

Fiscale stimulatie van het risicokapitaal

Prof. Dr. Bruno Colmant

Accountant–belastingconsulent

Gastdocent aan de Vlerick Management School en de UCL

Lid van de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven en van de Hoge Raad van Financiën

Sinds zowat twee jaar verkeert ons land in een toestand van fiscale lethargie, alsof we, door ons op onze institutionele moeilijkheden te storten, zouden ontsnappen aan de economische realiteit. Dat doet ons denken aan een verhaal van George Sand, waarin de held Gribouille zich in de rivier stort om aan de regen te ontsnappen.

In deze tijden van recessie dreigt er echter geen regenbui, maar een heus onweer. De gevolgen van de mondialisering zijn weliswaar aanwezig, maar nog beperkt. Binnen een aantal jaren zal de handel volledig geglobaliseerd zijn, zodat nationale bescherming nog weinig doeltreffend zal zijn om de wereldconcurrentie te counteren. De mobiele en flexibele economieën zullen er als winnaar uitkomen. En waar zal het Belgisch legioen staan op dat slagveld? Zal het aan de conscriptie voor de aangekondigde oorlog kunnen ontsnappen? En zal het een gelaten toeschouwer zijn of een geïnspireerd tacticus?

De eerste tien jaar van het nieuwe millennium zullen weinig rooskleurig blijven: het Koninkrijk is zijn *aggiornamento* ingegaan met een interne economische instorting. Bijna 18 maanden na het uitbreken van de *subprime*-crisis, blijft het met verbijstering staren naar de wereldwijde storm waarin we ons bevinden. In een paar kwartalen is alles gekanteld. Vanaf juli 2007 werd in Amerika duidelijk dat er financiële en vastgoedproblemen opdoemden. Een jaar later al zou het faillissement van de banken het land schokken.

En toen brak de wereldwijde economische crisis uit. Het bracht de zwakheden van het land aan het licht, namelijk een rigide context die de industriële reconversie tegenhoudt. Maar dat is geen verrassing: de competitiviteitsindex

van België gaat jaar na jaar achteruit en ligt ver onder die van Duitsland, het Verenigd Koninkrijk, Engeland en Luxemburg. De recente enquête van het IMD over het weerstandvermogen tegen de crisis spreekt trouwens voor zich: België zal weldra niet meer tot de groep van de competitieve economieën behoren. De *Financial Times* merkte fijntjes op dat die enquête de suprematie van de kleine landen bewijst, maar niet die van België.

Zelfs de overheidsschuld, waarvan men dacht dat ze onder controle was omdat ze gedaald was in verhouding tot de nationale rijkdom, overschrijdt opnieuw één jaar bbp. Zonder correctiemaatregelen zou het budgettaire tekort volgend jaar 6 % overschrijden. Een klein land als België kan zo'n hoge overheidsschuld niet dragen en kan geen ruimte geven aan kwetsbare banken. In een paar maanden tijd heeft België zich moeten aanpassen aan de regels die de mondialisering oplegt: die van een klein land waarvan de ambities tot de maatstaf van de grootte ervan moeten worden herleid. De crisis heeft de geografische ligging van de rijkdom hertekend.

Ons land kan niet langer passief toekijken of alles op de lange baan schuiven. De economie zal nooit stabiliseren, want op dat vlak bestaat er geen stationaire toestand. Het is een darwinistisch proces. België zal geen verschuivingen van dergelijke omvang kunnen omzeilen. België kan niet

zomaar meedrijven op een economische groei die zonder 's lands medeweten wordt gecreëerd door de landen die onze handelspartners zijn. België moet absoluut zijn belastingstelsel afstemmen op de graad van mondiale competitiviteit.

In de nabije toekomst zal de staat van gewichtloosheid waarin we ons bevinden, in het beste geval, gepaard gaan met de fictie van een autarkische economie. Meer dan enig ander land, beschikt ons land over een open en transitoeconomie. En precies de "openheid" ervan maakt haar meer vatbaar voor internationale fiscale en sociale concurrentie.

Openbare financiën

Dat de financiële crisis het beheer van de openbare financiën bedreigt, is geen verzinsel. De herkapitalisatie van de banken en de herstelplannen zullen op de federale schuld wegen. Tezelfdertijd zullen de conjunctuurschokken het budgettaire overschot bedreigen. Door de crisis dalen de fiscale ontvangsten en nemen de sociale transfers toe (werkloosheid, enz.). De fiscale en socialezekerheidsontvangsten zullen 10 miljard euro minder bedragen dan geraamd.

De Belgische economie zou in 2009 met 2 à 3 %, en zelfs met 4 % krimpen. Het begrotingstekort wordt momenteel geraamd op 3,4 % van het bbp, hetzij op 12 miljard euro. Teruggebracht in verhouding tot de federale begroting (ongeveer een derde van het bbp) betekent dit voor de begroting een minderopbrengst van 10 %. Dat is veel. Zelfs gigantisch veel.

Net als de andere Europese landen staat België dus opnieuw voor slechte tijden wat de openbare financiën betreft, nl. een beangstigende opeenvolging van tekorten. Die tekorten zullen in contrast staan met het evenwicht van de federale financiën tijdens de twee laatste legislaturen.

Een crisis geeft uiteraard nooit aanleiding tot begrotingsoverschotten. Het zou onverantwoord zijn om een begrotingsevenwicht te eisen wanneer de conjuncturele luchtzaken neerstoringen worden. De Staat moet zich aanpassen aan de omkering van de cycli. Bij laagconjunctuur is een tekort dus wenselijk: het speelt de rol van een natuurlijke schokdemper.

We mogen nochtans niet uit het oog verliezen dat de Staat een virtueel wezen is. De financieringsmiddelen ervan zijn de belastingen. De Staat kan weliswaar lenen, maar de schul-

denlast is altijd slechts een voorschot op de belasting. Met andere woorden: elk oorspronkelijk door de schuld gefinancierd begrotingstekort, wordt vroeg of laat terugbetaald door belastingontvangsten.

Voorts zullen de kosten van de schuld op hun beurt worden verhoogd door een stijging van de rente. Naar alle waarschijnlijkheid zal de inflatie immers stijgen door de injectie van liquiditeiten in het banksysteem. De vervroegde inflatie wordt immers bij de langetermijnrenten gevoegd, terwijl ze de kostprijs van de oude leningen vermindert. De kosten van de overheidsschuld zouden ook kunnen worden verzaagd door een risicopremie die op het land weegt.

Net zoals de meeste Europese landen zal België weldra geconfronteerd worden met zijn fiscale realiteit, verergerd door een verhoogde schuldenlast. 2010 zal dus cruciaal zijn voor de fiscale oriëntatie. Maar die oriëntatie blijft niet beperkt tot volgend jaar, want ze zal de volgende fiscale aanslagjaren bepalen. De echte vraag heeft betrekking op het samenlevingsmodel waarin de volgende twee generaties zullen leven. Kiezen we voor de weg van de afwachting of van de volharding?

Afwachten of durven?

Een afwachtende houding werd al eens uitgetoetst in de jaren 80, die gekenmerkt werden door een lethargisch beleid waarbij de ontspoorde uitgaven door belastingen moesten worden gecorrigeerd. Die vier jaar begrotingsontsporing (1978-1982) hebben de economie bijna twee generaties lang verlamd. Bij de veertigers doen die verspilde jaren denken aan een schemerige onbezorgdheid, maar ook aan grauwe, buiten gebruik gestelde staalfabrieken...

Of kiezen we voor fiscale durf, een meer veeleisende weg die overeenstemt met de realiteit van de markteconomie? De crisis heeft ons er immers op gewezen dat dit voortaan ons referentiekader is.

We staan meer bepaald voor de volgende keuze: fiscale capitulatie, wat er onvermijdelijk zal toe leiden dat een verzwaaring van de belasting moet worden gepland, of belastingvermindering, teneinde de fiscale competitiviteit van het land te herstellen. Volgens dit tweede alternatief, dat ons intuïtief geschikter lijkt, leidt de reflectie onvermijdelijk tot een aanzienlijke vermindering van de fiscale en parafiscale lasten die op de ondernemingen drukken.

Die oriëntatie zou in volle conjuncturele crisis op het eerste gezicht ongepast kunnen lijken, omdat ze de door de crisis al zwaar geteisterde, openbare financiën dreigt aan te tasten. Maar wij geloven erin want we moeten in de toekomst investeren. Een klein land als België moet zijn fiscale aantrekkingskracht behouden. Wegens zijn geografische ligging is België een transiteconomie. De fiscaliteit moet dus bijdragen tot de geografische verankering van de investeringen. Dat rechtvaardigt een verlaging van de belastingen en de lasten op arbeid, die een krachtige stimulans vormen voor productieve investeringen. Met andere woorden, een daling van de fiscale en parafiscale lasten vertaalt zich in verdubbelde inkomsten in de vorm van investeringen en *returns*.

Concreet suggereren wij de verlaging van de lasten en de voorheffingen (op het stuk van het onderzoek, de ploegenarbeid, enz.) waartoe de federale regering reeds heeft beslist en die door de industriële sector gunstig werden onthaald, voort te zetten. We zouden ook kunnen denken aan een uitbreiding van de notionele interest indien de onderneming overgaat tot productieve banenscheppende investeringen. In deze oriëntatie passen nog andere reflecties: verlaagd tarief van de vennootschapsbelasting wanneer voor productieve investeringen aangewende resultaten worden gereserveerd, invoering van maatregelen om in geval van inflatoire spanningen de aanslagvoet van de ondernemingen te verlagen, enz.

Sommige commentatoren hebben vragen bij de gegrondheid van een belastingverlaging van dergelijke omvang. Sommigen houden voor dat er al veel werd gedaan, bijvoorbeeld door middel van de notionele interest. Maar het belangrijkste is dat deze fiscale omwentelingen, in etymologische betekenis, geen terug-naar-af-maatregelen zijn, met name het voorspel van belastbare compensaties waardoor het gunstig effect ervan ongedaan wordt gemaakt.

Bevordering van het risicokapitaal

Om die redenen moeten we het risicokapitaal blijven promoten. Na een beurscrash kan het weliswaar ongerijmd lijken om beleggingen in aandelen aan te prijzen, en die idee moet zeker nog ingang vinden. Maar het is een boodschap die de financiële crisis heeft geformuleerd, het is een noodzaak voor ondernemingen om bestand te zijn tegen de schokken van de markt. Want er is een middel om die

schokken op te vangen: het aanleggen van voldoende eigen vermogen of, meer algemeen, voldoende risicokapitaal. Dat is trouwens de reden waarom de overheid moest tussenkomen bij de redding van de banken.

Bovendien is het net op het ogenblik dat een bankcrisis het krediet beperkt, dat inbrengen van eigen vermogen een rol van betekenis moeten spelen. Een onderneming kan niet alleen op basis van schulden resultaten halen. Sommigen moeten dus risico's nemen: dat zijn de aandeelhouders. En de aandeelhouder is geen speculant: hij is vooral een belegger die zijn spaargeld aan een riskant project koppelt.

De economie zal nooit stabiliseren, want op dat vlak bestaat geen stationaire toestand

Maar al 30 jaar lang is het risicokapitaal het weeskind van de financiering van de Belgische economie. Op macro-economisch gebied zijn de cijfers verbluffend. Over een periode van 15 jaar werd minder dan 5 % van het spaargeld van particulieren rechtstreeks in aandelen belegd. De terugloop van het risicokapitaal is zo groot dat de overheid zelf de kapitalisatie van de ondernemingen moet stimuleren.

Op fiscaal gebied is de slechte behandeling van het risicokapitaal nog erger. Ondanks de opvallende bijdrage van de notionele interest blijven dividenden fiscaal benadeeld ten opzichte van interesten van schulden. De roerende voorheffing is hoger op dividenden dan op interesten. Een ondernemersfiscaliteit zou aandelen minder moeten belasten dan risicoloze beleggingen. Maar in de plaats van het risico te stimuleren, wordt het door de fiscale wetgeving bestraft.

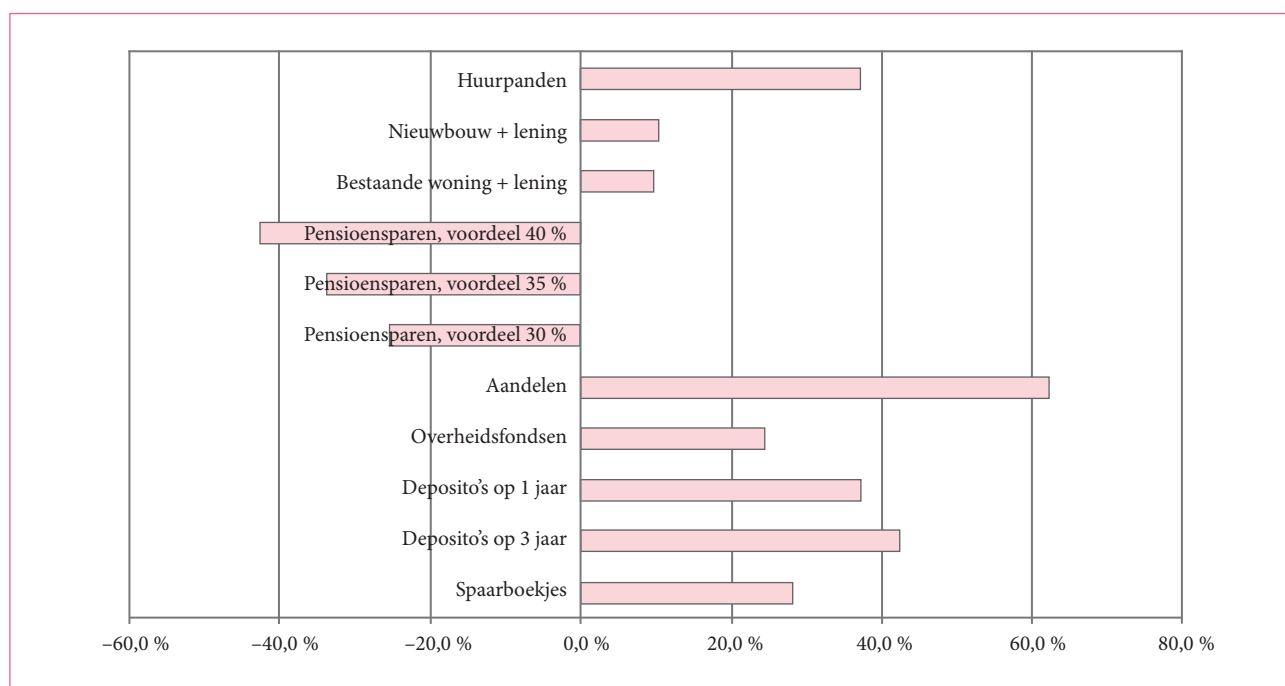
In een verslag van de Hoge Raad van Financiën (HRF) van 2007 (afdeling fiscaliteit en parafiscaliteit "belasting op arbeid, werkgelegenheid en concurrentievermogen", augustus 2007) wordt dit probleem onderzocht. Wegens de publicatie ervan tijdens de laatste federale verkiezingen is het onopgemerkt gebleven. Nochtans zijn de vaststellingen ervan verontrustend op tweeërlei gebied.

De eerste pijler betreft de wijze waarop de particulieren hun roerend spaargeld hebben belegd. De HRF onderzocht de verdeling van de vorming van financiële activa (van Belgische of buitenlandse oorsprong) over de periode 1992-2005, met name een periode van 13 jaar. Uit die analyse blijkt dat het spaargeld van de gezinnen hoofdzakelijk werd belegd in weinig riskante producten, namelijk bankdeposito's en verzekeringsproducten. Het aandeel van de rechtstreekse in tekening op aandelen in deze vorming van spaargeld is extreem laag. Zonder beveks, vertegenwoordigt ze slechts 3 % van de financiële activa. Dit percentage is abnormaal laag.

Voorts heeft de HRF de belastinglast die op de verschillende spaarproducten weegt, berekend. De berekening werd gemaakt "in de veronderstelling van vaste intrestvoeten en van vaste inflatievoeten, over een lange tijdshorizon".

Voor specifieke spaarproducten werden verschillende hypothesen beschouwd. De spaarboekjes worden verondersteld vrij van belasting te zijn maar houden rekening met een indirecte belasting die hun lage rentevoet vertegenwoordigt. Voor de termijndeposito's en de overheidsfondsen wordt de effectieve belasting berekend op basis van de roerende voorheffing. Voor de dividenden houdt de belasting rekening met de vennootschapsbelasting en de roerende voorheffing op dividenden (15 %) in de veronderstelling van een 50/50-verdeling van het rendement tussen dividenden en meerwaarden die voortkomen uit de kapitalisatie van gereserveerde winsten.

De resultaten van die berekeningen (die werkelijke aanslagvoeten zijn, rekening houdend met de inflatie) worden in de onderstaande grafiek samengevat.



De studie van de HRF lijdt misschien onder methodologische zwakheden. De boodschap is nochtans confronterend: Aandelen zijn helemaal niet het meest risicovolle spaarinstrument, maar worden het zwaarst belast, zelfs indien de vrijstelling van de meerwaarden in beschouwing wordt genomen. Met andere woorden, het spaarproduct dat de grootste rendementsrisico's wil dragen, wordt het zwaarst

belast. In een economie die het ondernemerschap wil stimuleren, zou dit logischerwijs net het omgekeerde moeten zijn.

De combinatie van de spaarvorming en van de aanslagvoet erop leidt trouwens tot volgende conclusie: terwijl België een land is met één van de hoogste spaarvermogens van

de gezinnen ter wereld, en we zouden verwachten dat dit spaargeld in aandelen wordt belegd, is deze beleggingsvorm één van de minst toegepaste en één van de zwaarst belaste posten. De fiscale reglementering zou dit net moeten stimuleren en de risicobereidheid bevorderen. Nochtans treft ze de aandelen, met name het risicokapitaal, zwaarder.

Belasting van de risicopremie

De notionele interestaftrek die sinds 2006 op de Belgische vennootschappen van toepassing is, is zowel qua principe als naar de vorm de meest ingrijpende hervorming van de vennootschapsbelasting van de laatste veertig jaar.

Net als de meeste Europese landen, zal België weldra worden geconfronteerd met zijn fiscale realiteit, verergerd door een verhoogde schuldenlast

Die maatregel maakt de aftrek van een fractie van het eigen vermogen van de grondslag van de vennootschapsbelasting mogelijk. Concreet betekent dit dat het rendement van het eigen vermogen fiscaal in twee componenten wordt gesplitst. Een eerste component wordt fiscaal gelijkgesteld met een "notionele" interestlast, die aanleiding geeft tot een fiscale aftrek van 3,8 % van het bedrag van het eigen vermogen. Het resterend rendement van het eigen vermogen vormt de toegevoegde waarde van de aandeelhouder en blijft aan de vennootschapsbelasting onderworpen. De notionele interestaftrek geeft aanleiding tot een nominale nettodaling van de vennootschapsbelasting van 3,8 % maal de aanslagvoet (34 %), hetzij ongeveer 1,3 % van het bedrag van het eigen vermogen.

Bovendien verlicht die aftrek het fenomeen van de economische dubbele belasting van de dividenden. Dividenden ondergaan immers de vennootschapsbelasting alvorens ze

de personenbelasting ondergaan. Voor Belgische belastingplichtigen-natuurlijke personen wordt de personenbelasting doorgaans beperkt tot de bevrijdende roerende voorheffing. Bijgevolg bedraagt de fiscale last die op een dividend drukt 34 % (vennootschapsbelasting) + 15 % / 25 % (roerende voorheffing) van het beschikbaar bedrag, hetzij 50,5 %. In de hiernavolgende uiteenzettingen nemen we voor aandelen een roerende voorheffing van 25 % in aanmerking.

Opgelet evenwel: de notionele interest verlicht de dubbele belasting maar heft ze niet op. De belastingdruk op dividenden blijft zwaarder dan op interest. Interest wordt immers tweemaal bevoordeeld. In tegenstelling tot de dividenden en reserves is de interest op de schulden van een onderneming in de vennootschapsbelasting aftrekbaar. Daarenboven wordt de (eveneens bevrijdende) roerende voorheffing op interesten toegepast tegen de aanslagvoet van 15 %, terwijl dividenden een voorheffing van 25 % ondergaan.

Het zou overigens incoherent zijn om voor interesten en dividenden een identieke belasting in de vennootschapsbelasting te eisen, tenzij de idee van de belasting van de ondernemingen zou worden opgegeven. Dividenden vertegenwoordigen immers de opbrengst van een beroepswerkzaamheid die aan een derde (de onderneming) werd gedelegeerd, en er dient een harmonie tussen de belasting van een beroepsinkomen en van een dividend in acht te worden genomen. Dienaangaande zij erop gewezen dat een onderneming niet voor zichzelf bestaat, want ze is een abstract economisch wezen. De onderneming maakt dus geen winst voor zichzelf, maar voor de aandeelhouders ervan, die per slot van rekening nog altijd natuurlijke personen zijn.

Afgezien van deze vaststelling moet worden nagegaan in welke mate de notionele interestaftrek het fenomeen van de dubbele belasting bij de aandeelhouder-natuurlijke persoon heeft verlicht.

Om deze realiteit te illustreren, verwijzen we naar de financiële theorie die een dividend opdeelt als de som van twee componenten, namelijk de prijs van de tijd (gelijk aan de risicovrije rentevoet van de OLO's) en een risicopremie.

Ter illustratie splitsen we een rendement van 8 % op het eigen vermogen, voor elke belasting, in, enerzijds een obligatievergoeding van 3,78 % (zijnde exact het percentage van

de notionele interest van toepassing op de grote ondernemingen) en, anderzijds, een risicopremie van 4,22 %, zodat het rendement van de aandeelhouder (gemakkelijkshalve) 8 % vóór belastingen bedraagt. We veronderstellen

dat dit rendement van 8 % uitsluitend behaald wordt in de vorm van dividenden, terwijl het, in de praktijk, deels behaald wordt in de vorm van meerwaarden. Die vereenvoudiging zal onze algemene conclusies echter niet vervalsen.

Tabel 1. Uitsplitsing van de belasting van een dividend zonder notionele interestaftrek

	Dividend	Dividend gesplitst in	
		Risicopremie	Rente zonder risico
Brutobedrag	8,00 %	4,22 %	3,78 %
Vennootschapsbelasting	-2,72 %	-2,72 %	0,00 %
Roerende voorheffing	-1,32 %	-0,75 %	-0,57 %
Beschikbaar nettobedrag	3,96 %	0,75 %	3,21 %
Totaal belastingheffing (in %)	50 %	82 %	15 %

Tabel 2. Uitsplitsing van de belasting van een dividend met notionele interestaftrek

	Dividend	Dividend gesplitst in	
		Risicopremie	Rente zonder risico
Brutobedrag	8,00 %	4,22 %	3,78 %
Vennootschapsbelasting	-1,43 %	-1,43 %	0,00 %
Roerende voorheffing (25 % of 15 %)	-1,64 %	-1,07 %	-0,57 %
Beschikbaar nettobedrag	4,93 %	1,72 %	3,21 %
Totaal belastingheffing (in %)	38 %	59 %	15 %

In Tabel 1 geeft een brutorendement van 8 % op het eigen vermogen, na alle belastingen, een nettodividend van 3,96 %. Dit nettorendement kan op zijn beurt worden opgedeeld in een obligatierendement (van de vennootschapsbelasting aftrekbaar en onderworpen aan een roerende voorheffing van 15 %) en een nettorisicopremie van 3,96 % min 3,21 %, hetzij 0,75 %. Dit nettobedrag van de risicopremie moet in verband worden gebracht met het brutobedrag ervan, hetzij 4,22 %. Daaruit volgt dat de risicopremie een globale belasting ondergaat van zowat 82 %. Met andere woorden, de aanslagvoet van de risicovergoeding die met het kapitaal verband houdt, bedraagt 82 %.

Tabel 2 gebruikt dezelfde gegevens maar houdt rekening met de notionele interestaftrek. Die aftrek verlicht de heffing van de vennootschapsbelasting en van de roerende voorheffing. Daaruit volgt dat de risicopremie een belasting ondergaat van 59 %. We stellen dus vast dat de notionele interestaftrek zeer dicht in de buurt komt van de belasting van de risicopremie tegen de aanslagvoet van de beroepsinkomsten.

Uit het voorbeeld kan dus worden afgeleid dat de notionele interestaftrek het fenomeen van de dubbele belasting heeft verlicht. Maar dat neemt niet weg dat de belasting van de dividenden uiterst hoog blijft en de inbreng van risicokapitaal bezwaart.

Politiek wantrouwen

Waarom heeft België dergelijk wantrouwen ten aanzien van het risicokapitaal ontwikkeld?

De geschiedenis van de fiscaliteit van het land overlopen, is zowel een gemakkelijke als een complexe opdracht. Gemakkelijk omdat het fiscaal recht voldoende gedocumenteerd is om de juridische architectuur ervan te ontwaren. Moeilijk omdat de fiscaliteit beïnvloed wordt door de economie en de politiek. De kenmerken ervan zijn dus afhankelijk van de conjuncturele eisen en de oriëntaties die onze regeerders hebben willen overbrengen.

Het is geenszins de taak van de fiscalisten om de politieke beleidsmakers economische oriëntaties op te leggen. Alleen de beleidsmakers zijn bevoegd om beslissingen te nemen. Elke burger moet zich ernaar schikken, want het fiscaal recht is van openbare orde. Toch moeten we ons vragen stellen bij een onvermijdelijk probleem: hoe is het Rijk er toe gekomen om één van de zwaarste fiscale stelsels van Europa, zowel op het stuk van de inkomsten uit kapitaal als uit arbeid, in te voeren? Intuïtief had ons land, zoals het Groot-hertogdom Luxemburg, van de fiscaliteit een instrument met het oog op competitiviteit en economische aantrekkingskracht moeten maken.

Deze tegenstrijdigheid kan op veel manieren worden verklaard. Naar ons gevoel is er echter één overheersende factor die 's lands economie gedurende een derde van een eeuw op beslissende wijze heeft beïnvloed. Het betreft de interpretatie van de conjunctuur door de politici uit de jaren 70, en meer bepaald gedurende de jaren 1977-1981. Roerend eensgezind (en daarin gesteund door alle economen) beschouwden zij de oliecrisis als een randfenomeen, en niet als een structureel verschijnsel. Jammer genoeg verhulde de energieprijzen een realiteit die vandaag, als we teruggaan in de tijd, opvallend was: de overgang van een fabriekseconomie naar een diensteneconomie, met name de gedeeltelijke verplaatsing van 's lands economie van de secundaire sector naar de tertiaire sector.

Destijds zag niemand in hoe ingrijpend de economische veranderingen waren en onze politici hebben collectief gepoogd om de onbekende situaties optimaal te counteren. Ze moesten bijvoorbeeld iets doen aan de eschatologische werkloosheidstoename. Die misvatting was begrijpelijk, want de westerse economieën hadden bijna 30 jaar lang een periode van ononderbroken groei gekend, die samenviel met de naoorlogse economische heropleving.

Onze politici opteerden voor een keynesiaanse begrotingspolitiek gekenmerkt door aanzienlijke openbare uitgaven bestemd om de economische activiteit te stimuleren. Het economische scenario was – inderdaad – onbekend: stagflatie, of een combinatie van stagnatie en inflatie. Jammer genoeg was de keynesiaanse reactie niet geschikt: ze deed de inflatie stijgen zonder de stagnatie aan te pakken.

In plaats van de economie te stimuleren heeft de openbare-uitgavenpolitiek van de jaren 70 het land met een economische puinhoop zonder voorgaande nagelaten. Dit beleid heeft geleid tot een begrotingstekort met twee cijfers, tot een openbare schuld die opliep tot 130 % van het bbp, tot een oncontroleerbare inflatie en tot verschillende devaluaties. Vanaf een bepaalde drempel leidde de financiële dynamiek tot het fameuze “sneeuwbaaleffect”, met andere woorden, een exponentiële schuldtoename.

Toen de solvabiliteit begon te wankelen, had de overheid geen andere keuze dan de begrotingstekorten te financieren door massaal te gaan lenen. Deze leningen werden gedeeltelijk in het buitenland geplaatst, maar slechts in beperkte mate, want het beheer van de Belgische Staat wekte weinig enthousiasme noch geloof in de solvabiliteit.

De Staat was dus verplicht om, door geregelde uitgaven van leningen, een beroep te doen op het nationale spaarweten. Het volume van deze leningen was zo indrukwekkend dat het de kapitaalmarkt afroemde ten nadele van de productieve investeringen, met name het risicokapitaal. De Brusselse Beurs liep destijds leeg... Dit fenomeen, dat in de Angelsaksische economische terminologie *squeeze out* wordt genoemd, veroorzaakte twee onaangename gevolgen.

Ten eerste moest de rentevoet van de staatsleningen worden verhoogd met een premie die door de overheid werd gedragen (om het gevaar voor muntontwaarding van de Belgische frank en het solvabiliteitsrisico van de Belgische Staat te dekken). Vervolgens bood het rendement van het risicokapitaal, dat reeds afgeroomd was door de inflatie en de zware belastingdruk, niet genoeg aantrekkingskracht meer in vergelijking met risicoloze beleggingen.

De behoefte aan staatsleningen was zo groot dat de Staat gedwongen was aan de staatsleningen bijzondere voordelen toe te kennen, zoals een vermindering van de roerende voorheffing. Leningen met bijzondere fiscale voordelen, zoals de fameuze lening 81-91 waren een noodzaak. Dergelijke fiscale beslissingen lijken vandaag de dag onschuldig. Ze veroorzaakten nochtans een spiraal van gevolgen: het is wel degelijk de noodzaak om de intekening op staatsleningen fiscaal te bevoordelen, die geleid heeft tot het fiscaal bestraffen van de inkomsten van aandelen.

Tegelijkertijd besliste de overheid om de belastingen te verhogen tot tarieven die meer weg hadden van confiscatiemaatregelen. De vennootschapsbelasting, bijvoorbeeld, bereikte het fatale niveau van 50 %. Dat alles werd bewerkstelligd zonder er rekening mee te houden dat de belasting reeds de inflatie belastte (die zelf door het begrotingstekort werd veroorzaakt), met andere woorden de handhaving van de productiecapaciteit. De excessieve belastingdruk heeft de economie verzwakt, en zelfs doen teruglopen. België reageerde introvert op de economische crisis, door de collectieve verdeling te bevoordelen, ten nadele van het nemen van risico's.

Maatregelen van de jaren 1980

Verskillende maatregelen, bedacht door senator Etienne Cooremans, zoals de AFV-aandelen en de beleggingsfondsen Monory-De Clercq, die tot stand kwamen in de periode 1982-1983 trachtten deze situatie te verhelpen. Aan nieuwe inschrijvingen op aandelen, waarvan de tegenwaarde voor bepaalde productieve investeringen werd aangewend, werd een fiscale bonificatie verleend.

Dankzij deze maatregelen werd het risicokapitaal op 21 maanden tijd verhoogd met een bedrag dat op meer dan 8 miljard euro werd geschat, waarvan meer dan 2 miljard euro door op de Brusselse beurs genoteerde vennootschappen. Ze hadden slechts één nadeel: ze waren tijdelijk niet-tegenstaande de regering al in 1984 beloofd had om in de belastingwetgeving een definitief statuut voor het risicokapitaal in te voeren.

Bijna 20 jaar later betekende de notionele interestaftrek het einde van de AFV-aandelen. Maar vandaag moeten fiscale opvolgingsmaatregelen worden overwogen. Het overheidsgeld dat in sommige banken en relanceplannen werd gepompt, zal immers nooit een natuurlijke vervanging zijn voor het risicokapitaal. Het is dus hoog tijd om nieuwe oplossingen te bedenken.

Eén van de ideeën is ongetwijfeld België om te vormen tot een aantrekkingspool voor buitenlandse investeringen. Maar het is onmogelijk om tegelijkertijd en de kolossale overheidsschuld terug te betalen en alle belastingen te verlagen. Er moeten prioriteiten worden gesteld. In dat ver-

band zou moeten worden bestudeerd of het mogelijk is om van het land een vrijzone op het stuk van de vennootschapsbelasting te maken. Ook moet massaal worden geïnvesteerd in onderwijs en beroepsopleiding. Dat kadert in de typologie van een transiteconomie, zowel geografisch als logistiek.

Al dertig jaar is risicokapitaal het weeskind van de financiering van de Belgische economie

Belasting op de meerwaarden

Het is niet uitgesloten dat in de loop van de volgende maanden de idee van de belasting van de kapitaalinkomsten en de roerende meerwaarden zal worden geopperd.

Politieke steun daarvoor zal niet ontbreken: volgens sommigen zijn het immers de speculatieve uitwassen die de banksector hebben verzwakt. Daarenboven heeft de OESO België geadviseerd om de belastingvrijstellingen op het langetermijnsparen te beperken. Sommigen pleiten voor een belasting van de meerwaarden op aandelen. Maar die weg inslaan zou uiterst jammer zijn. Ziehier waarom.

Een onderneming bestaat niet voor zichzelf: ondanks haar afzonderlijke rechtspersoonlijkheid is ze een abstract economisch wezen. Ze maakt winst voor haar aandeelhouders, die per slot van rekening nog altijd natuurlijke personen zijn. Die winst wordt dubbel belast. Ze ondergaat de vennootschapsbelasting, alvorens de personenbelasting, met name de roerende voorheffing bij de uitkering van dividenden, te ondergaan.

De wetgever van 1962 had in het verlengde van de belastinghervorming van 1919 de vrijstelling (behoudens uit-

zonderingen) van de meerwaarden op aandelen bevestigd. Waarom? Omdat de verkoop van een aandeel het collectief vermogen van een onderneming niet aantast, maar een deel van de eigendom ervan aan een andere aandeelhouder overdraagt. Met andere woorden, de verwezenlijking van een meerwaarde doet geen nieuwe belastbare stof ontstaan, maar verplaatst ze zijdelings en in zijn geheel, van de ene aandeelhouder naar de andere. Daarenboven zijn meerwaarden op aandelen vaak vroegere of toekomstige winsten van de onderneming. Die winsten werden of zullen zelf aan de vennootschapsbelasting worden onderworpen. De meerwaarden belasten, zou dus aanleiding geven tot dubbele belasting.

Om dit fenomeen te illustreren, nemen we een uiterst eenvoudig voorbeeld en veronderstellen we dat de verwachte rendementsvoet van een aandeel steeds 5 % blijft. We veronderstellen tevens dat de aanslagvoet van de roerende voorheffing en van een eventuele belasting van de meerwaarden 25 % bedraagt.

Een aandeel genereert een stabiel en altijddurend dividend van 10. Op basis van de financiële wiskunde bedraagt de waarde van het aandeel 200 (200 maal een rendementsvoet van 5 % geeft een dividend van 10). Elk jaar moet de houder van het aandeel een roerende voorheffing van 25 % op het dividend van 10 dragen, hetzij 2,5.

Stel dat het dividend plots 12 bedraagt. De waarde van het aandeel loopt meteen op tot 240 ($240 \times 5\% = 12$). Daarop beslist de bezitter van het aandeel om zijn effect te verkopen om de meerwaarde te innen die 40 bedraagt (hetzij 240 min 200). Gesteld dat de meerwaarde tegen 25 % wordt belast, hetzij $40 \times 25\%$, bedraagt de belasting 10.

De koper van het aandeel zal vanaf dat ogenblik, ten minste theoretisch, een dividend van 12 innen. Op dat dividend van 12 moet hij een roerende voorheffing van 25 % betalen, hetzij 3. Ten opzichte van de vorige eigenaar is de fiscale inhouding op het dividend opgelopen van 2,5 tot 3, zijnde een jaarlijkse verhoging met 0,5.

En hoeveel bedraagt de geactualiseerde waarde (met name heden ten dage cumulatief) van deze 0,5? Precies 10, hetzij 0,5 gedeeld door 5 %, zijnde het bedrag van de door de ver-

koper gedragen belasting van de meerwaarde. Met andere woorden zal de koper andermaal de belasting op de meerwaarde betalen. Die belasting zal niet in een keer, zoals door de verkoper, worden voldaan, maar gespreid in de tijd. De meerwaarden belasten zou dus leiden tot een onweerlegbare chronologische dubbele belasting.

Vervolgens rijzen andere fundamentele vragen. Moet de meerwaardebelasting de verwezenlijkte meerwaarden dan wel ook de louter uitgedrukte meerwaarden belasten? Wat zal het tot de belasting aanleiding gevend feit zijn: de vreemding van het effect of de nominale vaststelling van de meerwaarde? Zullen minderwaarden aftrekbaar zijn? En zo ja, in welke mate? Wie zal de boekhouding van die meer- en minderwaarden bijhouden? En wat met niet-genoteerde effecten en effecten van buitenlandse vennootschappen? Vanaf welke datum moet het systeem ingaan, want er moet een bedrag worden vastgesteld op basis waarvan de meer- en minderwaarden moeten worden berekend.

Kortom, de vrijstelling van de meerwaarden op aandelen blijft een coherente grondslag van ons belastingstelsel. A *contrario* zou de belasting ervan een verarming van het risicokapitaal tweebrengen, die des te zwaarder zou zijn daar België een zeer open economie is.

Conclusie

Dienaangaande moet worden opgemerkt dat, hoewel de fiscaliteit tot de rechtsorde behoort, de grondslagen ervan economisch zijn. De belasting is immers een instrument van de begrotingspolitiek van de regering. Daardoor heeft ze, bewust of onbewust, gevolgen op de handelingen van de belastingplichtigen. Dat geldt, in het bijzonder, voor de aanwending van de spaartegoeden, met name de vehikels waarin het spaargeld van de Belgische gezinnen wordt belegd.

Dit aspect is des te belangrijker, aangezien de Belgische personenbelasting de vorming van spaargeld belast.

Want hoewel de toetrede van België tot de eurozone tot meer discipline heeft geleid, heeft ze tevens de nood aan meer competitiviteit benadrukt. De voortdurende inspanningen van de regeringen Dehaene-Maystadt, en vooral

Verhofstadt-Reynders, hebben tot een spectaculair herstel van de Belgische economie geleid. Van 1999 tot 2006 werd een begrotingsevenwicht bereikt en de ratio openbare schuld/bbp was opzienbarend gedaald. De budgettaire gestrengheid leidde tot een verbetering van de *rating* van de Belgische staatsschuld. De EBA en vervolgens de notionele interest waren visionaire fiscale maatregelen en de internationale promotie ervan werd opmerkelijk goed onthaald.

Maar het belangrijkste is dat deze fiscale omwentelingen, in etymologische betekenis, geen terug-naar-af-maatregelen zijn, met name het voorspel van belastbare compensaties waardoor het gunstig effect ervan ongedaan wordt gemaakt, zeker nu door sommige economen een nieuw stagnatiescenario wordt aangekondigd.

De fiscaliteit is, in het licht daarvan, een essentiële factor van sociale herverdeling. Ze weerspiegelt een bepaalde visie van de samenleving. Maar de effecten ervan kunnen de menselijke ondernemingszin belemmeren, en zelfs steriel maken. Te zware belastingen leiden onvermijdelijk tot een geleide economie. Een overdreven belastingdruk slurpt de energie van een staat op, put de economische subjecten uit en remt vooruitgang af. Het onderwerpt de economie aan

het beleid en verdringt de risicobereidheid. Het echte maatschappelijk contract van de fiscaliteit is dat van de risicobereidheid. En die vereist vertrouwen in de markteconomie.

Ons model wordt momenteel dooreengeschud, met name ondergedompeld in de economie van de geglobaliseerde markt. We moeten dus vermijden om conjuncturele oplossingen en structurele verschuivingen met elkaar te confronteren. De fiscale keuze van de komende maanden moet rationeel en intuïtief zijn, en niet ideologisch. De markteconomie bekommert zich trouwens niet om grote postulaten. Zij draait inductief en empirisch om commerciële realiteiten.

Tezelfdertijd is het voor België een buitengewone kans. De open ligging, gecombineerd met een flexibele economie, vormt een opmerkelijke troef in een concurrentiële omgeving in ontsluiting. De productiviteit van België is uitstekend, de industriële diversiteit is opmerkelijk en de logistieke toegankelijkheid is van de beste kwaliteit. Van die open ligging moet worden uitgegaan om concurrentievoordelen op het stuk van de fiscaliteit vast te stellen. Hoe? Dat is doodsimpel: door fiscale maatregelen uit te werken waardoor buitenlands kapitaal in België kan worden afgezet. Besluiten om niets te doen, kunnen we ons niet permitteren. ●