

# NOTIONELE INTRESTEN EN FINANCIEEL BELEID<sup>1</sup>

Mei 2007

*Bruno Colmant,*

*Professor aan de Ecole Supérieure des Sciences Fiscales, aan de HEC-Management School van de Universiteit van Luik en aan de Luxembourg School of Finance*

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

*Georges Hübner*

*Deloitte Professor of Financial Management, HEC-Management School van de Universiteit van Luik*

*Associate Professor of Finance, Maastricht University*

*Academic Expert, Luxembourg School of Finance*

Het systeem van de fiscale aftrek van notionele intresten heeft belangrijke implicaties op het vlak van de investeringspolitiek van de ondernemingen. We onderzoeken hier de economische impact die de toepassing van de notionele intresten kan hebben op het vereiste rendementspercentage en de waarde van het eigen vermogen.

## ***1. De kapitaalkost***

Heel algemeen gesteld, moet er een positieve relatie bestaan tussen het risico dat de aandeelhouders van een bedrijf lopen en het rendement dat ze op hun aandelen mogen eisen (de kapitaalkost). In haar meest gangbare versie wordt deze relatie geacht lineair te zijn: de kapitaalkost evolueert in verhouding tot het risico, op voorwaarde dat deze gemeten wordt met betrekking tot het risico van een uitermate gediversifieerde portfolio, zoals bijvoorbeeld een beursindex. Deze notie van risico met betrekking tot een goed gediversifieerde portfolio wordt het systematische risico genoemd, dat weergegeven wordt door een coëfficiënt genaamd *beta*.

In deze optiek wordt de ijking van het rendement dat geëist wordt op het eigen vermogen van een onderneming uitgevoerd op de som van twee elementen, meer bepaald enerzijds de prijs van de tijd (die doorgaans overeenstemt met de intrestvoet die verbonden is met risicoloze activa) en anderzijds de premie van het risico, gemeten door het product van het systematische risico van de onderneming en van de marktprijs van het risico. Als we bijvoorbeeld een intrestvoet van 5% nemen – in België mag men ervan uitgaan dat die in de buurt ligt van de intrestvoet van lineaire obligaties op 10 jaar voor dit type berekening – en een marktprijs van het risico van 7%, dan moet een bedrijf waarvan de beta 1,5 bedraagt, aan haar aandeelhouders een verwacht rendement geven van  $5\% + 1,5 \times 7\% = 15,5\%$ .

---

<sup>1</sup> Dit artikel is een aanvulling op en vereenvoudiging van het artikel van B. Colmant en G. Hübner (2005), « L'impact économique des intérêts notionnels - Première partie : Références à la théorie financière classique. » (De economische impact van notionele intresten – Eerste deel : Verwijzingen naar de klassieke financiële theorie), *Revue Bancaire et Financière*, december 2005, nr 8, blz. 499-507.

De wet op de notionele intresten speelt in op deze fragmentering van het verwachte rendement van een risicohoudend actief. Fiscaal wordt het rendement van eigen vermogen dus opgedeeld in twee bestanddelen. Een eerste component wordt gelijkgesteld met een “notionele” intrestlast die leidt tot een fiscale aftrek van het bedrag aan eigen kapitaal. De aanvulling van het rendement van het eigen kapitaal vormt de toegevoegde aandeelhouderswaarde en is logischerwijze onderworpen aan de vennootschapsbelasting. Praktisch betekent dit dat elk bedrijf een vermindering van de kapitaalkost geniet die gelijk is aan de risicoloze intrestvoet vermenigvuldigd met het belastingaftrekpercentage verbonden aan de notionele intresten. Als dit aftrekpercentage dus bijvoorbeeld 30% bedraagt, belooft het vereiste rendementspercentage op het eigen vermogen dus  $30\% \times 5\% = 1,5\%$ .

Wat verandert dit concreet voor de ondernemingen? Het systeem van notionele intresten laat hen natuurlijk toe belastingen te besparen en bijgevolg is er een rechtstreekse weerslag op hun rentabiliteit. Maar de analyse van hun kapitaalkost levert ons een ander gegeven op: door het rendementspercentage te verlagen dat geëist wordt door de aandeelhouders op het eigen vermogen van de onderneming, verbeteren de notionele intresten tevens haar investeringsvooruitzichten. In het voorgaande voorbeeld zou een project waarvan het management meent dat het een intern rentabiliteitspercentage van 15% zou kunnen opleveren, niet uitgevoerd mogen worden: de aandeelhouders eisen een hoger rendementspercentage (15,5%) voor een project met hetzelfde risico. Eenmaal de belastingbesparing van de notionele intresten in aanmerking wordt genomen, bedraagt de kapitaalkost nog slechts 14% en wordt een investering in hetzelfde project dus wenselijk. Dit systeem zou ervoor kunnen zorgen dat ondernemers welwillender staan tegenover projecten die op het eerste gezicht misschien ietwat té avontuurlijk lijken. Het is een fiscale stimulans om te investeren.

Maar hoe berekent men de hierboven geschetste vermindering van de kapitaalkost? Ze is gelijk aan het product van twee bestanddelen: enerzijds de marginale aanslagvoet op de winst en anderzijds de verhouding tussen de boekwaarde en de marktwaarde van het eigen vermogen van het bedrijf. Deze verhouding is het omgekeerde van de “kapitalisatiecoëfficiënt van het eigen vermogen” (marktwaarde/boekwaarde).

Het eerste element is vrij gemakkelijk te begrijpen: hoe meer vennootschapsbelasting u betaalt, hoe groter de belastingbesparing. Daartegenover staat dat een vennootschap die alleen maar verlies boekt, niet gebaat is bij de maatregel.

Het tweede element is een stuk minder evident. Het heeft betrekking op het feit dat de notionele intresten berekend worden op het eigen boekhoudkundige vermogen terwijl de kapitaalkost van toepassing is op het economische vermogen; m.a.w. op de waarde ervan zoals ze door de markt geraamd wordt (of zou worden). Zo staan jonge groeibedrijven (de zogenaamde “gazellen”) er algemeen voor bekend voorstander te zijn van een aanzienlijke afwijking tussen het netto balansactief (waarbij zeer vaak uitgestelde verliezen en activa zonder waarde verschijnen) en het economisch eigen vermogen, dat gelijk is aan de huidige verwachte waarde van de toekomstige inkomstenstromen. Bijgevolg moeten tal van KMO's voor ogen houden dat hun verhouding

boekwaarde/marktwaarde van het eigen vermogen vrij zwak is. Dit kenmerk heeft een ongunstige weerslag op de vermindering van de kapitaalkost wegens de notionele intresten. Nemen we twee bedrijven met dezelfde kapitaalkost. Het eerste, een groeibedrijf, heeft een verhouding boekwaarde/marktwaarde van 0,5. Het tweede, een bedrijf met zeer stabiele inkomsten en dat weinig investeert (een “rendement”-bedrijf) geniet een verhouding van 0,8. Als men een marginaal belastingspercentage van 34% in aanmerking neemt, bedraagt de vermindering van de kapitaalkost  $0,5 \times 34\% \times 5\% = 0,85\%$  voor het groeibedrijf, terwijl het rendementbedrijf een besparing van  $0,8 \times 34\% \times 5\% = 1,36\%$  doet. Er is dus sprake van een vertekening van de impact van de maatregel ten nadele van groeibedrijven, wat natuurlijk niet een gewenst effect van het systeem is.

De maatregel van de notionele intresten kan duidelijk geen gebruik maken van een notie van marktwaarde om het hierboven beschreven perverse effect te corrigeren. De wetgever heeft echter, beschikkend over een wettelijke definitie van de KMO, op indirecte wijze rekening gehouden met het probleem door de intrestvoet die als basis dient voor de notionele intrestaftrek met 0,5% te verhogen. Impliciet gaat het om een erkenning van het feit dat het sociale weefsel van de kleine en middelgrote ondernemingen de belangrijkste groeifactor van de handelseconomie vormt. Als men, nog steeds in voorgaand voorbeeld, in aanmerking neemt dat het groeibedrijf een KMO is, in tegenstelling tot het “rendement” bedrijf, zal men voor de eerste een correctie hebben, met uiteindelijk een vermindering van de kapitaalkost gelijk aan  $0,5 \times 34\% \times 5,5\% = 0,935\%$ . In dit geval is de correctie niet volledig maar wel in de goede richting.

Weten tot welk type onderneming men behoort, is dus een belangrijk element om de werkelijke impact van de maatregel op zijn kapitaalkost in te schatten. Er bestaat een eenvoudige manier om deze verhouding te benaderen: het volstaat naar de gemiddelde verhouding te kijken tussen de beurskoers en de boekwaarde van de aandelen van beursgenoteerde bedrijven uit dezelfde sector. Ook al is de raming niet precies, ze heeft minstens de verdienste dat ze de manager toelaat het type onderneming (groei of rendement) te identificeren waarin de financiële markt de activiteit van de sector indeelt.

De volgende tabellen geven een cijfermatig overzicht van de vermindering van de kapitaalkost verbonden aan de verschillende niveaus van de intrestvoet en de ratio boekwaarde/marktwaarde. Tabel 1 geeft de vermindering van de kost voor grote ondernemingen weer, terwijl tabel 2 de vermindering van de kost voor KMO's voorstelt.

Tabel 1: vermindering van de kost van eigen vermogen voor grote ondernemingen

| Boekwaarde/<br>Marktwaarde | Percentages van de OLOs |        |        |        |        |
|----------------------------|-------------------------|--------|--------|--------|--------|
|                            | 4%                      | 4,50%  | 5%     | 5,50%  | 6%     |
| 1                          | -1,36%                  | -1,53% | -1,70% | -1,87% | -2,04% |
| 0,9                        | -1,22%                  | -1,38% | -1,53% | -1,68% | -1,84% |
| 0,8                        | -1,09%                  | -1,22% | -1,36% | -1,50% | -1,63% |
| 0,7                        | -0,95%                  | -1,07% | -1,19% | -1,31% | -1,43% |
| 0,6                        | -0,82%                  | -0,92% | -1,02% | -1,12% | -1,22% |
| 0,5                        | -0,68%                  | -0,77% | -0,85% | -0,94% | -1,02% |
| 0,4                        | -0,54%                  | -0,61% | -0,68% | -0,75% | -0,82% |
| 0,3                        | -0,41%                  | -0,46% | -0,51% | -0,56% | -0,61% |

Tabel 2 : vermindering van de kost van eigen vermogen voor KMO's

| Boekwaarde/<br>Marktwaarde | Percentages van de OLOs |        |        |        |        |
|----------------------------|-------------------------|--------|--------|--------|--------|
|                            | 4%                      | 4,50%  | 5%     | 5,50%  | 6%     |
| 1                          | -1,53%                  | -1,70% | -1,87% | -2,04% | -2,21% |
| 0,9                        | -1,38%                  | -1,53% | -1,68% | -1,84% | -1,99% |
| 0,8                        | -1,22%                  | -1,36% | -1,50% | -1,63% | -1,77% |
| 0,7                        | -1,07%                  | -1,19% | -1,31% | -1,43% | -1,55% |
| 0,6                        | -0,92%                  | -1,02% | -1,12% | -1,22% | -1,33% |
| 0,5                        | -0,77%                  | -0,85% | -0,94% | -1,02% | -1,11% |
| 0,4                        | -0,61%                  | -0,68% | -0,75% | -0,82% | -0,88% |
| 0,3                        | -0,46%                  | -0,51% | -0,56% | -0,61% | -0,66% |

## 2. De marktwaarde

Het kan moeilijk lijken om de impact van het systeem van notionele intresten op de economische waarde van het eigen vermogen te kwantificeren: de belastingbesparing heeft haar weerslag op de toekomstige financiële stromen die ontwikkeld worden door elk bedrijf dat winst wil maken, maar de notionele intresten hebben ook hun weerslag op de kapitaalkost, zoals we hierboven uiteengezet hebben. Indien we uitgaan van het principe dat de economische waarde van een onderneming gelijk is aan de som van de toekomstige geldstromen geactualiseerd aan de kapitaalkost, moeten we erin slagen de dubbeltelling van het belastingvoordeel te vermijden bij de toepassing van dit principe. Gelukkig is het mogelijk het specifieke effect van de notionele intresten te isoleren door een welbekende techniek te gebruiken op het gebied van de waardering van ondernemingen. Het volstaat de raming van de economische waarde van de notionele intresten te scheiden van die van de rest van de onderneming.

De jaarlijkse financiële stroom die specifiek gekoppeld is aan de notionele intresten wordt dus berekend als het product van drie factoren: het bedrag aan eigen vermogen aan het begin van het boekjaar, vermenigvuldigd met het marginale belastingpercentage, en nog eens vermenigvuldigd met het percentage van de OLO (verhoogd met 0,5 voor KMO's). Het toepasselijke actualisatiepercentage van zijn kant is gelijk aan de kost van

het eigen vermogen *afgezien van* de notionele intresten (in onze voorgaande voorbeelden zou dit 15,5% zijn).

Nemen we dus een bedrijf met een initiële boekwaarde aan eigen vermogen van 600.000 € dat een constante groei van haar winst – en van haar eigen vermogen – van 5% per jaar verwacht, en een kapitaalkost van 15,5% heeft. Als de verwachte intrestvoet 5% bedraagt, het percentage van de vennootschapsbelasting 34% is en de vennootschap de verhoging van 0,5 voor KMO's geniet, wordt de economische waarde van de notionele intresten berekend door de formule met toenemende waarden en een oneindige looptijd: het volstaat de eerste stroom van de notionele intresten te delen door het verschil tussen de kost van het eigen vermogen en het groeipercentage:  $(€ 600.000 \times 34\% \times 5,5\%) / (15,5\% - 5\%) = € 106.857$ , ofwel 17,8% van de waarde van het bedrijf. Indien het groeipercentage nul was, zou deze waarde € 72.387 bedragen, toch 12% van het geïnvesteerde kapitaalbedrag...

De volgende tabel geeft de groei weer van de economische waarde van het eigen vermogen voor verschillende waarden van het verschil tussen de kapitaalkost en het groeipercentage van het eigen vermogen. We hebben een percentage van de OLOs van 5% genomen als referentie en hebben rekening gehouden met de verhoging van 0,5% voor KMO's.

Tabel 3: Verhogingspercentage van de waarde van het eigen vermogen

| Boekwaarde/<br>Marktwaarde | Kapitaalkost - groeipercentage |        |        |        |        |
|----------------------------|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
|                            | 8%                             | 10%    | 12%    | 14%    | 16%    |
| 1                          | 23,38%                         | 18,70% | 15,58% | 13,36% | 11,69% |
| 0,9                        | 21,04%                         | 16,83% | 14,03% | 12,02% | 10,52% |
| 0,8                        | 18,70%                         | 14,96% | 12,47% | 10,69% | 9,35%  |
| 0,7                        | 16,36%                         | 13,09% | 10,91% | 9,35%  | 8,18%  |
| 0,6                        | 14,03%                         | 11,22% | 9,35%  | 8,01%  | 7,01%  |
| 0,5                        | 11,69%                         | 9,35%  | 7,79%  | 6,68%  | 5,84%  |
| 0,4                        | 9,35%                          | 7,48%  | 6,23%  | 5,34%  | 4,68%  |
| 0,3                        | 7,01%                          | 5,61%  | 4,68%  | 4,01%  | 3,51%  |