

14.03.2023

LA RÉFORME FISCALE PROPOSÉE PAR LE MINISTRE DES FINANCES

IMPACT SUR L'ÉCONOMIE RÉELLE - IMPACT BUDGÉTAIRE

Cette note a pour but de tirer la sonnette d'alarme compte tenu de l'impact négatif grave sur l'économie réelle de certaines mesures évoquées dans l'avant-projet de loi mettant en œuvre la première phase de la vaste réforme fiscale, préparée par le cabinet du ministre des Finances.

À ce stade, le document se limite aux préoccupations les plus importantes. Les points douloureux soulevés ne sont pas exhaustifs, par exemple, les problèmes incluent (i) l'exclusion des indépendants et de ceux qui opèrent par l'intermédiaire de sociétés de gestion du régime des options sur actions et des plans d'action (profils généralement convoités avec une grande expertise) ; (ii) la détermination sans fondement et étrange des valeurs minimales des options sur actions et des actions dans le cadre des plans d'actions, alors que cela peut être facilement établi par des rapports d'évaluation objectifs et des rapports d'auditeurs ; etc.

L'avant-projet de loi mettant en œuvre la vaste réforme fiscale I envisage plusieurs mesures (en ce compris de bonnes mesures) qui fourniraient au Trésor un montant moindre de recettes fiscales, mais qui seraient compensées par une série de mesures, dont certaines inhiberont de manière significative l'esprit d'entreprise et la croissance de l'économie réelle (les mesures compensatoires).

Les mesures compensatoires les plus importantes ayant un impact négatif sur l'économie réelle concernent les ajustements suivants :

- le régime de déduction des RDT et d'exonération des plus-values sur actions à l'impôt des sociétés, qui, selon la note budgétaire, devrait rapporter au Trésor 847,54 millions d'euros en 2024, 952,24 millions d'euros en 2025 et 997,11 millions d'euros en 2026.
- la taxation plus élevée des actionnaires actifs sur le rendement de leurs actions dans la société (rubrique "Plans d'options - Carried Interest Scheme - Management Incentive Schemes"). Les recettes pour le Trésor sont estimées dans la note budgétaire à 310,91 millions d'euros pour chacune des années 2024, 2025 et 2026. En ce qui concerne la taxation plus élevée des actionnaires actifs ("rendement excédentaire" ; carried interest), les recettes sont budgétisées séparément à 40 millions d'euros par an.

1. L'ÉCRASEMENT DES START-UPS JUSQU'AUX ENTREPRISES DE CROISSANCE PLUS MATURES

A. CONTEXTE

Contrairement à ses pays voisins, la Belgique compte relativement peu de grandes entreprises cotées en bourse ou de multinationales. Au contraire, l'économie belge est une économie de PME par excellence.

Pour financer ses activités et sa croissance, une PME a besoin d'attirer des financements. Essentiellement, ce financement peut se faire soit par le biais d'un financement bancaire, soit en levant des fonds sur le marché privé.

Capital-risque (Venture Capital) et capital-investissement (Private Equity)

Le capital-risque peut être défini simplement comme l'apport d'un financement aux entreprises en phase de démarrage, au stade de sa création, du développement en stade précoce et de l'expansion de l'entreprise. Le capital-risque est un sous-ensemble du capital-investissement, dans lequel le capital-investissement fournit également des financements aux PME en phase d'expansion qui ne sont pas cotées en bourse (sociétés de croissance).

Compte tenu du profil de risque de ces investissements, ce qui est d'autant plus vrai pour les investissements en capital-risque, les banques ou les grands investisseurs sont réticents à financer ces PME.

Par conséquent, ces PME dépendent d'autres méthodes de financement, et en particulier (en plus des *business angels* dans la phase de développement très précoce d'une PME) du financement par les fonds de capital-risque ou les fonds de capital-investissement (fonds VC respectivement fonds PE).

Un fonds est créé et géré par des entrepreneurs possédant une expertise particulière dans la niche dans laquelle le fonds investira, par exemple la biotechnologie, le secteur pharma, les entreprises technologiques, le secteur de la consommation, etc.

Le fonds lève des capitaux sur le marché privé, après quoi le gestionnaire du fonds investit ces fonds de manière ciblée dans diverses PME d'un secteur donné, selon des critères d'investissement prédéfinis, ce qui permet de diversifier les risques pour les investisseurs.

Ces fonds ont donc avantages :

- Que les PME (aux différents stades de leur développement) aient accès au financement fourni par le marché privé ;
- En plus de ce financement, les PME bénéficient de l'expertise des acteurs du fonds dans le domaine d'activité spécifique de la PME ;
- L'épargne des investisseurs est activée en accédant à des PME prometteuses (des start-ups aux entreprises de croissance plus matures) par l'intermédiaire du fonds, sélectionnées par un gestionnaire ayant une expertise dans le domaine d'activité spécifique des PME et selon le principe de la diversification des risques pour l'investisseur.

Selon les chiffres d'Invest Europe, les investissements de capitaux privés dans l'économie réelle belge s'élèvent à 4 milliards d'euros en 2021 seulement. L'investissement en capital de croissance a doublé en 2021. La Belgique compte environ un millier de PME financées par des capitaux privés, ce qui représente 200.000 emplois. En 2020, par exemple, 7.872 emplois supplémentaires ont été créés grâce au Venture Capital et au Private Equity.

Comme le montrent de nombreuses études, le Venture Capital et le Private Equity stimulent efficacement l'économie réelle, favorisent l'innovation, la croissance, l'esprit d'entreprendre, l'emploi et augmentent la compétitivité de nos PME. En outre, l'on peut également faire référence à un certain nombre de réussites belges bien connues qui ont été soutenues et financées de cette manière par le Venture Capital et le Private Equity, telles que Deliverect, Odoo, Ablynx, Team.blue, Collibra, etc.

Cadre actuel du marché en capitaux privés : la société d'investissement

Depuis les années 1980, plusieurs gouvernements successifs ont tenté d'activer les montants élevés d'épargne "inactive" des Belges afin qu'ils puissent être investis dans l'économie réelle. À ce jour, cette

action est organisée par le biais de diverses mesures, telles qu'entre autres le tax shelter pour les start-ups et les entreprises en croissance ou la facilitation des écosystèmes technologiques et biotechnologiques.

Dans le même contexte, et à la suite de la bulle Internet, une société d'investissement spécifique a été créée par la loi du 22 avril 2003, à savoir la "Pricaf Privée", dans le but précis d'activer l'épargne par le biais d'un véhicule d'investissement géré par des professionnels et bénéficiant d'un cadre fiscal clair. L'exposé des motifs de cette loi mentionne clairement comme but, la stimulation du marché en capitaux privés :

" La présente proposition de loi vise à compléter la législation sur les organismes de placement collectif (OPC) afin de créer le cadre légal d'un instrument d'investissement qui apporte une réponse spécifique aux besoins du marché en capitaux privés.

Elle crée en Belgique, pour la première fois, l'encadrement légal d'une société privée, non cotée, qui encourage des investisseurs privés à investir dans du capital à risque, non coté, sans être contraints à constituer eux-mêmes une société à cette fin et d'en assurer la gestion pour une période indéterminée. Cela implique :

– qu'ils peuvent bénéficier des avantages économiques liés à la dispersion des risques et à la gestion professionnelle des fonds rassemblés ;

– qu'ils peuvent récupérer leur investissement après un certain temps, produits inclus, de manière simple et organisée, sans pour autant devoir recourir à une cotation boursière ;

– que l'utilisation d'une telle société, dénommée « pricaf privée », leur offre un traitement fiscal neutre. Cela doit se comprendre dans le sens que la transition des produits d'investissement à travers la société n'entraînera pas une taxation moins favorable que dans le cas d'un investissement direct et sans utilisation de cette société ".

D'ailleurs, le Luxembourg a trouvé l'idée tellement intéressante qu'il a copié la Pricaf Privée (la SICAR luxembourgeoise), mais en l'améliorant. Après plusieurs adaptations à son statut (qui était trop étroitement réglementé du point de vue du droit financier), et surtout depuis l'intervention de 2018 (entre autres, plus d'interdiction de principe des participations de contrôle), l'on a assisté à une croissance exponentielle du nombre de Pricaf Privées. Il existe aujourd'hui 177 Pricaf Privée, dont 132 ont été créés depuis 2018. Cela montre le succès de ce véhicule qui permet d'activer l'épargne en l'injectant dans l'économie par le biais d'un fonds géré par des professionnels.

Le régime Pricaf Privée a été introduit principalement pour les investisseurs privés, étant donné qu'un cadre fiscal avait déjà été créé pour les investisseurs sociétés (sous le gouvernement Dehaene II) dans l'arrêté royal du 20 décembre 1996 pour les investissements dans des sociétés d'investissement, dans le but d'encourager le marché des capitaux privés et les investissements dans l'économie réelle qui s'ensuivent (voir d'ailleurs la phrase soulignée dans la citation ci-dessus de l'Exposé des motifs de la loi de 2003). En effet, l'arrêté royal susmentionné prévoit que tant les sociétés d'investissement que les sociétés investisseuses ne doivent pas remplir la condition de participation¹ et la condition de durée de détention² pour la déduction RDT (exonération fiscale des dividendes perçus, également applicable à l'exemption fiscale des plus-values réalisées).

¹ Détenir une participation dans le capital d'au moins 10 % ou ayant une valeur d'acquisition d'au moins 2,5 millions d'euros.

² Les actions doivent être détenues en pleine propriété depuis au moins un an, de manière ininterrompue.

Cela se justifie par le fait que les investisseurs ne peuvent généralement pas remplir la condition de participation dans le cadre d'un fonds qui justement lève des capitaux auprès d'une multitude d'investisseurs. En outre, dans le contexte de la diversification des risques et certainement dans l'environnement du Venture Capital, le fonds ne remplis principalement pas (en permanence) la condition de participation (par exemple, en raison d'investissements supplémentaires effectués par d'autres fonds). Par ailleurs, il convient de noter que l'actionnaire de la société investisseuse est imposé sur le rendement distribué par cette société investisseuse en tant que revenu mobilier (précompte mobilier).

Il devrait être souligné que la neutralité fiscale, c'est-à-dire l'exemption fiscale des plus-values réalisées sur les actions et des dividendes perçus, n'est garantie que si la condition de taxation (la troisième condition pour la déduction RDT) est remplie. Cela signifie que le bénéfice sous-jacent aux dividendes ou aux plus-values sur actions doit être imposé selon les critères fixés par le législateur. Si ce n'est pas le cas, les dividendes ou les plus-values réalisées sur les actions seront imposés au niveau de la société d'investissement.

Le cadre créé par le législateur a également démocratisé le marché en capitaux privés, puisque même ceux qui ne peuvent pas réaliser un investissement égal à 10 % du capital ou d'une valeur d'acquisition de 2,5 millions d'euros peuvent investir dans le Venture Capital ou le Private Equity sur un pied d'égalité.

Comme indiqué précédemment, ces mesures ont permis au marché en capitaux privés de connaître un succès grandissant.

Les sociétés d'investissement (par l'intermédiaire de leur gestionnaire) sont soumises à la réglementation financière

Les sociétés d'investissement en Venture Capital et en Private Equity auxquelles il est fait référence sont des organismes de placement collectif alternatifs ("OPCA") qui, par l'intermédiaire de leur gestionnaire, sont soumis aux dispositions de la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires (la "loi OPCA") et à la surveillance prudentielle de la FSMA (et de la Trésorerie dans le cas des Pricaf Privée).

La loi OPCA est très claire sur le fait que les holdings ne peuvent pas être des sociétés d'investissement.

Il est à noter que la notion fiscale de société d'investissement ne fait pas référence à la législation financière. La loi fiscale définit une société d'investissement comme une société dont l'activité est le placement collectif de capitaux. Toutefois, le Service des Décisions Anticipées a adopté dans sa pratique plusieurs critères afin de déterminer si une société peut qualifier de société d'investissement, notamment en se référant à la loi OPCA pour les fonds de Venture Capital ou de Private Equity.

B. RUPTURE ENVISAGÉE PAR LE MINISTRE DES FINANCES DE L'ECOSYSTEME VC ET PE

Selon l'avant-projet de loi actuel, les sociétés d'investissement et les sociétés investissant dans ces sociétés d'investissement ne bénéficieront désormais d'une exonération des plus-values et des dividendes (actuellement déduction RDT) que si la condition de participation et la période de détention sont également respectées.

Toutefois, dans les plans initiaux du ministre des Finances, l'intention était d'abolir uniquement le régime fiscal de la SICAV RDT (qui n'est pas un OPCA). Le fait que seuls les SICAV RDT seraient visées est d'ailleurs explicité dans la note budgétaire actuelle.

En d'autres termes, l'avant-projet actuel va beaucoup plus loin, puisqu'il vise toutes les sociétés d'investissement et donc également les sociétés d'investissement en Venture Capital et en Private Equity (OPCA).

Nous supposons que le ministre des Finances n'a pas tenu compte du fait que les sociétés d'investissement en Venture Capital et en Private Equity seraient affectées par une telle mesure. Nous pouvons le supposer sur la base de la note budgétaire qui ne fait référence qu'aux SICAV RDT de sorte que l'impact fiscal sur les OPCA (les sociétés d'investissement Venture Capital et en Private Equity) n'a pas été (ou semble ne pas avoir été) inclus dans le tableau.

Si ce n'était pas une erreur, cela signifierait que l'écosystème construit depuis 1996 sous le gouvernement Dehaene II disparaîtrait soudainement, avec des conséquences importantes pour l'économie réelle :

- Cette nouvelle réglementation sonnera de facto le glas du secteur du Venture Capital et probablement aussi d'une grande partie du secteur du Private Equity en Belgique, car les fonds belges seront fortement désavantagés par rapport aux fonds étrangers.

En effet, les fonds qui ne remplissent pas ou plus la condition de participation (par exemple, parce que d'autres investisseurs investissent également dans les PME concernées) seront imposés sur les dividendes ou les plus-values sur actions à hauteur de 25 %. En outre, les sociétés investisseuses qui ne remplissent pas la condition de participation seront à nouveau imposées à hauteur de 25 % sur les dividendes reçus du fonds. Lors de la distribution des revenus par la société investisseuse, la distribution sera à nouveau imposée sous le régime du précompte mobilier (de 30 % en principe). Il s'agit d'une augmentation considérable de la charge fiscale qui va totalement à l'encontre de la philosophie de l'écosystème décrite ci-dessus.

- Les fonds étrangers sont toujours organisés de manière qu'aucun impôt ne soit dû au niveau du fonds. Les revenus ne sont pas imposables ou alors les fonds sont fiscalement transparents. La charge fiscale au niveau de la société d'investissement belge incitera les investisseurs belges et étrangers à n'investir que dans des fonds non belges, car ceux-ci sont susceptibles d'offrir des rendements plus élevés en raison de l'absence d'imposition au niveau du fonds.
- Les fonds belges seront donc chassés de Belgique par la taxation des fonds, et le nombre d'initiatives de fonds belges chutera. Les entreprises belges deviendront alors dépendantes des fonds non belges pour poursuivre leur croissance. Cependant, les fonds, en particulier les fonds de Venture Capital, ont tendance à investir localement.
- L'accès des investisseurs aux fonds étrangers de Venture Capital et de Private Equity est généralement plus limité que dans le cas des fonds belges. En outre, l'épargne activée se retrouve dans les fonds étrangers et profitera principalement aux entreprises étrangères.
- L'activation démocratisée de l'épargne est également remise en cause. En effet, les entreprises qui ne peuvent pas prendre un ticket d'investissement représentant au moins 10 % du capital du fonds, ou au moins 2,5 millions euros de valeur d'acquisition s'il s'agit d'immobilisations financières, sont pénalisées par rapport à celles qui disposent de ressources financières suffisantes. Le petit investisseur est donc à nouveau perdant.

Par conséquent, ces investisseurs sont poussés vers des investissements directs dans les PME afin de remplir la condition de participation. Toutefois, cela suppose que ces investisseurs aient accès aux sociétés de Venture Capital et de Private Equity. En outre, ces investisseurs ne bénéficieront pas de la diversification cruciale des risques offerte par un fonds, ni de l'expertise des acteurs du fonds en ce qui concerne la qualité et le potentiel des investissements.

- Cela signifie qu'une partie substantielle du financement VC et PE (voir plus haut) ne sera plus disponible pour les PME belges.
- En outre, l'entrée en vigueur immédiate des nouvelles règles pour les fonds existants aura pour conséquence que les investisseurs nationaux et étrangers existants perdront toute confiance dans le secteur belge, car les règles du jeu sont modifiées en cours de route.

En règle générale, les fonds VC et PE sont créés pour une durée limitée de 10 à 12 ans, avec une phase de levée de capitaux et d'investissement dans les PME au cours des premières années, suivie d'une phase de croissance de ces PME, avant de réaliser un retour sur investissement vers la fin de la période (à condition que le fonds soit couronné de succès, bien sûr). Ce n'est qu'à ce moment-là que les investisseurs réalisent également des retours sur investissement.

En d'autres termes, il est clair qu'un cadre substantiellement différent est imposé aux fonds qui ont déjà été établis et aux investisseurs qui ont investi dans ces fonds. Cela n'est certainement pas de nature à renforcer la sécurité juridique et la confiance dans le gouvernement ou dans la politique en général.

Comme indiqué, la note budgétaire ne semble pas supposer de recettes supplémentaires provenant de l'amendement à la déduction des RDT pour les sociétés d'investissement VC et PE. Si tel est toutefois le cas, les recettes supplémentaires indiquées dans la note budgétaire seraient nettement inférieures, voire pas du tout récurrentes, pour la simple raison, comme indiqué, que l'industrie des fonds en Belgique se tarira largement, car cette industrie se déplacera vers le Luxembourg, les Pays-Bas, etc. où les problèmes susmentionnés n'existent pas et où il existe un environnement fiscal stable. En outre, la restriction de l'activation de l'épargne et le frein à l'expansion des PME, ne pouvant se financer que beaucoup moins par le biais du Venture Capital et du Private Equity, entraîneront un coût indirect pour le Trésor (réduction de la croissance économique, diminution de la création d'emplois, etc.)

Nous insistons avec force de préserver l'écosystème du Venture Capital et du Private Equity, qui a été soigneusement élaboré par les différents gouvernements au cours des dernières décennies.

2. IMPOSITION DES ACTIONNAIRES ACTIFS

A. CONTEXTE

Au niveau des PME

Dans le régime fiscal actuel, les actionnaires-personnes physiques d'une société sont imposés sur les dividendes reçus de cette société (en vertu du système de précompte mobilier) ou sur la plus-value réalisée lors de la vente des actions de la société, à moins qu'il ne soit question d'une gestion normale du patrimoine privé. Aucune distinction n'est faite entre un actionnaire passif, c'est-à-dire qui se contente de financer la société et ne contribue pas d'avantage au développement des activités de la société, et un actionnaire actif, c'est-à-dire l'entrepreneur qui soutient l'expansion économique de la société.

Lorsqu'un entrepreneur fait passer une PME de la phase de start-up à une potentielle success story, les investisseurs financiers (tels que les fonds de Venture Capital et de Private Equity mentionnés ci-dessus) peuvent soit entrer dans le capital de l'entreprise par le biais d'injections de liquidités, soit racheter l'entreprise afin de poursuivre le développement de ses activités.

Dans ce contexte, l'investisseur financier exige généralement que l'entrepreneur reste actif au sein de la PME et qu'il réinvestisse dans la PME (*skin in the game*), démontrant ainsi qu'il croit en cette dernière et qu'il est prêt à réaliser un investissement important soumis au risque de l'entreprise de la PME (risque de perdre l'investissement, comme tout actionnaire).

Les conditions et modalités du réinvestissement font partie intégrante des accords conclus entre l'actionnaire et l'investisseur financier, de sorte que tant les conditions de l'investissement par la partie financière que celles du rachat des actions de la PME en dépendent.

En règle générale, lorsqu'il réinvestit, l'actionnaire actif souscrit à une catégorie d'actions différente de celle de l'investisseur financier, avec un actionnaire actif qui est plus exposé au risque car ses actions ne donnent droit à des droits économiques que si des objectifs économiques prédéterminés dans le chef de la PME sont atteints. Si ces objectifs ne sont pas atteints, l'actionnaire actif ne recevra aucun rendement ou un rendement limité. Une fois les objectifs atteints, les actions donnent lieu à des rendements préférentiels.

Dans ce cas, il s'agit d'une sorte de mécanisme de correction du prix par rapport à la valorisation de la PME retenue au moment de l'entrée de l'investisseur financier. Après tout, cet investisseur ne sait pas si la valeur ou le potentiel de la PME correspond aux déclarations de l'actionnaire actif. En outre, le réinvestissement permet à l'actionnaire actif de rester à bord de la PME afin de continuer à soutenir les activités de la PME.

Au niveau des fonds VC et PE

Au niveau des fonds eux-mêmes, les investisseurs exigent du gestionnaire du fonds (c'est-à-dire le gestionnaire du fonds d'investissement alternatif ou AIFM, et les personnes clés de l'AIFM) qu'il réalise un investissement substantiel dans le fonds, en échange duquel il obtient une catégorie d'actions qui est beaucoup plus à risque que les actions de l'investisseur.

Les actions d'un fonds sont souvent réparties comme suit :

- Actions de type A détenues en majorité par des investisseurs qui n'ont pas de lien professionnel avec le fonds. Le gestionnaire du fonds et les personnes clés investissent généralement également dans des actions de type A.
- Les actions de type B détenues par le GP (AIFM) du fonds. Les actions de type A et B donnent souvent le même droit de distribution.
- Les actions de type C, notamment les actions « carried interest », détenues par les bénéficiaires du carried, que ce soit par le biais d'un véhicule intermédiaire ou non.

La cascade classique des distributions par un fonds se présente comme suit :

- 1) Remboursement du capital à tous les actionnaires ; dans certains cas, les actions A et B récupèrent leur capital avant les actions C.
- 2) Paiement d'un rendement préférentiel aux actionnaires A et B jusqu'à ce qu'un certain *hurdle* soit atteint (c'est-à-dire un rendement suffisamment élevé pour les investisseurs, par exemple un *internal rate of return* de 8 %).

- 3) Catch-up : dans la mesure où des rendements suffisants sont atteints, les actionnaires C ont droit à 20 % des rendements préférentiels qui reviennent aux actionnaires A et B sous l'étape 2.
- 4) Le solde éventuel est distribué à concurrence de 80 % aux actionnaires A et B et de 20 % aux actionnaires C.

Les actions C ont clairement un profil de risque beaucoup plus élevé que les actions A et B. Les droits économiques sont une compensation pour ce risque pris.

Tous les actionnaires sont actuellement soumis aux mêmes règles fiscales concernant le rendement réalisé sur leurs actions.

B. L'INTENTION DE TRAITER LES ACTIONNAIRES DE MANIÈRE INÉGALE

Selon l'avant-projet de loi actuel, ce que l'on appelle le « rendement excédentaire » serait dorénavant imposé comme un revenu professionnel au taux de 35%, à majorer des centimes additionnels (ce qui correspond à une imposition de +/- 38%) et soumis à des cotisations de sécurité sociale. Le rendement excédentaire est défini comme le rendement :

- le rendement qui est proportionnellement supérieur au rendement obtenu par d'autres détenteurs d'instruments financiers;
- de nature similaire pour lesquels les instruments financiers n'ont aucun lien avec l'activité professionnelle exercée;
- sur la seule base des apports financiers effectués par ces détenteurs.

L'exposé des motifs expose le calcul du « rendement excédentaire » :

« Premièrement, le pourcentage de rendement que l'investisseur externe a réalisé sur son investissement dans des instruments financiers de même nature que ceux détenus par des personnes professionnellement liées à l'entreprise ou au groupe est calculé.

Ensuite, il convient de déterminer quel serait le rendement des personnes professionnellement liées à l'entreprise ou au groupe en montants absolus si elles avaient obtenu le même pourcentage de rendement que l'investisseur externe.

Enfin, le rendement effectivement réalisé en montants absolus par les personnes professionnellement liées à l'entreprise ou au groupe est comparé avec le rendement hypothétique calculé précédemment sur la base du pourcentage du rendement de l'investisseur externe. »

Effet pervers pour les actionnaires actifs des PME et le choix de la Belgique comme pays d'établissement

Supposons qu'en 1990, une personne X crée une entreprise Y avec un capital de 20.000 euros et détient 100% des actions. Cette PME se porte très bien et sa valeur augmente sensiblement au fil des ans. La personne X est toujours un actionnaire actif.

Pour stimuler la croissance de la PME, un actionnaire financier passif au capital de la PME en 2005, par le biais d'un apport de 200.000 euros. Compte tenu de l'augmentation de la valeur de la PME depuis 1990, l'actionnaire financier acquiert 50% des actions de la PME (ce qui représente une rémunération à valeur de marché pour l'apport en capital).

Les actions de la personne X et de l'investisseur financier sont identiques (il y a une seule catégorie d'actions), et ils détiennent donc chacun 50% des actions.

Que se passe-t-il lorsqu'une distribution de dividendes de 50.000 euros est effectuée en 2008 ? La personne X reçoit 50% de ce montant, soit 25.000 euros, sous forme de dividendes, tandis que son apport en numéraire s'élève à 9,1%. De même, lorsque les actions sont vendues en 2023 pour une valeur de 2 millions d'euros. La personne X en perçoit la moitié, tandis que son apport en numéraire est de 9,1%.

Sur la base de l'avant-projet, la personne X semble pénalisée et la grande majorité du rendement sera imposée comme des revenus professionnels. Ceci est extrêmement pervers. La mesure peut rendre les actionnaires actifs réticents à attirer des investisseurs financiers pour soutenir la croissance de leur PME.

Une question similaire se pose naturellement dans les PME financées par le Venture Capital et le Private Equity. Par exemple, une start-up sera initialement fondée par des actionnaires actifs avec un investissement financier relativement limité, bien évidemment. Si la start-up est prometteuse, les investisseurs financiers interviennent sur la base de valorisations calibrées '*pre- et post money*' de la start-up ; valeurs qui peuvent augmenter considérablement et rapidement en fonction de la start-up.

Dans la mesure où ces situations sont également affectées par la mesure proposée, il s'agit d'une raison supplémentaire pour les start-ups et les entreprises en croissance de ne pas s'établir en Belgique.

Impact sur les fonds de VC et de PE, ainsi que sur les investissements dans l'économie réelle belge

Le taux de 35 % est sensiblement plus élevé que celui qui s'applique dans les pays voisins, notamment en ce qui concerne le carried interest (en principe 30%). De plus, en supposant des centimes additionnels communaux de 8 %, le taux applicable sera de près de 38 %. De plus, le taux effectif sera encore plus élevé en raison des cotisations sociales à payer.

Comme indiqué ci-dessous, l'imposition pourrait même atteindre 65,01 %, compte tenu des mesures relatives à la déduction des RDT, comme indiqué au point 1.

Il va sans dire que les gestionnaires de fonds et les personnes clés n'ont plus aucune raison de créer des fonds de PE et de VC en Belgique, mais ont tout intérêt à s'établir dans un autre pays. Cela amplifiera évidemment les conséquences sur les fonds de PE et de VC ainsi que sur les investissements dans l'économie réelle en Belgique, comme indiqué au point 1.

La note budgétaire estime à 40 millions d'euros par an les recettes provenant de l'imposition plus élevée des actionnaires actifs (« rendement excédentaire » ; carried interest). En tout état de cause, il est clair que le compte ne sera pas exact, étant donné la fuite hors de Belgique des fonds de PE et de VC.

Principes d'égalité et de sécurité juridique

Ces règles violent le principe d'égalité si des apports en numéraire effectifs sont réalisés en échange d'actions présentant un profil de risque et des droits économiques différents. C'est généralement la pratique du marché à l'heure actuelle : soit des montants substantiels sont investis (dans le cas d'actions très difficiles à évaluer), soit, sur la base d'exercices de valorisation objectifs où l'apport en numéraire correspond à cette valeur. En outre, les actionnaires actifs sont rémunérés (rémunération/*management fees*) aux taux du marché pour les services rendus. Par conséquent, l'avant-projet traite de manière fondamentalement inégale des situations égales.

L'Exposé des motifs fait référence à des apports numéraires qui sont souvent minimes ou symboliques. Il ne s'agit pas d'une pratique qui correspond aux pratiques actuelles du marché. De plus, dans cette hypothèse, ceux qui souscrivent les actions à une valeur symbolique sont généralement imposables sur la différence avec la valeur du marché, selon l'Exposé des motifs. Par conséquent, l'avantage se retrouve déjà imposé dans le chef desdites personnes.

En outre, l'Exposé des motifs indique que les actions assorties d'autres droits économiques pour les actionnaires actifs dans une PME constituent une technique de rémunération alternative. Ceci n'est pas le cas dans la situation susmentionnée. Le rendement des actions est une rémunération pour le capital investi.

Par ailleurs, nous nous référons à ce qui est indiqué ci-dessus dans le contexte des investissements ou des acquisitions d'entreprises, c'est-à-dire que ces actions sont émises dans le cadre du réinvestissement par l'actionnaire à la suite d'une négociation des conditions d'un accord et, entre autres, de la valorisation de l'entreprise. Il est également d'usage que cet actionnaire continue de recevoir la même rémunération conforme aux prix du marché pour les services rendus, tant avant qu'après l'investissement/l'acquisition par l'investisseur financier.

L'avant-projet du ministre des Finances est également problématique en termes de sécurité juridique.

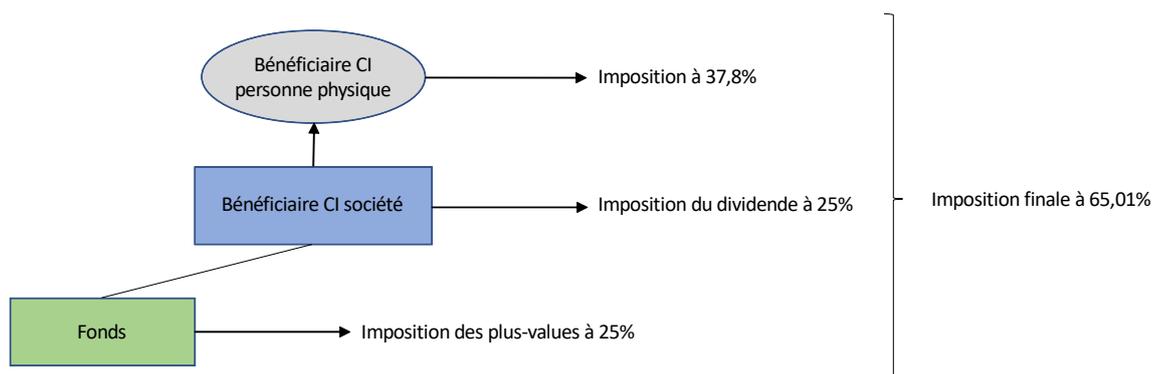
- La détermination du montant du « rendement excédentaire » donnera lieu à de nombreux litiges.

La notion d'instrument financier de nature similaire n'est pas très claire. Comme indiqué, les instruments financiers visés sont fondamentalement différents des instruments financiers des investisseurs passifs (cf. profil de risque). Ce point n'a nullement été clarifié.

- L'incertitude concernant l'imposition si les actions concernées par la mesure sont détenues par l'intermédiaire d'une société. L'exposé des motifs prévoit que

« En outre, on peut également noter que la société de management peut, le cas échéant, faire partie de la construction mise en place, de sorte que toutes les distributions de dividendes correspondantes de cette société ou les plus-values réalisées sur les actions de cette société seront également qualifiés de rendement excédentaire dans le chef du dirigeant d'entreprise. »

- Dans le passé, le Service des Décisions Anticipées a insisté sur la détention d'actions de *carried interest* par l'intermédiaire d'une société, confirmant que la distribution du rendement par la société était effectivement imposée au précompte mobilier. L'entrée en vigueur immédiate (voir ci-dessous) des règles envisagées quant aux investissements dans des actions de *carried interest* existantes peut donc également mener à une triple imposition (ou à tout le moins une double imposition) du *carried interest* reçu, comme le montre l'exemple ci-dessous, en tenant compte des mesures relatives aux RDT, comme indiqué au point 1.



- Le texte de l'avant-projet lui-même indique que les mesures envisagées s'appliqueront aux instruments financiers « octroyés » à partir du 1^{er} janvier 2024. Cependant, l'exposé des motifs précise que les mesures relatives au « rendement excédentaire » prendront effet dès l'entrée en vigueur de la loi. Il ajoute cyniquement que « *l'objectif ultime est donc de créer pour l'avenir un cadre clair et juridiquement sûr* ». Il est évident que rendre les mesures envisagées applicables aux investissements en *equity* existants est injuste et va à l'encontre de la sécurité juridique.
