voor aandelen, waardoor nieuw aandelenkapitaal niet moeilijk kon worden aangetrokken op de kapitaalmarkt;
- de afkerige houding van ondernemingsleiders in gesloten vennootschappen om nieuwe aandeelhouders toe te laten, o.m. uit vrees de controle over de onderneming te verliezen;
- het inflatievoordeel van schuldfinanciering, vooral in perioden van hoge inflatie: investeringen, die hun reële waarde behouden en dus in nominale waarde stijgen, worden gefinancierd met schulden die slechts in nominale geldeenheden moeten terugbetaald worden;
- de eenzijdig positieve visie op de financiële hefboom: schuldfinanciering werd bewust nagestreefd om via een positieve financiële hefboom de rendabiliteit van de eigen middelen te verhogen;

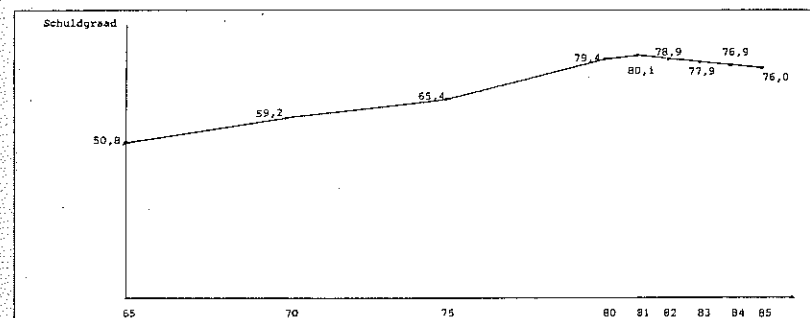
- de overheid, die vanaf de jaren zestig, in het kader van de expansiewetgeving, haar steun aan het bedrijfsleven hoofdzakelijk via rentetoeelagen en staatswaarborg voor schuldfinanciering heeft gekanaliseerd en in mindere mate via kapitaalpremies, die slechts vanaf 1971 bij financiering met eigen vermogen worden toegestaan;
- de fiscaal discriminerende behandeling van de winst op eigen vermogen in vergelijking met de interest op schulden.

Tabel 1: Evolutie van de schuldgraad van de Belgische ondernemingen 1965-1985 (a)

Jaar	Vreemd vermogen / Totaal vermogen
1965	50,8%
1970	59,2%
1975	65,4%
1980	79,4%
1981	80,1%
1982	78,9%
1983	77,9%
1984	76,9%
1985	76,0%

- (a) De schuldgraad is berekend op basis van:
 KB Weekberichten (16 april 1976), p. 1.
 KB Weekberichten (1 oktober 1982), p. 4.
 KB Weekberichten (29 november 1985), p. 4.
 KB Weekberichten (10 oktober 1986), p. 4.

Figuur 1: Evolutie van de schuldgraad van de Belgische ondernemingen 1965-1985 (a)



- (a) Op basis van tabel 1

De evolutie van de schuldgraad kan worden uitgesplitst in twee periodes: tot 1981 neemt de schuldgraad sterk toe, vanaf 1982 daalt de schuldgraad in lichte mate, vooral onder invloed van de aandelenwet.

Tabel 2: Resultaat na vennootschapsbelasting (VB) en na personenbelasting (PB) in het huidig belastingstelsel

	Interest	Uitgekeerde winst	Gereserveerde winst
Resultaat vóór VB en vóór PB	100	100	100
- Vennootschapsbelasting 43% (a)	-	43	43
= Resultaat na VB en vóór PB	100	57	57
- Roerende voorheffing 25%	25	14,25	-
= Resultaat na VB en na PB	75	42,75	57

(a) Normale aanslagvoet vanaf aanslagjaar 1988.

Figuur 2: Resultaat na vennootschapsbelasting en personenbelasting in het huidig belastingstelsel (a)

Interest	Uitgekeerde winst	Gereserveerde winst
Roerende voorheffing 25	Vennootschapsbelasting 43	
75	Roerende voorheffing 14,25	57
	42,75	

(a) Op basis van tabel 2

In het huidig belastingstelsel doet zich een discriminatie voor van de financiering met vreemd vermogen ten opzichte van de financiering met eigen vermogen. Een resultaat vóór belastingen van 100 leidt bij schuldfinanciering na vennootschaps- en personenbelasting tot een interest van 75 voor de belegger. Bij financiering met eigen vermogen wordt slechts 57 overgehouden bij reservering en 42,75 bij winstuitkering.

3. FISCALE DISCRIMINATIE VAN EIGEN VERMOGEN TEN OPZICHTE VAN VREEMD VERMOGEN IN HET HUIDIG BELASTINGSTELSEL

Vooraf deze laatste reden blijkt belangrijk te zijn. In het huidige belastingstelsel wordt de discriminatie van financiering met eigen vermogen ten opzichte van financiering met vreemd vermogen veroorzaakt door het feit dat de te betalen interesten fiscaal aftrekbaar zijn, terwijl de gereserveerde en uitgekeerde winsten deel uitmaken van de belastbare winst.

In tabel 2 en figuur 2 kan men zien dat een resultaat vóór vennootschaps- en personenbelasting van 100 bij schuldfinanciering na vennootschaps- en personenbelasting leidt tot een interest van 75 voor de belegger. Bij financiering met eigen vermogen wordt slechts een winst na belastingen overhouden van 57 bij reservering en 42,75 bij uitkering, wat aanzienlijk lager is.

Bij dergelijke berekeningen wordt in deze studie steeds uitgegaan van de veronderstelling dat de belegger kiest voor de bevrijdende roerende voorheffing. Dit zal immers in de meeste gevallen leiden tot een lagere belasting dan wanneer er wordt gekozen voor globalisatie van de roerende inkomsten. In het huidige stelsel is het belastingkrediet immers beperkt tot de helft van de door de vennootschap betaalde vennootschapsbelasting en bovendien enkel verrekenbaar doch niet terugbetaalbaar. Hierdoor wordt het stelsel van de bevrijdende roerende voorheffing reeds vanaf een laag marginaal belastingtarief in de personenbelasting voordeliger dan de globalisatie van de roerende inkomsten. Enkel indien er van het totaal netto-inkomen aftrekbare lasten (art. 71 WIB) zijn, zoals interesten van schulden om roerende of onroerende inkomsten te verkrijgen of te behouden, kan globalisatie in die mate voordelig zijn.

4. OVERHEIDSMATREGELEN TER STIMULERING VAN RISICODRAGEND KAPITAAL (2)

Om de financiering met eigen vermogen te stimuleren, heeft de overheid verschillende maatregelen genomen.

Door middel van een subsidie-index kan onderzocht worden welke invloed deze maatregelen hebben op de rendabiliteit van een investeringsproject, om aldus de stimulerende invloed van deze maatregelen te beoordelen.

(2) Dit deel is gedeeltelijk gebaseerd op Ooghe, Coene & Lievens, 1985, pp. 85-119; Ooghe, Bekaert, Coene & Lievens, 1987.

De subsidie-index (SI) geeft weer hoeveel procent de geactualiseerde waarde van de subsidiekasstromen bedraagt ten opzichte van de begininvestering en is verschillend naargelang het een fiscale of een directe maatregel betreft.

Een fiscale maatregel bestaat uit een vermindering van de te betalen belastingen. Bij de directe steunmaatregelen ontvangt de onderneming die voldoet aan de gestelde voorwaarden, een premie. De toegekende premie wordt echter belast, zodat een deel van het voordeel verloren gaat.

Voor een fiscale maatregel:

$$SI = \frac{\text{geactualiseerde waarde van de belastingbesparing}}{\text{begininvestering}}$$

Voor een directe subsidie:

$$SI = \frac{\text{geactualiseerde waarde van de subsidiekasstroom} - \text{geactualiseerde waarde van het belastingnadeel}}{\text{begininvestering}}$$

De analyse op basis van de subsidie-index is uitgevoerd in een vroegere studie, die in het Economisch en Sociaal Tijdschrift werd opgenomen (Ooghe, Bekaert, Coene & Lievens, 1987). Enkel de algemene conclusies worden overgenomen.

In deze bijdrage wordt vooral aandacht besteed aan het resultaat na vennootschapsbelasting en na personenbelasting bij toepassing van de verschillende (fiscale) stimuli. Dit cijfer kan vergeleken worden met het resultaat na belastingen onder het huidige belastingregime (tabel 2 en figuur 2).

4.1 Aandelenwet

Het K.B. nr. 15 van 9 maart 1982, gewijzigd door het K.B. nr. 150 van 30 december 1982, bevat twee luiken: het Cooreman-luik en het De Clercq-luik.

In het kader van het *Cooreman-luik* kan de uitgekeerde winst ten belope van 8% van het nieuw kapitaal, dat in 1982 en 1983 in geld werd volstort, gedurende 5 opeenvolgende boekjaren onder bepaalde voorwaarden vrijgesteld worden van vennootschapsbelasting.

De vrijstellingsgrens van 8% gedurende 5 opeenvolgende boekjaren kan verhoogd worden tot maximaal 13% gedurende 9 (kapitaalverhogingen in 1983) of 10 (kapitaalverhogingen in 1982) opeenvolgende boekjaren

Tabel 3: Resultaat na vennootschapsbelasting (VB) en na personenbelasting (PB) bij toepassing van het Cooreman-luik op de aandelenwet

	Interest	Uitgekeerde winst	Gereserveerde winst
Resultaat vóór VB en vóór PB	100	100	100
- Vennootschapsbelasting 43% (a)	-	0	43
= Resultaat na VB en vóór PB	100	100	57
- Roerende voorheffing (b)	25	20	-
= Resultaat na VB en na PB	75	80	57

(a) Normale aanslagvoet vanaf aanslagjaar 1988.

(b) 25% bij interest en 20% bij uitgekeerde winst.

Figuur 3: Resultaat na vennootschapsbelasting en personenbelasting bij toepassing van het Cooreman-luik van de aandelenwet (a)

Interest	Uitgekeerde winst	Gereserveerde winst
Roerende voorheffing 25	Roerende voorheffing 20	Vennootschapsbelasting 43
75	80	57

(a) Op basis van tabel 3

De vrijstelling van vennootschapsbelasting voor de uitgekeerde winsten en de bevrijdende roerende voorheffing van 20% in het kader van de aandelenwet leiden tot een sterke verhoging van de uitgekeerde winst na belastingen. Bij deze winstuitkering wordt 80% overgehouden in vergelijking met 75% bij een lening en 57% bij winstreservering.

indien de vennootschap zich verbond om de belastingbesparing volledig uit te keren aan het nieuw ingebracht kapitaal. Bij oprichting van nieuwe vennootschappen in 1982 of in 1983 bedraagt de belastingvrijstelling automatisch 13% gedurende respectievelijk 10 of 9 boekjaren.

De verhoging van de roerende voorheffing van 20% naar 25% is niet toepasbaar op de aandelen of deelbewijzen, gecreëerd n.a.v. de aandelenwet. De roerende voorheffing van 20% is eveneens bevrijdend.

Tabel 3 en figuur 3 omvatten de vergelijking tussen interest, uitgekeerde en gereserveerde winst bij toepassing van het Cooreman-luik van de aandelenwet.

De vrijstelling van vennootschapsbelasting voor de uitgekeerde winsten en de bevrijdende roerende voorheffing van 20% leiden tot een sterke verhoging van de uitgekeerde winst na belastingen. Van een resultaat van 100 vóór belastingen wordt, bij toepassing van het Cooreman-luik van de aandelenwet, 80 uitgekeerde winst overgehouden in vergelijking met 75 interest en 57 gereserveerde winst. Financiering met eigen vermogen, gekoppeld aan winstuitkering, wordt dus sterk bevorderd door de aandelenwet en de discriminatie tegenover de interest in het normale belastingregime is meer dan opgeheven. Winstreservering blijft echter een weinig aantrekkelijk alternatief.

Op basis van de subsidie-index kan worden vastgesteld dat de fiscale vrijstellingen van het Cooreman-luik van de aandelenwet voor fiscaal rendabele bedrijven, die de belastingbesparing doorgeven aan de aandeelhouder, aanzienlijke rendementsverhogingen meebrengen. Dit voordeel wordt echter alleen bekomen bij winstuitkering en niet bij winstreservering.

Belangrijk is de voorwaarde dat de ondernemingen fiscaal rendabel zijn. Verlieslatende ondernemingen of ondernemingen met veel recupereerbare verliezen genieten niet van de vrijstelling van vennootschapsbelasting en de verminderde roerende voorheffing.

Het *De Clercq-luik* van de aandelenwet voorzag dat de belastingplichtigen voor elk van de aanslagjaren 1983 tot 1986 van hun gezamenlijk belastbaar netto-inkomen een bedrag konden aftrekken dat zij in de loop van het belastbaar tijdperk hadden besteed aan de aankoop van Belgische aandelen of deelbewijzen en van certificaten van erkende gemeenschappelijke beleggingsfondsen. Het bedrag was vastgesteld op 40.000 fr. per gezin, plus 10.000 fr. voor de echtgenoot en 10.000 fr. voor elke andere persoon ten laste. De effecten moeten gedurende vijf jaar behouden worden.

De marginale aanslagvoet in de personenbelasting bepaalt de grootte van het voordeel voor de belegger.

4.2 Tewerkstellingszones

Nieuwe vennootschappen die zich in een tewerkstellingszone vestigen, kunnen ingevolge het K.B. nr. 118 van 23 december 1982 gedurende 10 jaar genieten van een vrijstelling van vennootschapsbelasting, onroerende en roerende voorheffing en registratierecht. De tewerkstellingszones worden bij K.B. vastgesteld.

Vrijstelling van vennootschapsbelasting wordt toegestaan op gereserveerde en uitgekeerde winsten. Deze vrijstelling is niet beperkt tot 13% van het ingebrachte kapitaal; de totale winst wordt vrijgesteld (uitgezonderd de tantièmes en de verworpen uitgaven).

Vrijstelling van roerende voorheffing wordt gegeven op uitgekeerde winsten, op de inkomsten van schuldvorderingen of leningen, of op de opbrengsten van de concessie van immateriële roerende goederen. De begunstigden kunnen hierbij genieten van een fictieve roerende voorheffing van 25%.

Het resultaat na belastingen bedraagt dus voor ondernemingen in een tewerkstellingszone 100% zowel voor interesten als voor uitgekeerde en gereserveerde winsten, vermits noch vennootschapsbelasting, noch roerende voorheffing worden toegepast. Eigen en vreemd vermogen enerzijds en winstuitkering en -reservering anderzijds worden dus gelijk behandeld, zoals blijkt uit figuur 4.

Uit de analyse op basis van de subsidie-index blijkt dat de stimulans die van de T-zones uitgaat, zeer aanzienlijk is, vooral voor rendabele ondernemingen. Niet-rendabele bedrijven daarentegen kunnen enkel genieten van de vrijstellingen van onroerende voorheffing en van registratierecht en behalen slechts een geringe tegemoetkoming.

4.3 Innovatievennootschappen

Vennootschappen die worden opgericht in de periode van 1 januari 1984 tot en met 31 december 1993 en die als innovatievennootschap worden erkend, kunnen gedurende 10 jaar genieten van een vrijstelling van vennootschapsbelasting, onroerende voorheffing, registratierecht en een met 5% verhoogde investeringsaftrek. Deze voordelen zijn voorzien in de herstellwet van 31 juli 1984.

De vrijstelling van vennootschapsbelasting is beperkt tot 13% van het in geld gestorte kapitaal. De vrijstellingsperiode van 10 jaar begint naar keuze van de onderneming vanaf het boekjaar van oprichting of het eerste of tweede boekjaar na oprichting. Gedurende de eerste drie boekjaren van de vrijstellingsperiode kan de vennootschap kiezen tussen een vrijstelling van de uitgekeerde of van de gereserveerde winst. In de ove-

Figuur 4: Resultaat na vennootschapsbelasting en na personenbelasting voor vennootschappen in tewerkstellingszones

Interest	Uitgekeerde winst	Gereserveerde winst
100	100	100

Het resultaat na vennootschaps- en personenbelasting bedraagt voor ondernemingen in een tewerkstellingszone 100%, zowel voor interesten als voor uitgekeerde en gereserveerde winsten. Hier worden eigen en vreemd vermogen dus op dezelfde manier behandeld.

rige vrijstellingsjaren kan enkel voor de uitgekeerde winst een vrijstelling bekomen worden.

Tabel 4 en figuur 5 geven de vergelijking van het resultaat na belastingen bij innovatievennootschappen. Interesten en uitgekeerde winsten worden fiscaal gelijk behandeld, zodat er 75 na belastingen overblijft. Reservering van winsten tijdens de eerste drie jaren heeft volledige belastingvrijstelling tot gevolg, doch winsten zijn een weinig realistische hypothese voor startende ondernemingen in de aanloopjaren. Winstreservering na de eerste drie boekjaren is een weinig aantrekkelijk alternatief omdat, zoals onder het huidige belastingsysteem, slechts 57% van de winst na belastingen overblijft.

Tabel 4: Resultaat na vennootschapsbelasting (VB) en na personenbelasting (PB) voor innovatievennootschappen en reconversievennootschappen zonder reconversiecontract

	Interest	Uitgekeerde winst	Gereserveerde winst	Tijdens de eerste 3 jaren door innovatievennootschappen gereserveerde winst
Resultaat vóór VB en vóór PB	100	100	100	100
- Vennootschapsbelasting 43% (a)	-	0	43	0
= Resultaat na VB en vóór PB	100	100	57	100
- Roerende voorheffing 25%	25	25	-	-
= Resultaat na VB en na PB	75	75	57	100

(a) Normale aanslagvoet vanaf aanslagjaar 1988.

Figuur 5: Resultaat na vennootschapsbelasting en personenbelasting voor innovatievennootschappen en reconversievennootschappen zonder reconversiecontract (a)

Interest	Uitgekeerde winst	Gereserveerde winst	Tijdens de eerste 3 jaren door innovatievennootschappen gereserveerde winst
Roerende voorheffing 25		Vennootschapsbelasting 43	100
75			

(a) Op basis van tabel 4.

Bij innovatievennootschappen worden interesten en uitgekeerde winsten fiscaal gelijk behandeld, zodat er 75 na belastingen overblijft. Tijdens de eerste drie jaar is de winstreservering zeer aantrekkelijk, maar weinig realistisch. Na deze periode is de winstreservering weinig aantrekkelijk, daar slechts 57% na belastingen overblijft.

De subsidie-index leert dat de vrijstelling van vennootschapsbelasting gedurende 10 jaar het belangrijkste voordeel is en een grote rendabiliteitsverhoging voor fiscaal rendabele bedrijven meebrengt.

4.4 Reconversiezones

Reconversievennootschappen zijn vennootschappen opgericht in een bij K.B. bepaald reconversiegebied met het oog op het uitvoeren van een reconversieproject.

De voordelen die aan deze vennootschappen worden toegekend, worden voorzien in de herstelwet van 31 juli 1984. Ze zijn verschillend naargelang al of niet een reconversiecontract werd afgesloten met een openbare investeringsmaatschappij.

Is er een reconversiecontract, dan kan de inbreng van de investeringsmaatschappij worden vergoed door uitgifte van bevoorrechte aandelen zonder stemrecht, die recht geven op een preferent dividend van 2% van de uitgifteprijs. De aandelen die in handen zijn van de investeringsmaatschappij worden geleidelijk van het vierde tot en met het dertiende boekjaar teruggekocht door de privé-aandeelhouders tegen de uitgifteprijs. De privé-aandeelhouders, onderworpen aan de vennootschapsbelasting of de belasting der niet-verblijfhouders, genieten hierbij van een belastingvrijstelling van de winsten die voor deze afkoop worden gebruikt. De vrijstelling is per boekjaar beperkt tot 10% van de totale afkoopverbintenis.

De vennootschappen die geen reconversiecontract hebben afgesloten, kunnen gedurende 10 jaar genieten van een vrijstelling van vennootschapsbelasting op de winst die aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd. De vrijstelling is beperkt tot 13% van het in geld gestorte kapitaal en uitgiftepremies.

De reconversievennootschappen kunnen verder, onafhankelijk van het al of niet bestaan van een reconversiecontract, genieten van een vrijstelling van het evenredig registratierecht.

Een onderscheid wordt gemaakt tussen reconversievennootschappen met reconversiecontract en reconversievennootschappen zonder reconversiecontract.

Op de resultaten van *reconversievennootschappen met reconversiecontract* is het normaal belastingsysteem, weergegeven in tabel 2 en figuur 2, van toepassing. Indien het gaat om privé-aandeelhouders, onderworpen aan de vennootschapsbelasting of de belasting der niet-verblijfhouders, is de winst die wordt gebruikt voor afkoop van aandelen, na belastingen gelijk aan 100.

Algemeen kunnen we stellen dat de rendabiliteitsverhoging, gemeten op basis van de subsidie-index, als gevolg van de stimulansen voor de reconversievennootschappen met reconversiecontract zeer hoog is.

Voor *reconversievennootschappen zonder reconversiecontract* gelden tabel 4 en figuur 5 zoals voor de innovatievennootschappen, met uitsluiting van de belastingvrije winstreservering tijdens de eerste drie jaren na oprichting.

De rendementsverhoging voor reconversievennootschappen zonder reconversiecontract ligt steeds lager dan die voor reconversievennootschappen met reconversiecontract, vooral voor fiscaal verlieslatende ondernemingen. De vrijstelling van vennootschapsbelasting op uitgekeerde winsten is het belangrijkste voordeel voor fiscaal rendabele bedrijven zonder reconversiecontract.

4.5. Overheidsparticipaties door de Nationale en Gewestelijke Investeringsmaatschappijen (Blom, 1985; Van Outryve d'Ydewalle, 1981)

De *Nationale Investeringsmaatschappij* is een naamloze vennootschap van openbaar nut, opgericht in 1962. Ze heeft een drievoudige opdracht:

- ontwikkelingsinstituut met als opdracht het ondersteunen en het starten van productieve investeringsprojecten;
- openbare holding, belast met het beheer van participaties die door de staat voor eigen rekening worden genomen;
- bijdragen tot het industrieel beleid van de staat.

De *Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen* is een vennootschap van openbaar nut, opgericht in 1980. Ze heeft een driedig doel:

- bevordering van de oprichting, de reorganisatie of de uitbreiding van privé-bedrijven;
- bevordering van het economisch overheidsinitiatief;
- bijdragen tot de tenuitvoerlegging van de industriële politiek van de staat en het Vlaamse Gewest.

De overheidsinvesteringsmaatschappijen zijn ongetwijfeld een belangrijke verstrekker van risicodragend kapitaal geworden. Hun economische rol wordt echter bediscussieerd en ter discussie gesteld in enkele studies (Clémer & Rogiers, 1980; Beckers e.a., 1981; Van Branteghem, 1981; Ooghe & Derijcke, 1983; Ooghe, Coene & Lievens, 1985, pp. 104-106).

4.6. Participatiefonds

Het Participatiefonds wordt beheerd door de Nationale Kas voor Beroepskrediet (N.K.B.K.). Tot de verrichtingen van het Fonds behoren het nemen van minderheidsparticipaties in vennootschappen, het intekenen op obligatieleningen en het toekennen van gewone en bijzondere achtergestelde leningen.

Het Participatiefonds kan een tijdelijke minderheidsparticipatie nemen in een vennootschap. Na een periode van 5 jaar worden de aandelen geleidelijk overgenomen door de meerderheidsgroep en dit volgens een overeengekomen inkoopplan. Het Participatiefonds eist voor zijn aandelen een rendement dat gelijk is aan de minimumrentevoet op een door het Fonds toegekende achtergestelde lening.

De N.K.B.K. kan ook voor rekening van het Participatiefonds intekenen op een niet-openbare obligatielening, uitgegeven door een N.V. De obligaties kunnen achtergesteld zijn en/of converteerbaar.

Een gewone achtergestelde lening kan toegekend worden aan eenmanszaken en handelsvennootschappen, die een beroepskrediet kunnen krijgen. Een naamloze vennootschap is echter uitgesloten van dit voordeel. De ondernemingen die een achtergestelde lening krijgen, kunnen gedurende de eerste 5 jaar genieten van een verlaagd rentetarief en van vrijstelling van terugbetaling. De verlaagde rente is gelijk aan de rentevoet op voorschotten door de N.K.B.K., verminderd met 8% voor de natuurlijke personen vanaf 36 jaar en de door hen opgerichte vennootschappen (met een minimumrentevoet van 5%) en 10% voor de natuurlijke personen van minder dan 36 jaar en de door hen opgerichte vennootschappen (met een minimumrentevoet van 4%).

Een bijzondere achtergestelde lening kan worden toegekend aan uitkeringsgerechtigde werklozen die zich als zelfstandige vestigen of een onderneming oprichten. De begunstigten kunnen hierbij genieten van een vrijstelling van terugbetaling gedurende vijf jaar. Gedurende de volledige looptijd is een verlaagde rentevoet van toepassing, die gelijk is aan de rentevoet op voorschotten van de N.K.B.K., verminderd met 10%. De minimumrentevoet bedraagt 5%. Gaat het om voorrang hebbende activiteiten (met een vernieuwend karakter en die betrekking hebben op fabrieksnijverheid, kunstambachten, exploitatie of valorisatie van natuurlijke hulpbronnen), dan geldt een minimumrentevoet van 4%.

Op basis van subsidie-index stellen we vast dat de rendementsverhoging ten gevolge van deze maatregelen daalt naarmate de belastingvoet stijgt en dit ingevolge het verloren belastingvoordeel op aftrekbare interesten.

4.7. Rentetoelage en kapitaalpremie

Het systeem van rentetoelagen en kapitaalpremies wordt geregeld door de algemene expansiewet van 17 juli 1959, de regionale expansiewet van 30 december 1970 en de K.M.O.-expansiewet van 4 augustus 1978.

Het stelsel van de *rentetoelagen* voorziet een directe tegemoetkoming ten voordele van de ondernemingen die hun investeringen financieren met schuldkapitaal. Een rentetoelage kan bekomen worden bij investering in materiële en immateriële vaste activa. Het bedrag van de rentetoelage

wordt berekend als een percentage (subsidiepercentage) van het betoelaagbaar investeringsbedrag (toelagequotiteit) gedurende een aantal jaren. De duur kan dan met 1 of 2 jaar worden verlengd wanneer bijkomende arbeidsplaatsen worden gecreëerd.

Het stelsel van de *kapitaalpremies* voorziet in een directe tegemoetkoming van de overheid ten voordele van de ondernemingen die hun investeringen met eigen middelen financieren. De kapitaalpremie kan bekomen worden bij investering in materiële en immateriële activa die in aanmerking komen voor het verkrijgen van een rentetoelage.

Het bedrag van de kapitaalpremie is gelijk aan het bedrag van de rentetoelage die de onderneming zou ontvangen wanneer de investering met schuldkapitaal wordt gefinancierd. Hierbij wordt gewerkt met een theoretisch aflossingsschema van 10 jaar. Een verhoogde kapitaalpremie kan worden toegekend wanneer de investering leidt tot meertewerkstelling.

Uit de subsidie-index-analyse volgt dat het subsidiepercentage en de toelagequotiteit een positieve lineaire invloed uitoefenen. Stijgt het subsidiepercentage van 6% naar 9% (dus met 50%), dan neemt de SI-waarde ook toe met 50%.

De rentetoelage is gelijk aan een bepaald percentage van het uitstaand schuldsaldo. Bijgevolg is de rentetoelage groter naarmate de aflossingsduur langer is.

Daar de rentesubsidie en de kapitaalsubsidie belastbaar zijn, is de invloed kleiner naarmate de marginale belastingvoet stijgt. Het voordeel is dus het grootst bij een marginale belastingvoet van 0% daar het belastingna-deel gelijk is aan nul.

De interestsubsidie is belastbaar in het jaar waarin men ze ontvangt. De kapitaalsubsidie daarentegen wordt in de resultatenrekening opgenomen naar rata van de afschrijvingen van het betoelaagbaar investeringsgoed. De kapitaalsubsidie wordt volledig opgenomen in het resultaat, maar de afschrijvingswijze bepaalt wel het tijdstip van het belastbaar worden en bijgevolg de spreiding ervan. Een kapitaalpremie is daardoor financieel interessanter dan een rentetoelage.

5. VOORSTELLEN VAN DE KONINKLIJKE COMMISSIE TOT HARMONISERING EN VEREENVOUDIGING VAN DE FISCALITEIT

([11], pp. 48, 51-57; [10], pp. 2, 5-6)

In februari 1987 werd het rapport van de Koninklijke Commissie tot harmonisering en vereenvoudiging van de fiscaliteit aan de Minister van Financiën overhandigd. Deze Commissie werkte nauw samen met een in de schoot van de Hoge Raad van Financiën opgerichte werkgroep. De Commissie heeft zich vooral toegespitst op de personenbelasting.

terwijl de werkgroep zich vooral heeft beziggehouden met de vennootschapsbelasting en de indirecte belastingen.

In het kader van deze studie worden enkel de voorstellen besproken die tot doel hebben de discriminatie van aandelenfinanciering tegenover schuldfinanciering op te heffen. Zoals aangetoond in tabel 2 en figuur 2 is, in het huidige belastingsysteem, de uitgekeerde en gereserveerde winst, behaald met aandelenkapitaal, na belastingen aanzienlijk lager dan de interest bij schuldfinanciering.

De Commissie heeft de onderstaande voorstellen gedaan op het gebied van vennootschaps- en personenbelasting.

Vennootschapsbelasting

- Er wordt één enkele aanslagvoet vastgesteld zodat, rekening houdend met de voorheffingen, de eindbelasting van de aandeelhouders of vennoten overeenkomt met de maximale marginale aanslagvoet van 60% in de personenbelasting. Aldus is de fiscale neutraliteit verzekerd omtrent de beslissing al dan niet een vennootschap op te richten.
- Een verlaagde aanslagvoet voor de gereserveerde winsten van de familievennootschappen wordt ingevoerd. De bedoeling is de autofinanciering aan te moedigen, vermits deze bedrijven geen beroep kunnen doen op het spaarwezen.
- Voor de uitgekeerde winsten wordt een verrekenbaar en terugbetaalbaar belastingkrediet ingevoerd, gelijk aan 100% van de vennootschapsbelasting, om de discriminatie tussen aandelen- en schuldfinanciering op te heffen.

Personenbelasting

- De inkomsten uit risicodragend kapitaal worden integraal geglobaliseerd met een volledig verrekenbaar en terugbetaalbaar belastingkrediet van 100%.
- De inkomsten uit niet-*risicodragend* kapitaal worden afzonderlijk aangeslagen tegen de bevrijdende roerende voorheffing van 25%. Deze afwijking op de globalisatie is ingegeven door de bijzondere toestand van België in het internationaal bestel.
- De meerwaarden in hoofde van de aandeelhouders of vennoten in niet op de beurs genoteerde vennootschappen, die voor gereserveerde winsten een verminderd belastingtarief in de vennootschapsbelasting genieten, zouden belast worden tegen een eenvormig tarief van 50%, verminderd met het gunsttarief dat ten name van de vennootschap op de gereserveerde winsten werd toegepast (Samsom Fiscale Actualiteit, p. 206/5).

- De tariefschaal in de personenbelasting wordt beperkt tot vier tarieven:

<i>Belastbaar inkomen</i>	<i>Tarief</i>
0 - 300.000	30%
300.000 - 750.000	40%
750.000 - 1.500.000	50%
+ 1.500.000	60%

De gemiddelde aanslagvoet op het globale inkomen mag 50% niet overschrijden.

Onderzocht wordt in hoeverre deze voorstellen leiden tot het wegwerken van de discriminatie van aandelen- tegenover schuldfinanciering. Dit geschiedt door het resultaat na belastingen (vennootschaps- en personenbelasting) te vergelijken voor interesten op leningen en voor uitgekeerde en gereserveerde winsten in geval van aandelenfinanciering.

De Koninklijke Commissie heeft enkel de krachtlijnen van haar hervorming voorgesteld. Sommige principes moeten daarom verder worden uitgewerkt; omtrent andere principes moeten hypothesen gemaakt worden:

- De aanslagvoet in de vennootschapsbelasting die, rekening houdend met de voorheffingen, overeenkomt met een maximale aanslagvoet van 60% in de personenbelasting, is gelijk aan 46,67%. Bij dit tarief in de vennootschapsbelasting blijft na afhouding van 25% roerende voorheffing op de uitgekeerde winsten na vennootschapsbelasting ($100 - 46,67 = 53,33$) juist evenveel over als bij rechtstreekse aanslag in de personenbelasting tegen het hoogste marginale tarief van 60% ($53,33 - 13,33 = 100 - 60 = 40$).
- De verlaagde aanslagvoet op de gereserveerde winsten in familievennootschappen wordt, naar analogie van de huidige bijzondere aanslagvoet op meerwaarden, bepaald op de helft van de vennootschapsbelasting of $46,67 \times 0,5 = 23,33\%$. Deze hypothese heeft echter geen invloed op de verschuldigde belasting, vermits de vennootschapsbelasting op de gereserveerde winsten in mindering komt van de personenbelasting op de meerwaarden (volledig belastingkrediet).

Het resultaat na belastingen onder het stelsel van de Koninklijke Commissie vindt men terug in tabel 5 en figuur 6.

Uit tabel 5 en figuur 6 kunnen de volgende conclusies getrokken worden:

- Schuldfinanciering blijft het interessantste alternatief, vermits de interest na belastingen (75) uitstijgt boven de winst na belastingen bij aandelenfinanciering. Het doel van de Koninklijke Commissie om de discriminatie tussen aandelen- en schuldfinanciering op te heffen, wordt dus niet bereikt. Interesten op schuldkapitaal en winsten op

Tabel 5: Resultaat na vennootschapsbelasting (VB) en na personenbelasting (PB) onder het voorstel van de Koninklijke Commissie

	Interest	Uitgekeerde winst		Gereserveerde winst	
		PB = 30% (min)	PB = 60% (max)	Familie-vennootschap	Niet-familie-vennootschap
(1) Resultaat vóór VB en PB	100	100	100	100	100
(2) - Vennootschapsbelasting 46,67%	-	46,67(a)	46,67(a)	23,33(b)	46,67(a)
(3) = Resultaat na VB en vóór PB	100	53,33	53,33	76,67	53,33
(4) - Roerende voorheffing 25%	25	13,33	13,33	-	-
(5) = Resultaat na VB en na RV	75	40	40	76,67	53,33
(2) + Belastingkrediet	-	46,67	46,67	23,33	-
(4) + Roerende voorheffing	-	13,33	13,33	-	-
(6) = Belastbaar in PB	-	100	100	100	53,33
(7) Belasting	-	30	60	50(c)	-
(2) - Belastingkrediet	-	46,67	46,67	23,33	-
(4) - Roerende voorheffing	-	13,33	13,33	-	-
(8) = Aanvullende personenbelasting	-	-30	0	27,67	-
(9) Resultaat na VB en na PB(d)	75	70	40	50	53,33

(a) Aanslagvoet voor de vennootschapsbelasting 46,67%.

(b) Verlaagde aanslagvoet voor gereserveerde winsten in de vennootschapsbelasting $46,67\% \times 0,5 = 23,33\%$.

(c) Belastingtarief op meerwaarden = gereserveerde winsten in familievennootschappen 50%.

(d) (9) = (6) - (7) = (5) - (8).

Figuur 6: Resultaat na vennootschapsbelasting en na personenbelasting onder het voorstel van de Koninklijke Commissie (a)

Interest	Uitgekeerde winst		Gereserveerde winst	
	PB = 30% (min)	PB = 60% (max)	Familie-vennootschap	Niet-familie-vennootschap
Roerende voorheffing 25	Belastingen 30	Belastingen 60	Belastingen 50	Vennootschapsbelasting 46,67
75	70	40	50	53,33

(a) Op basis van tabel 5.

Bij het door de Koninklijke Commissie voorgestelde systeem blijft de schuldfinanciering het interessantste alternatief. Het doel van de Commissie om de discriminatie tussen aandelen- en schuldfinanciering op te heffen, wordt dus niet bereikt. De beslissing tussen winstuitkering en winstreservering is afhankelijk van de marginale aanslagvoet in de personenbelasting.

aandelenkapitaal worden gelijkwaardig behandeld op het niveau van de vennootschapsbelasting door de invoering van een 100% belastingkrediet voor belaste winsten. Op het niveau van de personenbelasting is er echter geen gelijkwaardige behandeling ten gevolge van de toepassing van de bevrijdende roerende voorheffing op de interesten en van de globalisatie van de winsten.

- De keuze tussen winstuitkering en winstreservering is afhankelijk van de marginale aanslagvoet in de personenbelasting: bij een aanslagvoet van 30 of 40% is winstuitkering te verkiezen en bij 50 of 60% geniet winstreservering de voorkeur. Dit is eveneens een gevolg van de globalisatie in de personenbelasting van de uitgekeerde winsten en van de in familievennootschappen gereserveerde winsten (met een 100% belastingkrediet).
- Winstreservering in familievennootschappen is, ondanks de bedoelingen van de Koninklijke Commissie, minder aantrekkelijk. Er blijft immers een lagere winst na belastingen (50) over dan bij winstreservering in niet-familievennootschappen (53,33). Dit is een gevolg van het feit dat meerwaarden bij familievennootschappen in de personenbelasting worden geglobaliseerd en belast tegen een eenvormig tarief van 50%, ondanks het feit dat er een verminderd tarief in de vennootschapsbelasting wordt toegepast.

Vergelijking van de voorstellen van de Koninklijke Commissie (tabel 5 - figuur 6) met het huidige belastingsysteem (tabel 2 - figuur 2) leidt tot de volgende conclusies:

- De interest op schuldfinanciering blijft na belastingen behouden op 75.
- De uitgekeerde winst na belastingen ligt volgens het voorstel van de Koninklijke Commissie hoger zolang de marginale aanslagvoet in de personenbelasting varieert van 30 tot 50% en beneden het maximale tarief van 60% blijft. Enkel in dit laatste geval is de uitgekeerde winst na belastingen in het huidige systeem (42,75) kleiner dan onder het voorstel van de Koninklijke Commissie (40).
- Winstreservering geeft onder het huidige belastingsysteem steeds een groter resultaat na belastingen dan onder het stelsel van de Koninklijke Commissie (57 in vergelijking met 50 bij familievennootschappen en 53,33 bij niet-familievennootschappen).

De Koninklijke Commissie heeft zich tot doel gesteld de keuze tussen aandelen- en schuldfinanciering fiscaal te neutraliseren en de winstreservering in familievennootschappen te bevorderen. Uit de voorgaande analyse blijkt dat de voorstellen van de Koninklijke Commissie de bestaande scheeftrekkingen tussen aandelen- en schuldfinanciering nog versterken en dat de winstreservering in familievennootschappen niet wordt bevorderd.

Op het niveau *na* vennootschapsbelasting en *voor* personenbelasting wordt fiscale neutraliteit bereikt door de invoering van een 100% belastingkrediet. Op het vlak *na* vennootschapsbelasting en *na* personenbelasting wordt dit evenwicht verstoord door het feit dat interesten op schuldkapitaal onderworpen zijn aan de lagere bevrijdende roerende voorheffing van 25% en dat uitgekeerde winsten worden belast van 30 tot 60% (marginaal tarief in de personenbelasting) en gereserveerde winsten tegen 50% (eenvormig tarief voor meerwaarden in de personenbelasting bij familievennootschappen) of 46,67% (normaal tarief in de vennootschapsbelasting bij niet-familievennootschappen).

6. BASISPRINCIPES EN VOORSTELLEN TER STIMULERING VAN RISICODRAGEND KAPITAAL ⁽³⁾

Vooraleer over te gaan tot voorstellen ter stimulering van risicodragend kapitaal stellen we enkele basisprincipes voorop waaraan het overheidsbeleid op dit vlak zou moeten voldoen.

6.1. Basisprincipes voor het subsidiebeleid

Uit onderzoek bij bedrijfsleiders (Ooghe & De Grootte, 1981; [24]; [26]) blijkt dat het subsidiebeleid van de overheid moet voldoen aan drie criteria om effectief te zijn: eenvoud, permanentie, en begunstiging van winstgevende en leefbare ondernemingen.

Het subsidiebeleid is dringend aan *vereenvoudiging* toe. Het huidige systeem is een versnippering van niet-gecoördineerde maatregelen. De wetten zijn vaak vrij onduidelijk en vaag geformuleerd en de toekennings- en beoordelingscriteria zijn meestal niet eenduidig vastgesteld. Het woud van tijdelijke en permanente maatregelen maakt het de ondernemer bijna onmogelijk een optimale keuze te maken, tenzij hij een beroep doet op subsidiedeskundigen. Bijgevolg wordt weinig rekening gehouden met subsidiemaatregelen bij de beoordeling van investeringsprojecten. Het is veeleer een beloning a posteriori voor beslissingen die los ervan en vooraf werden genomen.

Om het tekort aan risicodragend vermogen duurzaam op te lossen, zijn *permanente maatregelen* noodzakelijk. Tijdelijke maatregelen brengen onzekerheid mee en zijn afhankelijk van de wisselvalligheid van tegengestelde politieke visies op het economisch beleid. Investeringsprojecten die ook

(3) Deze voorstellen zijn geformuleerd in het advies aan de commissie Economie van de DIRV-adviesraad: Ooghe, Coene & Lievens, 1985, pp. 122-126.

zonder subsidie uitgevoerd zouden worden, worden vervroegd of uitgesteld om maximaal van stimuli te kunnen genieten. Stimulering van risicodragend kapitaal gebeurt op lange termijn door middel van blijvende en niet door tijdelijke maatregelen.

De steun dient in de eerste plaats vooral de *winstgevende en leefbare bedrijven* te stimuleren. Het subsidiëren van verlieslatende, verzichte ondernemingen is dikwijls slechts een tijdelijke en dure oplossing. Bovendien werkt het concurrentieverstorend t.o.v. rendabele ondernemingen, die dus benadeeld worden omdat ze winstgevend zijn. Nochtans ligt de groeipool van investeringen en werkgelegenheid in gezonde bedrijven.

In het kader van de financieringsproblematiek dient verder als eis te worden gesteld dat de overheidsmaatregelen *minstens neutraal* moeten zijn bij de keuze tussen aandelen- en schuldfinanciering en tussen winst-reservering en -uitkering, zoniet financiering met eigen vermogen zouden moeten bevorderen.

6.2. Toetsing van de huidige overheidsmaatregelen en van de voorstellen van de Koninklijke Commissie aan de gestelde criteria

Toetsing van de *directe* steunmaatregelen aan de gestelde criteria leidt tot de conclusie dat deze maatregelen dienen afgebouwd te worden. Directe steunmaatregelen zijn ingewikkeld; voor het verkrijgen ervan moeten omvangrijke dossiers opgesteld en langdurige behandelingsprocedures doorlopen worden. Uit de voorgaande analyse van de bestaande maatregelen blijkt dat directe stimuli vooral verlieslatende en minder rendabele ondernemingen stimuleren. Directe steunmaatregelen zijn ook meer vatbaar voor "Sinterklaas"-politiek.

In de voorbije jaren was er een overvloed aan *tijdelijke en uitzonderlijke fiscale* maatregelen: aandelenwet, tewerkstellingszones, innovatievenootschappen en reconversievenootschappen. Men kan o.i. betwijfelen of deze maatregelen door hun tijdelijk en uitzonderlijk karakter veel nieuwe initiatieven hebben uitgelokt die anders niet zouden tot stand zijn gekomen.

In verband met de minimale *neutraliteit inzake de financieringsbeslissing* (eigen of vreemd vermogen en winstuitkering of -reservering) is op basis van de voorgaande analyse vastgesteld dat de maatregelen i.v.m. de aandelenwet, de innovatievenootschappen en de reconversievenootschappen de scheeffrekking tussen aandelen- en schuldfinanciering neutraliseren. De winstuitkering wordt echter door deze maatregelen bevorderd ten nadele van de winstreservering. Enkel de (uitzonderlijke) maatregel i.v.m. de reconversiezones is neutraal i.v.m. de keuze tussen eigen

en vreemd vermogen en tussen winstuitkering en -reservering, vermits geen enkele belasting wordt geheven.

Permanente fiscale maatregelen verdienen de voorkeur, omdat zij eenvoudiger zijn, minder administratieve rompslomp vergen en enkel rendabele ondernemingen begunstigen. Uit de reeds aangehaalde enquêtes bij bedrijfsleiders, die uiteindelijk de economische beslissingen i.v.m. investeringen, financiering, tewerkstelling, innovatie enz. nemen, blijkt tevens hun voorkeur voor dergelijke fiscale maatregelen.

De voorstellen van de *Koninklijke Commissie* tot harmonisering en vereenvoudiging van de fiscaliteit zijn permanent bedoeld, doch blijken niet neutraal te zijn i.v.m. de financieringsbeslissing. Zij bevorderen, in vergelijking met het huidige belastingsysteem en ondanks de vooropgestelde doelstellingen, nog steeds schuld- i.p.v. aandelenfinanciering en opnieuw winstuitkering i.p.v. winstreservering.

6.3. Voorstellen ter stimulering van risicodragend kapitaal

Een eerste radicale oplossing is de *afschaffing van de vennootschapsbelasting*.

Zoals blijkt uit tabel 6 en figuur 7 zou er dan geen discriminatie meer zijn tussen de vergoeding voor eigen en vreemd vermogen. Daarenboven wordt de reservering gestimuleerd omdat enkel bij uitkering 25% roerende voorheffing wordt betaald. Deze maatregel is zeer eenvoudig en begunstigt vooral de meest rendabele ondernemingen.

De politieke haalbaarheid van deze maatregel kan ter discussie gesteld worden wegens de directe gevolgen voor de overheidsfinanciën (minder ontvangsten uit vennootschapsbelasting).

De opbrengsten uit vennootschapsbelasting bedroegen 100 mld. in 1983, 116 mld. in 1984 en 131 mld. in 1985 ([13], p. 309).

Het is verbazingwekkend dat er, bij ons weten, geen juiste cijfers beschikbaar zijn in verband met de uitgaven ingevolge fiscale en directe subsidies. De exploitatiesubsidies, verleend door de overheid, bedroegen 142 mld. in 1983, 150 mld. in 1984 en 142 mld. in 1985 [25]. Voor de fiscale uitgaven is er enkel een schatting van de Hoge Raad voor Financiën van 117 mld. ([5], p. 1).

De hier opgegeven cijfers van fiscale en directe uitgaven hebben echter zowel betrekking op personen als op vennootschappen.

Een tweede mogelijkheid is de toepassing van een *aftrekking voor financiering met eigen vermogen*.

De belastbare winst wordt verminderd met een normaal interestpercentage voor schulden, toegepast op het eigen vermogen bij het begin van

Tabel 6: Resultaat na vennootschapsbelasting (VB) en na personenbelasting (PB) bij afschaffing van de vennootschapsbelasting en bij toepassing van een aftrekregeling voor financiering met eigen vermogen

	Interest	Uitgekeerde winst	Gereserveerde winst
Resultaat vóór VB en vóór PB	100	100	100
- Vennootschapsbelasting (a)	0	0	0
= Resultaat na VB en vóór PB	100	100	100
- Roerende voorheffing 25 %	25	25	-
= Resultaat na VB en na PB	75	75	100

(a) Bij afschaffing van de vennootschapsbelasting 0 % ; bij toepassing van een aftrekregeling voor financiering met eigen vermogen eveneens 0 % indien de winst niet meer bedraagt dan een normaal interestpercentage, toegepast op het eigen vermogen en 43 % daarboven.

Figuur 7: Resultaat na vennootschapsbelasting en na personenbelasting bij afschaffing van de vennootschapsbelasting en bij toepassing van een aftrekregeling voor financiering met eigen vermogen (a)

Interest	Uitgekeerde winst	Gereserveerde winst
Roerende voorheffing 25		
75		100

(a) Op basis van tabel 6.

De discriminatie tussen de financiering met eigen en vreemd vermogen kan worden weggewerkt door de afschaffing van de vennootschapsbelasting en door de toepassing van een aftrekregel voor financiering met eigen vermogen. Bovendien wordt hierbij de winstreservering gestimuleerd, daar hier niets aan belastingen verloren gaat.

het jaar. Eigen vermogen wordt gedefinieerd als kapitaal + uitgiftepremie + reserves - belastingvrije reserves ± overgedragen winst of verlies (dus exclusief kapitaalsubsidies, herwaarderingsmeerwaarden en belastingvrije reserves). Het aftrekbaar bedrag zou overdraagbaar zijn zoals de interestlasten op schulden. Tabel 6 en figuur 7 zijn hier nogmaals van toepassing.

Deze aftrekregeling zou financiering met eigen vermogen en winstuitkering even aantrekkelijk maken als financiering met vreemd vermogen (resultaat na belastingen 75). Bovendien wordt winstreservering gestimuleerd in vergelijking met winstuitkering, omdat enkel in het laatste geval de roerende voorheffing verschuldigd is.

Men zou deze belastingvrijstelling (permanent) kunnen invoeren voor nieuw in te brengen aandelenkapitaal en niet voor het bestaand eigen vermogen. Per saldo zou dit aan de schatkist weinig kosten, daar nu in hoofdzaak met schulden wordt gefinancierd omwille van de fiscale aftrekbaarheid van de interestlasten. Indien daarbij andere fiscale maatregelen zouden afgeschaft worden, zou men uiteraard een positief saldo bekomen door invoering van deze maatregel.

De fiscale aftrekbaarheid van een normale rente op nieuw aandelenkapitaal is o.i. een goede stimulans voor het risicodragend kapitaal, omdat ze voldoet aan de gestelde criteria. Deze maatregel is eenvoudig en gemakkelijk toepasbaar, begunstigt enkel de rendabele bedrijven, neutraliseert de huidige discriminerende fiscale behandeling van aandelen tegenover schuldfinanciering, en stimuleert de winstreservering. Indien men enkel rekening houdt met directe gevolgen, levert deze maatregel een nul- of zelfs een positief saldo voor de schatkist op.

Besluit

In dit artikel werd gewezen op de discriminerende behandeling van de financiering met eigen vermogen ten opzichte van de financiering met vreemd vermogen. Dit leidde tot een stijging van de schuldgraad van de Belgische ondernemingen.

De overheid heeft een aantal steunmaatregelen ingevoerd om het gebruik van risicodragend kapitaal te stimuleren. Deze maatregelen zijn complex en het stimulerend effect kan slechts bepaald worden na ingewikkelde berekeningen. De begunstigde kan bijgevolg meestal slechts een vaag idee hebben van de reële waarde van de stimuli, zodat men zich kan afvragen in welke mate hij er rekening mee houdt.

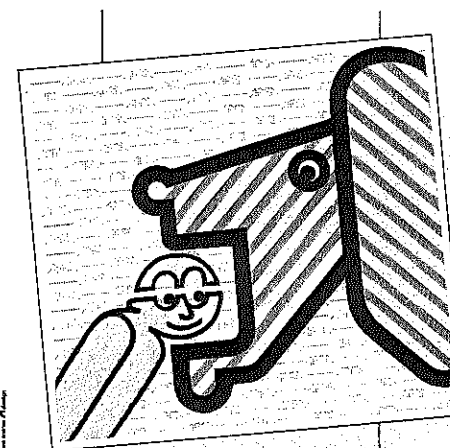
Ook de Koninklijke Commissie, die werd samengesteld met het oog op het formuleren van voorstellen ter harmonisering en vereenvoudiging van de fiscaliteit, heeft zich tot doel gesteld een einde te maken aan deze discriminatie. Uit de analyse van de voorgestelde wijzigingen blijkt echter dat deze doelstelling niet wordt bereikt.

Enkele voorstellen die een gelijkwaardige fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen beogen, zijn geformuleerd. De fiscale aftrekbaarheid van een normale rente op nieuw aandelenkapitaal is o.i. een goede maatregel ter stimulering van risicodragend vermogen. Deze maatregel voldoet immers bij permanente invoering aan de gestelde eisen: eenvoud en gemakkelijke toepasbaarheid, begunstiging van rendabele ondernemingen, neutraliteit bij de keuze tussen aandelen- en schuldkapitaal en bevordering van de winstreservering. Bovendien is deze maatregel haalbaar voor de schatkist.

Literatuur

- [1] BECKERS S., FABRY J. en SERCU P. (1981), "Een evaluatie van de N.I.M. als autonome investeringsmaatschappij", *Referaten Vijftiende Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, Vereniging voor Economie*, Leuven, pp. 161-178.
- [2] BLOM C. e.a. (februari 1985), *Financiële overheidsfaciliteiten voor bedrijven*, Kluwer, aflevering 9.
- [3] CLEMER G. en ROGIERS K. (1980), *Roodboek over de staatsinterventie*, V.E.V.
- [4] DE ANGELO H. en MASULIS R.W. (maart 1980), "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 3-29.
- [5] FINANCIËEL ECONOMISCHE TIJD (28 maart 1985).
- [6] K.B. Weekberichten (16 april 1976), "Toenemend ondernemingsrisico", vol. 31, nr. 16, pp. 1-4, 9-10.
- [7] K.B. Weekberichten (1 oktober 1982), "De winst van de Belgische ondernemingen in 1981", vol. 37, nr. 35, pp. 1-4.
- [8] K.B. Weekberichten (29 november 1985), "De ondernemingswinsten in 1984", vol. 40, nr. 43, pp. 1-6.
- [9] K.B. Weekberichten (10 oktober 1986), "De ondernemingswinsten in 1985", vol. 41, nr. 36, pp. 1-6.
- [10] KONINKLIJKE COMMISSIE TOT HARMONISERING EN VEREENVOUDIGING VAN DE FISCALITEIT (s.d.), *De krachtlijnen van het verslag van de Koninklijke Commissie tot harmonisering en vereenvoudiging van de fiscaliteit*, 8 pp.
- [11] KONINKLIJKE COMMISSIE TOT HARMONISERING EN VEREENVOUDIGING VAN DE FISCALITEIT (s.d.), *Panorama van de fiscale hervorming*, 83 pp.
- [12] MILLER M.H. (mei 1977), "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 266-268.
- [13] MINISTERIE VAN FINANCIËN (maart-april 1987), *Documentatieblad*, nr. 3-4.
- [14] MODIGLIANI F. en MILLER M.H. (juni 1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297.
- [15] MODIGLIANI F. en MILLER M.H. (juni 1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, vol. 53, pp. 433-442.

- [16] OOGHE H., BEKAERT A., COENE F. en LIEVENS M. (1987), "Overheidsmaatregelen ter stimulering van risicodragend kapitaal van startende en innovatieve ondernemingen", *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, vol. 41, nr. 3, pp. 327-359.
- [17] OOGHE H., COENE F. en LIEVENS M. (1985), *Mogelijkheden van stimulering van risicodragend kapitaal voor nieuwe en groeiende ondernemingen*, Adviesraad D.I.R.V., pp. 75-154.
- [18] OOGHE H. en DE GROOTE W. (1981), "Onderzoek naar de invloed van de fiscale en directe overheidssubsidies bij Vlaamse ondernemingen", *Cahiers Économiques de Bruxelles*, nr. 91, pp. 475-502.
- [19] OOGHE H. en DERIJCKE G. (1983), "A Comparison of Financial Structure between Public and Private Firms in Belgium", *Tijdschrift voor Economie en Management*, vol. 28, nr. 4, pp. 489-507.
- [20] OOGHE H. en VAN WYMEERSCH C. (1985), *Financiële analyse van ondernemingen*, H.E. Stenfert Kroese, Leiden-Antwerpen, 2 boekdelen.
- [21] SAMSOM FISCALE ACTUALITEIT (20 maart 1987), "Het verslag van de Koninklijke Commissie tot hervorming en vereenvoudiging van de fiscaliteit", nr. 206, pp. 206/2-206/7.
- [22] VAN BRANTEGHEM L. (1981), "Een evaluatie van de N.I.M. als autonome investeringsmaatschappij: commentaar", *Notulen Vijftiende Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres*, Vereniging voor Economie, Leuven, pp. 105-119.
- [23] VAN OUTRYVE d'YDEWALLE R. (1981), "De Gewestelijke Investeringsmaatschappijen en de Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen", *Bank- en Financien*, vol. 45, nr. 2, pp. 147-162.
- [24] V.E.V. (30 oktober 1984), "V.E.V.-kongresenquête buitenlandse vestigingen", *V.E.V.-Snelberichten*, vol. 10, nr. 35.
- [25] V.E.V. (4 februari 1987), "Overheid subsidieert vooral zichzelf", *V.E.V.-Snelberichten*, vol. 13, nr. 5.
- [26] 6ème Congrès des Économistes Belges de Langue Française (1984), *Les entreprises industrielles face aux aides publiques*.



Voel je veilig

verzekeringsgroep

APRA

De professionele verzekering met eigen veiligheidsdienst

Frankrijkei 64-68, 2000 Antwerpen
tel. 03/234 27 27 (241) telex 72 122
telefax 03/232 36 62

DIERICKX & CIE

wisselagenten sinds 1901

beursorders – euro-obligaties – handel in opties
analyses – vreemde valuta's

Kasteelpleinstraat 44-46
2000 Antwerpen - Tel. (03) 238 59 06

Statielei 117
2510 Mortsel - Telex 73372