

Expansiehulp, bedrijfseconomisch bekeken

A. LAMBERT, Lic. Toegepaste Economische Wetenschappen.

Inleiding

De 'Wet betreffende de economische expansie' van 30 december 1970 (BS 1 jan. 1971) is aan zijn vierde toepassingsjaar toe. Het is wellicht moeilijk om de bereikte resultaten over een zo korte periode te evalueren. Wel lijkt het nuttig deze wet op enige bedrijfseconomische implicaties door te lichten om na te gaan in welke mate hij nu wel het geschikte instrument is om aan regionale expansie te doen.

Het artikel beperkt zich in hoofdzaak tot de in deze wet voorziene regionale financiële stimuli. Deze voordelen worden verleend voor investeringen in onroerende goederen en materieel en omvatten :

1. een rentevoetvermindering van 5 % (eventueel + 2 % conjunktuurtoeslag) op een bedrag aan kredieten ten belope van maximaal 75 % van de investering. Een uitstel van terugbetaling op de kredieten van maximum 3 jaar wordt toegestaan voor de berekening van de rentebonifikatie. De staat kan bovendien zijn waarborg verlenen voor de aangegane leningen. Daarentegen kan de overheid, voor investeringen boven de 100 miljoen, een tegenprestatie eisen in de vorm van konverteerbare obligaties ten belope van een deel van de rentebonifikatie.
2. een kapitaalpremie die geheel of gedeeltelijk de rente-toelage vervangt en die berekend wordt op basis van een fictief aflossingsplan van 10 jaar. De kapitaalpremie is vrij van vennootschapsbelasting, maar moet van de afschrijfbaar massa worden afgetrokken. In de praktijk blijft als regel gelden dat de verleende steun in rentebonifikatie en kapitaalpremie maximaal op 75 % van het investeringsbedrag mag worden berekend. De kapitaalpremie wordt bovendien slechts verleend in de mate dat minimum 50 % van de investering met eigen middelen wordt gefinancierd en slechts in de mate dat er een positief verschil blijft tussen de maximumgrens van 75 % en het bedrag aan kredieten waarop rentebonifikatie kan worden gegeven.
3. arbeidsplaatspremies die de hoger genoemde voordelen geheel of gedeeltelijk kunnen vervangen. Deze voorziening werd tot nu toe niet in de praktijk omgezet.
4. fiscale voordelen, zoals het toestaan van een afschrijvingsannuïteit die het dubbele bedraagt van de normaal lineaire voor een periode van 3 jaar, vermindering of vrijstelling van de inkomstenbelasting op de niet-vrijgestelde meerwaarden op voorwaarde van herinvestering in de ont-

wikkelingszones, vrijstelling van onroerende voorheffing voor een periode van maximum 5 jaar en vrijstelling van het evenredig recht van inbreng.

Hoger genoemde voordelen zijn door de wet voorziene maximum-voordelen die in de ontwikkelingszones van categorie I worden toegekend; in zones van categorie II met een lagere probleemintensiteit worden lagere voordelen verleend. Het afbakenen van deze zones vormt een probleem op zichzelf en is nog steeds niet aan een oplossing toe. Men kan zich niet van de indruk ontdoen dat andere dan louter economische redenen dit afbakingsvraagstuk hebben beïnvloed en nog beïnvloeden, dit dikwijls ten nadele van Vlaamse ontwikkelingsgebieden. Bovendien moet die afbakening ook beantwoorden aan de normen die de EEG zich stelt. Dit afbakingsprobleem wordt hier verder ter zijde gelaten.

Dit artikel concentreert zich hoofdzakelijk op de bedrijfseconomische implicaties van de voorziene steunmaatregelen. In een eerste deel worden de verleende stimuli gekwantificeerd en herleid tot één enkel cijfer nl. de globale ontvangen steun in procent van de investeringsuitgave en dit onder meerdere hypotesen. Dit eenduidige cijfer biedt dan zeker het voordeel dat het de kandidaat-investeerder op een duidelijker manier informeert over de steun die hij werkelijk kan krijgen, dan de loutere opsomming van de voordelen die al dan niet rechtstreeks met elkaar verbonden zijn tot een moeilijk te doorzien steunpakket, waarbij bovendien de fiscale implicaties zeker niet voor een grotere duidelijkheid zorgen. In tweede instantie wordt de regionale hulp aan bedrijven gesteld tegenover enige functionele doelstellingen van het financieel beleid.

Kwantifikatie van de financiële voordelen verleend door de wet van 30 december 1970 - Bespreking

Het bedrag aan steun dat een kandidaat-investeerder mag verwachten, is in de eerste plaats een feitenkwestie. In de wet zijn slechts criteria voorzien, volgens dewelke de steun kan variëren. De kwantificatiemethode die hier werd gevolgd is dan ook volledig pragmatisch. Het was de bedoeling, vertrekkend van een fictief investeringsproject, de verschillende financiële stimuli te globaliseren in één getal en dat onder meerdere hypotesen. Het ligt voor de hand dat, als men de parameters van het investeringsproject verandert, ook de uiteindelijke geglobaliseerde resultaten daarvan de invloed ondergaan.

Het basisproject waarop de berekeningen zich steunen is een investering van 100 miljoen fr. waarvan 10 mln fr. voor terreinen, 30 mln fr. voor gebouwen en 60 mln fr. voor machines. De onderneming financiert het project ten dele met eigen middelen en ten dele met een langlopende lening aan 9 %¹. Het project wordt uitgevoerd in een ontwikkelingszone van categorie I en komt dus in aanmerking voor de maximale overheidssteun. Er wordt abstraktie gemaakt van het eventuele financiële voordeel i.v.m. de niet vrijgestelde meerwaarden en van de moeilijk kwantitatief te waarderen staatswaarborg. Ten einde rekening te houden met de fiscale implicaties wordt de aanslagvoet van de vennootschapsbelasting (opdecimes en opcentiemes inbegrepen) op 40 % gesteld.

De toegepaste waarderingsmethode is differentieel, d.w.z. dat de kwantifikatie van de steunmaatregelen volgt uit een vergelijking van twee toestanden A en B. A is de toestand van de onderneming die het project uitvoert en geen regionale tegemoetkomingen ontvangt en B is de toestand van de onderneming die hetzelfde project in een ontwikkelingszone uitvoert en dus geniet van de regionale stimuli. Bij de waardering wordt rekening gehouden met het impact van de fiscaliteit op de ontvangen steun. Bovendien worden de resultaten geaktualiseerd zodat het uiteindelijk resultaat een globaal, geaktualiseerd en gedefiscaliseerd bedrag betreft.

De berekeningen werden gemaakt voor :

1. twee steunmaxima : 5 % en 7 % (5 % + 2 % conjunktuoetoeslag) ;
2. drie financieringswijzen : een verhouding eigen middelen/vreemde middelen 60/40, 80/20 en 100/0 ;
3. twee reeksen exploitatieresultaten : een eerste reeks exploitatieresultaten is voldoende positief zodat ieder jaar de fiscale implicaties maximaal kunnen doorwegen op de ontvangen steun, terwijl een tweede reeks exploitatieresultaten negatief is, zodat er een minimale fiscalisatie van de steun optreedt ;
4. voor en na het impact van de vennootschapsbelasting op de bekomen steun, waarvan vooral de gedefiscaliseerde vorm belang heeft.

De waarderingsmethode leidt aldus tot 24 resultaten die opgenomen werden in tabel 1².

Tabel 1 : Resultatentabel : Geglobaliseerde en geaktualiseerde steun verleend door de wet van 30 december 1970 in procent van het investeringsbedrag (a).

		60/40		80/20		100/0	
		+	—	+	—	+	—
5 %	V	21,83	17,91	22,22	18,30	22,61	18,69
	N	16,02	17,91	16,73	18,30	17,45	18,69
7 %	V	27,36	23,44	27,75	23,83	28,13	24,21
	N	19,68	23,44	20,58	23,83	21,48	24,21

(a) 60/40 ... duidt op de financieringswijze ;

+ staat voor voldoende positieve exploitatieresultaten ;

— staat voor negatieve exploitatieresultaten ;

5 % en 7 % duiden op de rentebonifikatie die de overheid toepast ;

V geeft de geaktualiseerde en geglobaliseerde resultaten zonder rekening te houden met de invloed van de vennootschapsbelasting ;

N geeft geglobaliseerde, geaktualiseerde en gedefiscaliseerde resultaten.

De interpretatie van het berekende cijfermateriaal moet voorzichtig worden doorgevoerd. Dit volgt onmiddellijk uit het feit dat de reëel bekomen steun een feitenkwestie is. Toch kunnen enige merkwaardige bedenkingen worden vastgeknoopt aan de resultatentabel. Vooraf weze nogmaals opgemerkt dat de waarderingsmethode gebaseerd is op hypotesen waarvan één, nl. die over het exploitatieresultaat, de realiteit niet dekt maar veeleer uiterste situaties aangeeft. De bekomen globale steunniveaus mogen dan ook als maximum- en minimumgrenzen worden beschouwd, waartussen het reële steunpakket zich zal bevinden in functie van het reële verloop van de exploitatieresultaten.

Economische versus politieke efficiëntie

Zoals vele wetten is de wet van 30 december 1970 een 'politiek antwoord' op een probleemsituatie. De wetten op de economische expansie die aan de huidige voorafgingen, getuigen van dezelfde realiteit. Onvermijdelijk brengt dat met zich mee dat dergelijke wetten technisch (economisch) niet optimaal zijn. Dergelijke overwegingen raken onmiddellijk aan het probleem van 'de overheid in de economie' en doen de vraag stellen naar de criteria waaraan 's lands bestel zou moeten beantwoorden om economisch optimale en politiek haalbare maatregelen te laten samenvallen³. Deze kritiek wordt hier niet gevoerd. Dit houdt meteen de aanvaarding in zich van een zekere economische inefficiëntie van de regionale overheidssteun⁴. Bovendien zal een dergelijke wetgeving eerder de evolutie volgen dan ze voorafgaan en in casu werken vanuit een bestaande wetgeving op het economisch leven, de sociale problemen, de fiscaliteit enz. De stimuli die de wetgever voorziet in zijn regionale expansiewet zijn dan ook een verzameling van werkelijke premies, het intrekken of verminderen van onder normale omstandigheden geldende fiscale lasten, het aanvaarden van extra-posten die het belastbaar inkomen verminderen enz. Op al deze maatregelen speelt dan nog eens de vennootschapsbelasting in, zodat een deel van de voordelen terug naar de fiskus gaat.

Doorzichtigheid in de steun

Een dergelijk kluwen van regionale stimuli is zeker niet van aard om voor de kandidaat-investeerder een duidelijke situatie te scheppen. Eén van de doelstellingen van dit artikel was trouwens om langs een waarderingsmethode te komen tot één globaal cijfer dat het steunniveau aangeeft (zie tabel I). De eis voor een grotere doorzichtigheid en eenvoud lijkt dan ook gewettigd⁵.

¹ De diskonteringsfaktor is eveneens gebaseerd op een rentevoet van 9 %

² Belangstellenden kunnen op de redactie een document aanvragen waarin de werkwijze onder de hypotesen 5 % steun, 60/40 financieringsverhouding en positieve exploitatieresultaten uitvoerig wordt toegelicht.

³ E. Van Broekhoven, « Theoretische grondslag van de overheidsinterventie », *De overheid in de gemengde economie*, Xlde VWEK, Leuven 1973.

⁴ Het volstaat in dit verband te verwijzen naar het kommunautair probleem dat duidelijk doorspeelt in economische aangelegenheden.

⁵ Ook de Commissie van de Europese Gemeenschappen dringt in haar « Eerste resolutie van 20 oktober 1971 betreffende de algemene steunregelingen met regionale strekking », verschenen in het *Publikatieblad van de Europese Gemeenschappen*, nr. C 111, aan op een grotere duidelijkheid.



Foto : H. Maertens, Brugge



Foto : Persfoto Siemens

de weerslag van de rentebonifikatie op het rendabiliteits-koncept.

Volgende formules worden ingevoerd :

$$R_{TK} = \frac{W}{TK} = \frac{W}{O} \times \frac{O}{TK}$$

$$R_{EK} = \frac{W - FL}{EK}$$

$$L = \left(1 - \frac{FL}{W}\right) \times \frac{TK}{EK}$$

$$R_{EK} = L \times R_{TK} = L \times \frac{W}{O} \times \frac{O}{TK}$$

waarin :

R_{TK} = rendabiliteit van het totaal kapitaal (TK)

R_{EK} = rendabiliteit van het eigen kapitaal (EK)

L = financiële hefboom (financial leverage)

W = winst voor financiële lasten

FL = financiële lasten.

O = omzet.

De R_{TK} is een technisch-organisatorisch instrument berustend op omzet, bedrijfskosten, rotatie van het kapitaal enz. en als dusdanig niet direct beïnvloedbaar door de rentebonifikatie. De R_{EK} echter is veeleer een financiële aangelegenheid die direct de invloed van de FL (en dus van de rentetoelage) ondergaat. Deze invloed manifesteert zich vooral langs de financiële hefboomwerking (L). Deze techniek bestaat hierin dat men de rendabiliteit van de eigen middelen kan verbeteren door het aanwenden van vreemd vermogen. Het is duidelijk dat dit slechts opgaat in de mate dat $L > 1$. Uit de opgegeven formules volgt dat dit slechts kan indien

$$R_{TK} > \frac{FL}{TK - EK} \text{ of met andere woorden indien de ren-}$$

dabiliteit van het totaal kapitaal groter is dan de financiële lasten in procent uitgedrukt t.o.v. het vreemd vermogen. Uit de structuur van L volgt bovendien dat de mate van de 'financial leverage' afhankelijk zal zijn van de financieringsstructuur ($\frac{TK}{EK}$) en de hoogte van de

$$\text{financiële lasten} \left(1 - \frac{FL}{W}\right).$$

Het is duidelijk dat de rentetoelage, langs de daling van de FL , een positieve invloed heeft op de hefboomwerking en dus op de R_{EK} . Deze invloed zal des te positiever zijn naarmate met meer vreemd vermogen wordt gefinancierd ($\frac{TK}{EK}$ stijgt in dit geval)¹⁰. Gesteld bijvoor-

beeld dat in het hoger genoemd project (100 miljoen gefinancierd in een 60/40 verhouding) een verdere behoefte is aan vlottende activa van 50 miljoen fr., die worden gefinancierd met 20 miljoen fr. eigen middelen en 30 miljoen fr. vreemde middelen¹¹ waarvan de kost 7 % bedraagt, dan krijgt men volgend beeld : $TK = 150$ mln fr., $EK = 80$ mln fr., gemiddelde financiële last = 8 %¹². Dit impliceert dat de financiering met vreemd vermogen slechts interessant wordt als de $R_{TK} > 8$ %.

Gedurende de aanvangsjaren van een project is de kans reëel dat daar niet aan voldaan is, zodat de R_{EK} negatief wordt beïnvloed. Door de rentebonifikatie echter valt de gemiddelde financiële last op 5,3 %¹³; van zodra de onderneming in haar startjaren een R_{TK} van 5,3 % overschrijdt, wordt de R_{EK} opgetild door de hefboomtechniek. Na de periode van rentetoelage (5 jaar) wordt het bedrijf verondersteld zelf de volledige FL te dragen zodat een minimum R_{TK} van 8 % pas dan nodig is. Op deze manier beantwoordt de rentetoelage duidelijk aan het principe van 'hulp bij de start'.

Het is echter juist in deze laatste overweging dat ook een gevaar schuilt, nl. het gevaar dat het project slechts rendabel zou worden door de rentetoelage en dat de R_{EK} , die de onderneming langs de hefboomtechniek had opgebouwd, plots gaat afbrokkelen als de rentetoelage wegvalt na de periode van 5 jaar en de 'leverage' kleiner wordt dan 1. Deze toestand is des te gevaarlijker naarmate de financiële structuur zwakker is en dit wegens het multiplikatief effect van deze structuur op L . *Conditio sine qua non* blijft dan ook dat de onderneming bij machte moet zijn om, zoals ieder gezond bedrijf, zijn rendabiliteit te ondersteunen en dit ook zonder overheidssteun.

Likwiditeit en solvabiliteit

Het aantrekkelijk maken van de financiering met vreemde middelen kan in het voornoemde negatief geval nefast inwerken op de likwiditeitspositie. Inderdaad, het bedrijf met een afbrokkelende rendabiliteit en een reeds zwakke financiële structuur loopt het gevaar dat de banken en ook de leveranciers zich gereserveerd gaan opstellen. Meteen bestaat het gevaar dat de afschrijvingen vastlopen in de financiering van de vlottende activa, wat vervangings- en expansie-investeringen uitermate bemoeilijkt.

Uiteindelijk moet ook rekening worden gehouden met de invloed van de overheidssteun op de solvabiliteitspositie. Gesteld dat de onderneming haar rendabiliteit van het totaal kapitaal boven de gangbare financieringslast op het vreemd vermogen kan brengen, zodat de hefboomwerking in ieder geval positief is en blijft, dan nog bestaat het risico dat al te gemakkelijk vreemd vermogen wordt opgenomen omwille van de rentebonifikatie. Het gevaar bestaat hierin dat de terugbetalingsverplichting wordt onderschat; zoals hoger reeds werd gezegd, vereist de financiële theorie dat bij financiering van een project met vreemd vermogen zowel een technische als een financiële afschrijving wordt doorgevoerd. Deze financiële afschrijving wordt weliswaar tijdelijk voor een periode van 3 jaar vergemakkelijkt door de fiscaal toegelaten dubbele afschrijvingsannuïteit, maar ook nadien moet men deze afschrijvingen op hetzelfde peil houden, zelfs al zijn ze op dit ogenblik niet meer fiscaal aftrekbaar. Het doorvoeren van en de technische en de financiële afschrijving veronderstelt echter een project met een zeer stevig rendabiliteitspotentieel.

Het is bijgevolg goed dat de wetgever in de wet zelf maatregelen heeft getroffen om de financiering met eigen middelen aan te moedigen (nl. de kapitaalpremie) en om een excessieve financiering met vreemde fondsen tegen te gaan (nl. het vereisen van een tegenprestatie in de vorm van konverteerbare obligaties ten belope van een

¹⁰ Dit opdrijven van de financiering met vreemd vermogen omwille van de hefboomtechniek is natuurlijk begrensd door andere overwegingen zoals bijvoorbeeld solvabiliteit.

¹¹ Leverancierskrediet, bankkrediet enz.

¹² 40 mln lening à 9 % en 30 mln krediet à 7 %.

¹³
$$\frac{(9\% - 5\%) \times 40 + 7\% \times 30}{70} = 5,3\%$$



Foto : Persfoto Siemens

de weerslag van de rentebonifikatie op het rendabiliteits-koncept.

Volgende formules worden ingevoerd :

$$R_{TK} = \frac{W}{TK} = \frac{W}{O} \times \frac{O}{TK}$$

$$R_{EK} = \frac{W - FL}{EK}$$

$$L = \left(1 - \frac{FL}{W}\right) \times \frac{TK}{EK}$$

$$R_{EK} = L \times R_{TK} = L \times \frac{W}{O} \times \frac{O}{TK}$$

waarin :

R_{TK} = rendabiliteit van het totaal kapitaal (TK)

R_{EK} = rendabiliteit van het eigen kapitaal (EK)

L = financiële hefboom (financial leverage)

W = winst voor financiële lasten

FL = financiële lasten.

O = omzet.

De R_{TK} is een technisch-organisatorisch instrument berustend op omzet, bedrijfskosten, rotatie van het kapitaal enz. en als dusdanig niet direct beïnvloedbaar door de rentebonifikatie. De R_{EK} echter is veeleer een financiële aangelegenheid die direct de invloed van de FL (en dus van de rentetoelage) ondergaat. Deze invloed manifesteert zich vooral langs de financiële hefboomwerking (L). Deze techniek bestaat hierin dat men de rendabiliteit van de eigen middelen kan verbeteren door het aanwenden van vreemd vermogen. Het is duidelijk dat dit slechts opgaat in de mate dat $L > 1$. Uit de opgegeven formules volgt dat dit slechts kan indien

$$R_{TK} > \frac{FL}{TK - EK} \text{ of met andere woorden indien de ren-}$$

dabiliteit van het totaal kapitaal groter is dan de financiële lasten in procent uitgedrukt t.o.v. het vreemd vermogen. Uit de structuur van L volgt bovendien dat de mate van de 'financial leverage' afhankelijk zal zijn van de financieringsstructuur ($\frac{TK}{EK}$) en de hoogte van de

$$\text{financiële lasten} \left(1 - \frac{FL}{W}\right).$$

Het is duidelijk dat de rentetoelage, langs de daling van de FL , een positieve invloed heeft op de hefboomwerking en dus op de R_{EK} . Deze invloed zal des te positiever zijn naarmate met meer vreemd vermogen wordt gefinancierd ($\frac{TK}{EK}$ stijgt in dit geval)¹⁰. Gesteld bijvoor-

beeld dat in het hoger genoemd project (100 miljoen gefinancierd in een 60/40 verhouding) een verdere behoefte is aan vlottende activa van 50 miljoen fr., die worden gefinancierd met 20 miljoen fr. eigen middelen en 30 miljoen fr. vreemde middelen¹¹ waarvan de kost 7 % bedraagt, dan krijgt men volgend beeld : $TK = 150$ mln fr., $EK = 80$ mln fr., gemiddelde financiële last = 8 %¹². Dit impliceert dat de financiering met vreemd vermogen slechts interessant wordt als de $R_{TK} > 8 \%$.

Gedurende de aanvangsjaren van een project is de kans reëel dat daar niet aan voldaan is, zodat de R_{EK} negatief wordt beïnvloed. Door de rentebonifikatie echter valt de gemiddelde financiële last op 5,3 %¹³; van zodra de onderneming in haar startjaren een R_{TK} van 5,3 % overschrijdt, wordt de R_{EK} opgetild door de hefboomtechniek. Na de periode van rentetoelage (5 jaar) wordt het bedrijf verondersteld zelf de volledige FL te dragen zodat een minimum R_{TK} van 8 % pas dan nodig is. Op deze manier beantwoordt de rentetoelage duidelijk aan het principe van 'hulp bij de start'.

Het is echter juist in deze laatste overweging dat ook een gevaar schuilt, nl. het gevaar dat het project slechts rendabel zou worden door de rentetoelage en dat de R_{EK} , die de onderneming langs de hefboomtechniek had opgebouwd, plots gaat afbrokkelen als de rentetoelage wegvalt na de periode van 5 jaar en de 'leverage' kleiner wordt dan 1. Deze toestand is des te gevaarlijker naarmate de financiële structuur zwakker is en dit wegens het multiplikatief effect van deze structuur op L . *Conditio sine qua non* blijft dan ook dat de onderneming bij machte moet zijn om, zoals ieder gezond bedrijf, zijn rendabiliteit te ondersteunen en dit ook zonder overheidssteun.

Likwiditeit en solvabiliteit

Het aantrekkelijk maken van de financiering met vreemde middelen kan in het voornoemde negatief geval nefast inwerken op de likwiditeitspositie. Inderdaad, het bedrijf met een afbrokkelende rendabiliteit en een reeds zwakke financiële structuur loopt het gevaar dat de banken en ook de leveranciers zich gereserveerd gaan opstellen. Meteen bestaat het gevaar dat de afschrijvingen vastlopen in de financiering van de vlottende activa, wat vervangings- en expansie-investeringen uitermate bemoeilijkt.

Uiteindelijk moet ook rekening worden gehouden met de invloed van de overheidssteun op de solvabiliteitspositie. Gesteld dat de onderneming haar rendabiliteit van het totaal kapitaal boven de gangbare financieringslast op het vreemd vermogen kan brengen, zodat de hefboomwerking in ieder geval positief is en blijft, dan nog bestaat het risico dat al te gemakkelijk vreemd vermogen wordt opgenomen omwille van de rentebonifikatie. Het gevaar bestaat hierin dat de terugbetalingsverplichting wordt onderschat; zoals hoger reeds werd gezegd, vereist de financiële theorie dat bij financiering van een project met vreemd vermogen zowel een technische als een financiële afschrijving wordt doorgevoerd. Deze financiële afschrijving wordt weliswaar tijdelijk voor een periode van 3 jaar vergemakkelijkt door de fiscaal toegelaten dubbele afschrijvingsannuïteit, maar ook nadien moet men deze afschrijvingen op hetzelfde peil houden, zelfs al zijn ze op dit ogenblik niet meer fiscaal aftrekbaar. Het doorvoeren van en de technische en de financiële afschrijving veronderstelt echter een project met een zeer stevig rendabiliteitspotentieel.

Het is bijgevolg goed dat de wetgever in de wet zelf maatregelen heeft getroffen om de financiering met eigen middelen aan te moedigen (nl. de kapitaalpremie) en om een excessieve financiering met vreemde fondsen tegen te gaan (nl. het vereisen van een tegenprestatie in de vorm van konverteerbare obligaties ten belope van een

¹⁰ Dit opdrijven van de financiering met vreemd vermogen omwille van de hefboomtechniek is natuurlijk begrensd door andere overwegingen zoals bijvoorbeeld solvabiliteit.

¹¹ Leverancierskrediet, bankkrediet enz.

¹² 40 mln lening à 9 % en 30 mln krediet à 7 %.

¹³ $\frac{(9\% - 5\%) \times 40 + 7\% \times 30}{70} = 5,3\%$

deel van rentetoelage voor investeringen boven de 100 miljoen)¹⁴. Bovendien zet de wetgever de investeerder er ook toe aan te financieren met voldoende eigen middelen door de kapitaalpremie slechts te verlenen indien minimum 50 % van de investering met eigen middelen wordt gefinancierd.

Dit houdt in dat bij een 40/60 financiering uit het hoger beschreven investeringsproject wel een rentetoelage wordt verleend op 60 miljoen fr. vreemde middelen, maar dat geen kapitaalpremie wordt toegekend. Het toepassen van de waarderingsmethode levert in het geval van 5 % rentetoelage een steun na belasting op van 13,3 % bij positieve resultaten en 14,76 % bij negatieve resultaten. Bij 7 % rentebonifikatie wordt dat respectievelijk 15,95 % en 19,19 %. Deze cijfers liggen in vergelijking met de 60/40 financiering (zie tabel 1) naargelang van het geval een 3 tot 4 procentpunten lager. Voor de investeerder is het dus wel interessant te financieren met minimum 50 % eigen middelen, zodat hij ook van de kapitaalpremie kan genieten.

Een verdere stimulans om te financieren met eigen middelen ligt ook nog hierin dat de vrijstelling van onroerende voorheffing momenteel slechts wordt verleend voor vijf jaar in zoverre minimaal met 75 % eigen middelen wordt gefinancierd en voor drie jaar in zoverre minstens 50 % eigen kapitaal voorhanden is.

Een selectiviteit ten gunste van goede investeringsprojecten en solvabele ondernemingen kan ook worden bereikt in de mate dat de overheid zeer selectief is in het verlenen van de staatswaarborg; inderdaad, door deze wijze van optreden wordt verhinderd dat de geldschietende financiële instelling zich steeds volledig gedekt weet, ook al gaat het om kredieten voor minder goede projecten.

Uit de resultatentabel (tabel 1) kan in verband met de financieringsstructuur nog een bemerking worden afgeleid. Het blijkt inderdaad dat een sterkere financieringsstructuur een lichtjes hoger steunniveau oplevert na belastingen en in de mate dat voldoende positieve resultaten worden geboekt. Vóór belastingen echter en/of bij negatieve exploitatie wordt meer steun gegeven aan het bedrijf met de zwakkere financiële structuur. De verklaring hiervoor ligt enerzijds in het feit dat bij de berekening van de kapitaalpremie in het fiktieve aflossingsplan geen uitstel van terugbetaling wordt aanvaard en anderzijds in het feit dat de rentetoelage wordt belast gedurende een periode van 5 jaar, terwijl bij de kapitaalpremie onrechtstreeks belasting wordt geheven door de vermindering van de afschrijfbaar massa, waardoor die belastingsdruk over de gehele levensduur van het pro-

jekt wordt uitgesmeerd; de diskontering zorgt er dan voor dat de belastingsdruk op de kapitaalpremie iets milder is dan op de rentetoelage. Volgende tabel geeft een duidelijker voorstelling van zaken door de geaktualiseerde waarde van de kapitaalpremie in procent van de eigen middelen die in aanmerking komen voor de premie, te stellen tegenover de geaktualiseerde relatieve waarde van de rentebonifikatie. Deze cijfers zijn onafhankelijk van de financiële structuur.

Tabel 2 : Geaktualiseerde relatieve steunintensiteit van de kapitaalpremie (K) en de rentetoelage (R).

	5 %		7 %	
	+	—	+	—
R	19,15	19,15	26,53	26,53
K	18,39	18,39	25,75	25,75
N				
R	12,45	19,15	17,21	26,53
K	13,91	18,39	19,49	25,75

Uit tabel 2 blijkt duidelijk dat de kapitaalpremie slechts interessanter wordt bij een durende reeks van positieve exploitatieresultaten. In de praktijk echter zullen de eerste exploitatie-jaren dikwijls negatief zijn zodat uiteindelijk de rentebonifikatie wellicht interessanter blijft. Het lijkt daarom wenselijk, dit met het oog op het stimuleren van een financiering met eigen middelen en een gezonde, solvabele financiële structuur, dat de wetgever iets toeschietelijker zou zijn met de kapitaalpremie. In de berekening van deze premie zou men bijvoorbeeld, zoals bij de rentetoelage, even goed een uitstel van terugbetaling van 3 jaar kunnen inkalkuleren in het fiktief aflossingsplan.

Besluit

Als besluit mogen een drietal punten nogmaals worden naar voren gebracht. Vooreerst zou moeten worden gestreefd naar een grotere doorzichtigheid van de overheidssteun. Dit zou zowel de kandidaat-investeerder duidelijker informatie geven, als de mogelijkheid scheppen om op EEG-niveau controle uit te oefenen op een eventuele nefaste overbiedingspolitiek van een der lidstaten. Vervolgens zou in de wet een grotere selectiviteit moeten worden ingebouwd ten gunste van de stuwende en werkelijk rendabele projecten. Tenslotte lijkt een gunstiger regime voor de financiering met eigen middelen nuttig met het oog op een gezonde en solvabele financiële structuur in de ondernemingen.

¹⁴ Deze bepaling werd wellicht veeleer onder politieke druk in de wet opgenomen, dan wel met het oog op het verhinderen van een excessieve financiering met vreemde middelen.