



MEERWAARDEBELASTING OP AANDELEN



TIM SMET

Verhandeling aangeboden tot
het behalen van de graad van
Licentiaat in de toegepaste economische wetenschappen

Promotor: Prof. Dr. J. VUCHELEN

DANKWOORD

Hierbij wens ik een dankwoord te richten tot alle personen die hun steentje hebben bijgedragen tot de realisatie van dit eindwerk.

Vooreerst dank ik mijn promotor, Prof. Dr. J. Vuchelen, voor de mogelijkheid die hij mij gaf om dit onderwerp verder uit te diepen.

Ook is dank verschuldigd aan het personeel van de bibliotheek Queteletfonds die mij wegwijs wisten te maken in de soms archaische vertaling van zoektermen in het Nederlands .

Verder wil ik mijn appreciatie betuigen aan mijn ouders omwille van hun steun en aanmoedigingen, bovendien ben ik hen enorm dankbaar voor de kans die ze mij gegeven hebben om deze studies te voltooien.

Inhoudsopgave

Algemene Inleiding.....	6
Hoofdstuk 0 Doelstelling en enkele definities	7
0.1 Doelstelling.....	7
0.2 Definities	7
Hoofdstuk 1 De huidige situatie in België	8
1.1 Inleiding.....	8
1.2 De natuurlijke personen.....	8
1.2.1 De Wetgeving.....	8
1.2.2 Het normale beheer van privé-vermogen.....	9
1.2.3 Belastingregime.....	11
1.3 De vennootschappen	11
1.3.1 Voorwaarden.....	11
1.3.2 Niet-gerealiseerde meerwaarden	12
1.3.3 Gerealiseerde meerwaarden	12
1.3.4 Minderwaarden.....	12
1.3.5 Bruto of netto meerwaarden aftrekbaar?	12
1.3.6 Conclusie.....	13
Hoofdstuk 2 De situatie in enkele andere landen	14
2.1 Inleiding.....	14
2.2 Het Scandinavische model.....	15
2.2.1 Het model.....	15
2.2.2 De achterliggende redenering	16
2.2.3 Conclusie.....	17
2.3 De Verenigde Staten van Amerika.....	17
2.3.1 Inleiding	17
2.3.2 Het huidige systeem.....	17
2.3.3 De evolutie door de jaren heen.....	19
2.3.4 Besluit	20
2.4 Het Verenigd Koninkrijk	21
2.4.1 Inleiding	21
2.4.2 Het huidige systeem.....	21
2.4.3 Het vorige systeem	23

2.4.4	Besluit	23
2.5	Overige landen	23
2.5.1	Inleiding	23
2.5.2	Vergelijking	24
2.6	Besluit	26
Hoofdstuk 3	De meerwaardebelasting in een Empirisch kader	27
3.1	Inleiding.....	27
3.2	De reactie van aandelenkoersen op de tariefverlaging in de VS in 1997 – de impact van het al dan niet uitbetalen van dividenden.....	27
3.2.1	Inleiding	27
3.2.2	De analyse	28
3.2.3	Conclusie.....	29
3.3	Het verband tussen risicodragend kapitaal en de meerwaardebelasting	29
3.3.1	Inleiding	29
3.3.2	De analyse	30
3.3.3	Besluit	31
3.4	Inkomsten van meerwaardebelasting en de tarieven.....	32
3.4.1	Inleiding	32
3.4.2	De analyse	32
3.4.3	Besluit	34
3.5	Meerwaardebelasting: anticiperen rijken anders dan anderen.....	34
3.5.1	Inleiding	34
3.5.2	Analyse	34
3.5.3	Besluit	35
3.6	Andere	35
3.6.1	Inleiding	35
3.6.2	Resultaten.....	36
3.7	Meerwaardebelasting: progressief of proportioneel.....	36
3.7.1	Inleiding	36
3.7.2	De analyse	37
3.7.3	Besluit	37
3.8	Besluit	37
Hoofdstuk 4	Economische theorie i.v.m. Meerwaardebelasting.....	39
4.1	Inleiding.....	39

4.2	De invloed van meerwaardebelasting op risicokapitaal.....	39
4.2.1	Inleiding.....	39
4.2.2	Meade, Janet (1990): een studie over het lock-in effect en de meerwaardebelasting op aandelen.....	40
4.2.3	Klein, Peter (1998).....	43
4.3	De invloed van meerwaardebelasting op investeringsbeslissingen van ondernemingen.....	44
4.3.1	McGee (1998).....	44
4.3.2	Collins (2000).....	45
4.4	De invloed van inflatie op meerwaardebelastingen en het resultaat voor de welvaart.....	46
4.4.1	Inleiding.....	46
4.4.2	Leung (2000).....	47
4.5	Het verschil tussen het beleggen in een beleggingsfonds en de individuele belegging.....	48
4.5.1	Inleiding.....	48
4.5.2	De analyse.....	48
4.5.3	De resultaten.....	49
4.6	Waar belast men meerwaarden het best: bij de bron of in het land waar men verblijft.....	49
4.6.1	Inleiding.....	49
4.6.2	Lejour (1998).....	50
4.7	Besluit.....	50
	Hoofdstuk 5 Sociale aspecten van meerwaardebelasting: enkele nuanceringen van de economische modellen.....	52
5.1	Inleiding.....	52
5.2	Cnossen (2000).....	52
5.2.1	Inleiding.....	52
5.2.2	Risicodragend gedrag.....	52
5.2.3	De invloed van inflatie.....	53
5.2.4	Uitsteleffect.....	53
5.3	De kost van het niet belasten.....	54
5.3.1	Inleiding.....	54
5.3.2	Budgetten.....	54

5.3.3	Enkele argumenten voor een belasting	54
5.4	Nog enkele bedenkingen	55
5.4.1	Jude Wanniski	55
5.4.2	De Amerikaanse Mensenrechtencommissie	55
5.5	Besluit	56
Hoofdstuk 6	De kosten verbonden aan een meerwaarde-belasting	57
6.1	Inleiding	57
6.2	De administratieve kost	57
6.3	De kosten voor de burger.....	58
6.4	Conclusie	59
Hoofdstuk 7	Waarom geen meerwaardebelasting op aandelen invoeren in België	60
7.1	Inleiding.....	60
7.2	Economische argumenten.....	60
7.3	Sociale argumenten	60
7.4	Budgettaire argumenten.....	61
7.5	Een nuchtere kijk op meerwaardebelasting	62
7.5.1	Niet uitbetaalde dividenden	62
7.5.2	Gereserveerde winsten.....	62
7.5.3	Toekomstige winsten.....	62
7.5.4	Overige wijzigingen in de aandelenkoers.....	62
7.5.5	Internationaal bekeken.....	63
7.6	Algemeen Besluit	63

Algemene Inleiding

Vele werken over meerwaardebelasting op aandelen beginnen met een uitspraak over de onstandvastige vorm van deze belasting. Door de jaren heen heeft deze belasting slechts één constante: Ze is in transitie. Er wordt over gesproken, aan verandert en over gelobbyd. Al in 1963 stelde de Amerikaanse president John F. Kennedy dat *“The tax on capital gains directly affects investment decisions, the mobility and flow of capital ... the ease or difficulty experienced by new ventures in obtaining capital and thereby the strength and potential for growth in the economy”*¹

Het is normaal dat over een dergelijke belasting veel onenigheid bestaat. Ze beïnvloedt de vraag naar kapitaal en dus de groei van de economie. De belasting heeft niet enkel een economische waarde maar wordt door vele mensen ook aanzien als een mogelijkheid om de kloof tussen arm en rijk te verkleinen. Deze belasting wordt dus politiek zwaar gehypothekeerd waardoor niet steeds de economisch meest optimale weg wordt bewandeld.

In dit werk zal eerst een bespreking gegeven worden van het Belgische systeem dat momenteel bestaat. In hoofdstuk 2 zal worden stilgestaan bij de grote internationale verscheidenheid in belastingsvormen. In de verdere hoofdstukken 3 en 4 zullen enkele studies i.v.m. de economische impact worden besproken. In hoofdstuk 5 zullen de meer sociale aspecten van een meerwaardebelasting worden besproken. Hoofdstuk 6 handelt over de administratieve impact van een eventuele invoering en de kost om de belasting te innen. In hoofdstuk 7 uiteindelijk zal een balans opgemaakt worden i.v.m. zowel de sociale als de economische impact van een belasting op meerwaarden.

¹ Cato policy analysis No. 242

Hoofdstuk 0 Doelstelling en enkele definities

0.1 Doelstelling

De bedoeling van dit eindwerk is van aan te tonen dat een belasting van de meerwaarden op aandelen geen ideale oplossing is. De aanleiding hiertoe was het gekibbel dat eind 2000 ontstond tussen onder meer Minister van financiën Reynders (PRL) en Minister Vande Lanotte (SP) die elk een ander standpunt hadden over het al dan niet belasten van meerwaarden op aandelen. Het incident werd gesloten door te stellen dat dit niet aan de orde was en er niets hierover in het regeerakkoord staat. Maar de tegenstelling blijft volgens mij toch bestaan. In dit eindwerk zou ik dan ook graag op een wetenschappelijke manier aantonen dat het belasten van meerwaarden niet enkel economisch, maar ook sociaal niet onbesproken is.

0.2 Definities

Meerwaarde op aandelen: het verschil tussen de aankoopprijs en de verkoopprijs van aandelen. (indien verkoopprijs > aankoopprijs)

Minderwaarde op aandelen: het verschil tussen de aankoopprijs en de verkoopprijs van aandelen (indien verkoopprijs < aankoopprijs)

Gerealiseerd meer(of minder)waarde: Een meerwaarde wordt gerealiseerd bij verkoop van een effect (of indien men 'short' gaat bij de aankoop). Dit is het ogenblik waarop de belegger het geld van de meerwaarde in handen heeft.

Hoofdstuk 1 De huidige situatie in België

1.1 Inleiding

In dit eerste hoofdstuk zullen we een korte schets geven van de Belgische situatie in verband met de belasting van meerwaarden op aandelen. Hierbij is het essentieel een onderscheid te maken tussen de belasting van natuurlijke personen en vennootschappen, aangezien deze onder een verschillend belastingstelsel vallen. Deze worden hierna dan ook afzonderlijk beschouwd.

1.2 De natuurlijke personen

1.2.1 De Wetgeving

Bij natuurlijke personen zijn de eventuele meerwaarden belast onder art 90, 1° van het Wetboek van de inkomstenbelastingen 92 (W.I.B.). Deze paragraaf van het artikel stelt als definitie van diverse inkomsten:

onverminderd het bepaalde in 8°, 9° en 10°, winst of baten, hoe ook genaamd, die zelfs occasioneel of toevallig, buiten het uitoefenen van een beroepswerkzaamheid, voortkomen uit enige prestatie, verrichting of speculatie of uit diensten bewezen aan derden, daaronder niet begrepen normale verrichtingen van beheer van een privé-vermogen bestaande uit onroerende goederen, portefeuillewaarden en roerende voorwerpen;

Uit dit citaat blijkt dat de wetgever alle inkomsten uit een niet-beroepsactiviteit als diverse inkomsten zal belasten, een duidelijke uitzondering wordt echter gemaakt voor alle verrichtingen die vallen onder het normale beheer van het privé-vermogen. De vraag dringt zich dus op wat de wetgever bedoelt met dit “normaal beheer van privé-vermogen”. Dit zal verder worden uitgewerkt in punt 1.2.2.

Eerst dienen we echter even dieper in te gaan op het voorbehoud dat “onverminderd het bepaalde in 8°, 9° en 10°” maakt. 8° en 10° betreffen verkopen van onroerende goederen en zijn hier dus van geen belang. 9° echter stelt dat bij verkoop van aandelen van een Belgische vennootschap waarin men² gedurende de laatste 5 jaar een belang

² Met men wordt bedoeld: “alleen of samen met zijn echtgenoot of zijn afstammelingen, zijn ascendenten, zijn zijverwanten tot en met de tweede graad en die van zijn echtgenoot

heeft gehad van meer dan 25% aan een buitenlandse rechtspersoon³ deze altijd belastbaar zijn als diverse inkomsten, ook indien ze deel uitmaken van het normale beheer van het privé-vermogen. In verband met deze laatste regeling dient opgemerkt te worden dat deze volgens Géry Lauwers (Lauwers;1998) ingaat tegen de beginselen van gelijkheid en non-discriminatie zoals vermeld in artikel 10 en 11 van de Belgische grondwet en met de bepalingen van het verdrag van Rome van 25 maart 1957. Er zou hier echter een discriminatie plaatsvinden tussen Belgische en niet-Belgische vennootschappen, aangezien verkopen aan Belgische rechtspersonen niet automatisch belast worden en die aan buitenlandse vennootschappen wel.

1.2.2 Het normale beheer van privé-vermogen

Het begrip “normale beheer van privé-vermogen” wordt door de wetgever niet nader omschreven. We dienen ons daarvoor dan ook te wenden tot de rechtspraak en de door de administratie gehanteerde definities.

1.2.2.1 De senaat⁴

De senaat stelt dat zowel de aard van de goederen, als de aard van de daden belangrijk zijn:

- Voor de goederen moet het om onroerende goederen, waarden in portefeuille of roerende voorwerpen (zoals aandelen) gaan.
- Voor de daden moet het om daden gaan “die een goede huisvader verricht voor het dagelijkse beheer”

Volgens deze definitie is er dus voor aandelen geen probleem om onder de vrijstelling te vallen, de belegging in de aandelen moet echter getuigen van een goed huisvaderlijk beleid, wat dat ook mag zijn.

1.2.2.2 De administratie⁵

De administratie herneemt vooreerst de definitie van de senaat en distilleert hieruit twee voorwaarden om van de vrijstelling gebruik te kunnen maken nl:

1. *betrekking hebben op onroerende goederen, portefeuillewaarden en roerende voorwerpen, d.w.z. op de in de wet bepaalde goederen die normaal van een privé-vermogen deel uitmaken. Dit betekent dat de*

³ zie art 227 WIB 2° en 3°

⁴ Stuk 366, zitting 1961-1962, blz. 147 van de commissie van financiën van de Senaat

⁵ Com. IB 90/5 e.v.

goederen die niet in die beperkende opsomming zijn opgenomen, geen deel kunnen uitmaken van een privé-vermogen;

2. *handelingen zijn die een goede huisvader gewoonlijk stelt om een sub 1° omschreven vermogen te doen aangroeien of te behouden*

Ook deze definitie laat ons in het ongewisse over wat een goede huisvader zoal doet.

Toch beschrijft de administratie verder in 90/5.2 dat:

In het algemeen mag worden aangenomen dat het normale verrichtingen van beheer van een privé-vermogen betreft, wanneer die verrichtingen niet met speculatieve bedoeling geschieden en ze niet door herhaling de aard van een winstgevende bezigheid verkrijgen.

Hierdoor worden duidelijk de speculatieve verrichtingen geschrapt. Ook de verrichtingen met grote herhaling worden belast. Een goede huisvader speculeert dus niet en houdt zijn aandelen voor langere tijd bij.

Speculeren wordt door de administratie in 90/5.4 omschreven als “*een transactie met veel risico, waarbij men bij zich voordoende prijsstijging of prijsdaling kans op veel winst, maar ook op een groot verlies heeft*”

De vraag blijft echter waar de grens ligt. Wanneer is een winst/verlies groot? Kan dit achteraf door de fiscus worden vastgesteld? Wordt door het behalen van een grote winst ook de kans op “het grote verlies”, en dus speculatie, verondersteld door de fiscus? Ook over de grote herhaling van verrichtingen bestaat onduidelijkheid: wat is grote herhaling?

Door de definities van de administratie worden bepaalde uitwassen (zoals het day-traden of het speculeren in opties) uit het normale beheer van privé-vermogen gehaald, en dus belast als divers inkomen (of als beroepsinkomen als men er zijn beroepsactiviteit van maakt).

Belangrijk om hierbij op te merken is dat de bewijslast bij de administratie ligt, het is dus aan de fiscus om aan te tonen dat een bepaalde winst niet werd behaald uit het normale beheer van het privé-vermogen.

1.2.2.3 Conclusie

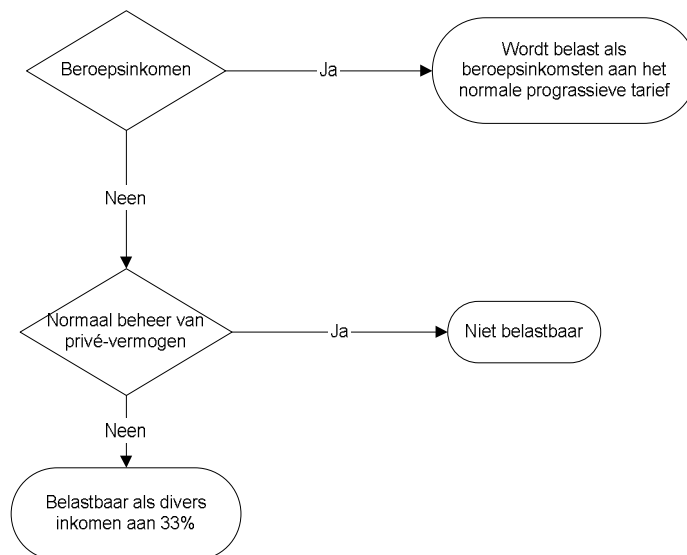
Over het normale beheer van het privé-vermogen bestaat slechts een zeer oppervlakkige definitie. Het is dus aan de administratie en aan de rechtspraak om deze definitie in de praktijk in te vullen.

1.2.3 Belastingregime

Om de belastingvoet voor natuurlijke personen te bepalen spelen twee elementen.

1. Werden de meerwaarden behaald in het kader van een beroepsactiviteit?
2. Zijn de meerwaarden behaald door het normale beheer van het privé-vermogen?

De structuur van de belastingvoeten en de voorwaarden werden in volgend schema samengevat.



Figuur 1: Schema belasting natuurlijke personen

Aan dit schema dient echter toegevoegd te worden dat indien de meerwaarden belast worden als divers inkomen (volgens art 171, 1° WIB), dit gebeurt tegen het normale progressieve tarief, indien dit voor de belastingplichtige gunstiger is (dus als het lager is dan 33%).

Volgens art. 103, 1° WIB is het in geval van een belasting mogelijk de in de vijf voorgaande jaren geleden en gerealiseerde verliezen af te trekken van de belastbare basis.

1.3 De vennootschappen

In principe zijn meerwaarden op aandelen in vennootschappen niet belastbaar. Logischerwijze zijn dan ook de minderwaarden niet aftrekbaar.

1.3.1 Voorwaarden

Meerwaarden op aandelen zijn slechts vrijgesteld als zowel de vennootschap die de aandelen verkoopt als de vennootschap die de aandelen uitgegeven heeft onderworpen zijn aan de vennootschapsbelasting en de uitgevende vennootschap niet een

vennootschap is die wordt geïmponeerd door de anti-misbruikbepalingen van artikel 203 WIB.

Voor de eventuele belasting van meerwaarden dient echter een verschil gemaakt te worden tussen gerealiseerde en niet-gerealiseerde meerwaarden.

1.3.2 Niet-gerealiseerde meerwaarden

Voor niet-gerealiseerde meerwaarden dient door de onderneming een onaantastbare reserve aangelegd te worden die niet mag worden uitgekeerd aan derden en dus enkel de vennootschap ten goede komt.

1.3.3 Gerealiseerde meerwaarden

Voor gerealiseerde meerwaarden moet de onaantastbaarheidvoorwaarde niet meer voldaan zijn en deze mogen dus vrij en onbelast gebruikt worden door de onderneming. Er dient echter wel rekening mee gehouden te worden dat de meerwaarde niet het resultaat is van een in het oude stelsel (voor 1992) aangenomen waardevermindering⁶. In dat geval zou immers de waardevermindering progressief afgetrokken zijn en de meerwaarde niet belast worden.

1.3.4 Minderwaarden

Het is duidelijk dat minderwaarden ook niet mogen afgetrokken worden van het belastbare resultaat. Dit ongeacht of ze gerealiseerd zijn of niet. Hier bestaat echter een uitzondering op: bij liquidatie van een onderneming mag de minderwaarde in kosten gebracht worden ten belope van het deel dat maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigt.

1.3.5 Bruto of netto meerwaarden aftrekbaar?

De vraag kan gesteld worden of voor de berekening van de vrijgestelde meerwaarde de bruto of de nettowaarde van de meerwaarde dient genomen te worden. Met nettomeerwaarde wordt bedoeld de brutomeerwaarde min de eventuele kosten voor de realisatie. Voorbeeld: U koopt aandelen voor 25 euro, u verkoopt ze voor 100 euro en u betaalt 2 euro commissie op de verkoop aan uw makelaar. Brutomeerwaarde is 75 en de nettomeerwaarde slechts 73. (FET, 18 mei 2001) Op hoeveel geldt nu de vrijstelling 75

⁶ artikel 198, 7° WIB

of 73 euro. Zowel door de administratie⁷ als door de minister van financiën⁸ wordt bevestigd dat de vrijstelling slechts geldt voor de nettomeerwaarde. Ook voor de minderwaarden dient te worden geredeneerd in nettotermen, waardoor in dit geval de transactiekosten wel degelijk mogen worden afgetrokken en niet in de verworpen uitgaven terecht komen.

Een artikel van dhr R. Beyaert in het Fiscaal bulletin (2001/10) diept dit probleem verder uit en stelt dat deze zienswijze met verschillende standpunten in conflict staat. Zo staat het onder meer haaks op het boekhoudkundige compensatiebeginsel dat stelt dat kosten die deel uitmaken van een transactie van aandelen, moeten worden opgenomen in de resultatenrekening. Ook in de filosofie van de wetgever zit een lacune aangezien het de bedoeling was om een dubbele belasting te voorkomen en daarvoor dus de brutomeerwaarde onbelast dient te blijven. Ook wordt in dit artikel verwezen naar de stellingname van dhr Kleynen die volgens Beyaert terecht opwerpt dat door *de Administratie uit het oog verloren wordt dat Commissielonen etc. belastbare inkomsten betekenen in hoofde van de begunstigden*

1.3.6 Conclusie

Sinds 1992 zijn de meerwaarden niet meer belast en logischerwijze de minderwaarden niet meer fiscaal aftrekbaar. Deze regeling kadert in een gunstig holdingregime dat de overheid in 1992 heeft gecreëerd om grote multinationals aan te moedigen zich in België te vestigen of hier te houden. Toch dient ook hier opgemerkt dat de bestaande regeling op verschillende manieren geïnterpreteerd wordt en dat er dus niet echt rechtszekerheid bestaat.

⁷ Comm. IB nr 44/58 : bedoelde "verkoopwaarde" is de nettoprijs na aftrek van de aan de verkoop inherente bijzondere kosten (makelaarslonen, commissielonen, belastingen)

⁸ Vraag nr 470 (Eerdekens) van 5 oktober 2000 (Vr & Antw. Kamer, 2000-2001, nr 62, 6985)

Hoofdstuk 2 De situatie in enkele andere landen

2.1 Inleiding

De verscheidene stelsels van meerwaardebelasting kunnen op verschillende manieren opgesplitst worden.

Sommige landen, zoals België, hebben niet echt een meerwaardebelasting en belasten slechts in uitzonderlijke gevallen de meerwaarden die op aandelen gerealiseerd worden. Andere landen, waaronder vooral de Angelsaksische, hebben een uitgebreid systeem van regelgeving betreffende meerwaarden in het algemeen waaronder ook de meerwaarden op aandelen vallen.

Er wordt soms een onderscheid gemaakt tussen lange en korte termijn. Dit onderscheid is bv. in de Verenigde Staten erg strikt. In andere gevallen wordt op een trapsgewijze manier gewerkt zoals bij de “taper relief” in het Verenigd Koninkrijk.

Sommige landen kennen een vrijstelling tot een bepaald bedrag, in andere is alles dan weer belastbaar.

De meerwaarden worden soms als gewoon persoonlijk inkomen aanschouwd en in andere landen bestaat er dan weer een apart regime voor meerwaardebelasting.

De meeste landen hebben dus wel een of andere vorm van meerwaardebelasting op aandelen (al dan niet zwaar belast).

Het is echter niet mogelijk en ook niet echt zinvol om hier alle verschillende systemen te bespreken, want deze verschillen soms slechts in zeer beperkte mate van elkaar. Er is dus voor gekozen de besprekingen te beperken tot enkele voorname systemen die in verschillende landen gebruikt worden.

Er zullen achtereenvolgens besprekingen zijn van het model uit de Scandinavische landen, het systeem in de Verenigde Staten en het Engelse stelsel. Er wordt afgesloten met een vergelijkende tabel over een aantal geïndustrialiseerde landen.

2.2 *Het Scandinavische model*⁹

2.2.1 Het model

Hier zal het “Dual income tax” (DIT) systeem dat in de Noord- Europese landen gebruikt wordt besproken worden. Het DIT is gebaseerd op een dubbel belastingtarief, een progressief voor inkomen uit arbeid en een proportioneel voor inkomen uit kapitaal, dus ook meerwaarden op aandelen.¹⁰ Om te veel arbitrage in de belastingen te vermijden wordt het laagste tarief voor inkomen uit arbeid gelijk gesteld met het tarief voor inkomen uit kapitaal.

Er bestaat ook een specifiek systeem om dubbele belasting van winsten te voorkomen. Dit bestaat er in om de meerwaarden van de aandelen die voortvloeien uit de gereserveerde winsten (en dus reeds als winst belast zijn binnen de onderneming) te mogen aftrekken van de meerwaarde.

	Noorwegen	Finland	Zweden	Denemarken
Jaar van introductie	1992	1993	1991	1987
Heffing (%) in 1999				
Inkomen uit kapitaal				
Van bedrijven	28	28	28	32
Andere	28	28	30	39,7-59
Inkomen uit Arbeid	28-41,5	22,5-54,5	31-55	39,7-59
Vrijstelling voor inkomen uit kapitaal tot een bepaald bedrag	JA	NEEN	NEEN	JA

Tabel 1 : Het Scandinavische systeem¹¹

Uit voorgaande tabel blijkt dat niet alle Scandinavische landen een even pure vorm van het model hanteren, Noorwegen en Finland sluiten nauw aan, Zweden al iets minder en het Deense model is toch al redelijk afwijkend.

Er dient hier ook opgemerkt dat er in de meeste Scandinavische landen (behalve in Denemarken) een belasting op het privé-patrimonium bestaat

⁹ zie Cnossen 1999

¹⁰ Binnen het inkomen uit kapitaal vinden we niet alleen meerwaarden op aandelen maar ook bv: dividenden, winsten van bedrijven en allerhande intresten.

¹¹ Bron: Cnossen , 1999, p21

2.2.2 De achterliggende redenering

Volgens Cnossen (1999) zijn er twee elementaire punten in het DIT, ten eerste moet door de mobiliteit van kapitaal de belasting erop laag en proportioneel zijn en ten tweede moet door de immobiliteit van arbeid en de ongelijke verdeling van het menselijk kapitaal de belasting erop hoger en progressief zijn. Hij bespreekt de redenen voor deze twee stellingen uitvoerig. Hierna volgt een samenvatting van zijn bemerkingsen.

2.2.2.1 *Waarom een lage, proportionele kapitaalbelasting*

Volgens Atkinson en Sandmo (1980) moet er bij het bepalen van de belasting op kapitaal rekening mee worden gehouden dat het aanbod van kapitaal een grotere elasticiteit vertoont (tov de intrest) dan het aanbod van arbeid (tov het loon) en deze belasting dus lager moet zijn. Radzin en Sadka (1989) redeneren dan verder dat de belastinglast in een kleine open economie (zoals het Scandinavische) volledig moet gedragen worden door een belasting op arbeid. Cnossen (1999) repliceert hierop dat kapitaal niet zo mobiel is als Radzin en Sadka beweren (het verplaatsen van echte investeringen als gebouwen en machines is niet zo simpel) en dat door de grotere landen zoals het VK en de VSA de in het buitenland betaalde belastingen in het kader van dubbelbelastingverdragen kunnen worden afgetrokken van de in hun land te betalen belasting. Hij maakt ook de bemerking dat door het niet belasten van kapitaal de investeringen zouden toenemen en op termijn de vraag naar arbeid zouden laten dalen. Dit alles laat hem besluiten dat kapitaal moet belast worden, doch dat kleine open economieën rekening moeten houden met de mobiliteit van het kapitaal en dus de belasting enerzijds relatief klein moeten houden en de belasting zo kort mogelijk tegen de bron (tz bij de bedrijven zelf) moet liggen.

2.2.2.2 *Waarom moet inkomen uit arbeid hoger en progressief belast worden?*

Hoewel dit niet rechtstreeks met meerwaardebelasting op aandelen te maken heeft is de belasting op arbeid wel de tegenhanger van de belasting op kapitaal en moet de totale som van de belastingen de uitgaven van de overheid dekken.

Cnossen (1999) stelt dat de arbeid immobieler is en dus hoger kan belast worden zonder gevaar voor 'ontsnapping' van de belastbare basis. Om het progressieve karakter ervan te verklaren stelt hij dat kapitaal verdeeld wordt en voornamelijk van iedereen is (de overheid is de grootste bezitter, samen met de pensioenfondsen) maar dat hoewel de opvoeding gratis is de talenten nog steeds aangeboren zijn en dat dus de hogere

inkomens het gevolg zijn van deze talenten. Deze talenten zijn dus onevenredig verdeeld en moeten door een progressieve belasting worden herverdeeld.

2.2.3 Conclusie

Het systeem dat in de Scandinavische landen wordt gebruikt blijkt vrij goed te werken (Cnossen, 1999) en het wordt door Cnossen dan ook voorgedragen als alternatief voor de enorm verschillende belastingssystemen die momenteel in de Europese Unie bestaan. Het zou volgens hem als voornaamste voordelen hebben dat de regelgeving coherent zou zijn, wat door grote ondernemingen geapprecieerd wordt. Ook zouden mogelijkheden om te ontsnappen aan deze uniforme belasting kleiner zijn.

2.3 De Verenigde Staten van Amerika

2.3.1 Inleiding

De VSA is een ideaal voorbeeld omdat hieruit vele empirische vaststellingen kunnen worden afgeleid. De VSA heeft in de loop der jaren verschillende systemen en nog meer verschillende tarieven gekend. De vele verschillende systemen zijn voornamelijk te wijten aan de afwisseling van de macht tussen republikeinen en democraten. Het dient ook opgemerkt dat binnen de VS de verschillende staten soms ook een meerwaardebelasting heffen. Deze worden apart besproken¹².

2.3.2 Het huidige systeem¹³

2.3.2.1 *Het verschil tussen lange en korte termijn beleggingen.*

Momenteel worden meerwaarden op aandelen in de VS belast. Er wordt door de Amerikaanse wetgever een onderscheid gemaakt tussen lange termijn en korte termijn meerwaarden. Om te bepalen of een belegging van lange of korte termijn is beschouwd men de periode tussen aankoop en verkoop, is dit langer dan 1 jaar dan betreft het een belegging op lange termijn, anders één op korte termijn. Het is hiervoor wel belangrijk dat de aankoop voor de verkoop geschiedt. Een “short” transactie (waarbij een aandeel eerst verkocht wordt met de bedoeling het later tegen een lagere prijs te kunnen terugkopen) wordt door de Amerikaanse wetgever altijd als een korte termijn belegging gezien.

¹² <http://www.state.ma.us/eoaf/PolicyBriefs/CapitalGains.pdf> (op 12/4/2001)

¹³ Zie website van de Internal Revenue Service (www.irs.gov). O.m. IRS publication 550

2.3.2.2 *Aan welk tarief worden deze verschillende categorieën belast?*

2.3.2.2.1 *Korte termijn*

De korte termijn beleggingen worden door de fiscus gewoon bij het andere inkomen opgeteld. De schijven hiervoor liggen tussen 15% en 39,6%. Voor dergelijke inkomsten is het totale inkomen van het individu dus belangrijk om het belastingtarief te bepalen.

2.3.2.2.2 *Lange termijn*

Voor de lange termijn bestaan 2 tarieven nl. 10% en 20%. Ook hier is het algemene belastingtarief belangrijk. Valt de belegger voor dit tarief in de laagste schijf (nl. 15%) dan zullen zijn lange termijn meerwaarden aan 10% belast worden. Komt hij echter in een hogere schijf uit dan worden deze aan 20% belast.

2.3.2.2.3 *Extra lange termijn*¹⁴

In 2001 werd echter nog een extra categorie ingevoerd nl. de extralange termijn meerwaarden. Hiervoor moet de termijn gedurende welke men de aandelen in bezit heeft gehad groter zijn dan 5 jaar en moet de aankoop dateren van na 1 januari 2001. Deze categorie kan dus slechts vanaf 2006 gebruikt worden. De belastingstarieven van 10% en 20% worden hier respectievelijk door 8% en 18% vervangen.

2.3.2.3 *Wat met de minderwaarden?*¹⁵

Minderwaarden mogen volledig in rekening gebracht worden van de in dat jaar en in die categorie (lange of korte termijn) behaalde meerwaarden. Indien het saldo van de lange of korte termijn meer en minderwaarden negatief is (men heeft dus verlies geleden), mogen deze overgebracht worden naar de andere categorie. Indien er dan in het totaal nog een negatief saldo overblijft, mag dit voor maximaal 3.000\$ afgetrokken worden van andere opbrengsten, b.v. van de opbrengsten uit arbeid.

2.3.2.4 *De meerwaardebelasting van de staten*

In een studie van de American Council for Capital Formation Center (ACCF, 2001) wordt een analyse gemaakt van de verschillende meerwaardebelastingen die door de verschillende staten geheven worden. Hieruit blijkt dat de verschillende staten niet op een eenduidige manier omspringen met meerwaardebelastingen en dat er dus ook binnen de verenigde staten grote verschillen bestaan. Zo heffen sommige staten

¹⁴ Capital Gains Tax Rate Reduction Act of 2001 (document 'HR 1342 IH' van het 107de congres van het huis van afgevaardigden van de VS)

¹⁵ Zie ook schema D van de Amerikaanse belastingaangifte

algemene opcentiemen op de federale belasting (Vermont, Rhode Island en North Dakota). Zeven staten heffen geen extra belasting op meerwaarden (bv. South Dakota, Nevada ...). De meeste heffen echter een algemene belasting op de aangegeven meerwaarden die schommelt tussen 10% (Montana) en 2,45% (New Jersey). Drie staten voorzien zelfs in een verlaging van de federaal te betalen meerwaardebelasting: Wisconsin, New Hampshire en Arkansas.

2.3.3 De evolutie door de jaren heen

In Poterba (2001) wordt een beschrijving gegeven van de verschillende evoluties die de Amerikaanse meerwaardebelasting heeft gekend tussen 1963 en 1996. Hij onderscheidt drie verschillende regimes (Poterba, 2001, p 357) .

2.3.3.1 *De verschillende systemen*

2.3.3.1.1 *Van 1963 tot 1969 en ook in 1988*

Het onderscheid tussen lange en korte termijn bevond zich op 6 maand. Er was geen onderscheid tussen lange en korte termijn minderwaarden en deze mochten volledig van het andere inkomen worden afgetrokken

2.3.3.1.2 *Van 1970 tot 1976 en in 1985 en 1986*

Het onderscheid tussen lange en korte termijn bevond zich op 6 maand. De lange termijn minderwaarden waren slechts voor 50% aftrekbaar van andere opbrengsten, de korte termijn minderwaarden waren dat voor 100%

2.3.3.1.3 *Van 1979 tot 1984 en vanaf 1989*

In deze perioden bevond het onderscheid tussen lange en korte termijn zich op 1 jaar en waren alle minderwaarden volledig aftrekbaar.

2.3.3.1.4 *De jaren 77, 78 en 87*

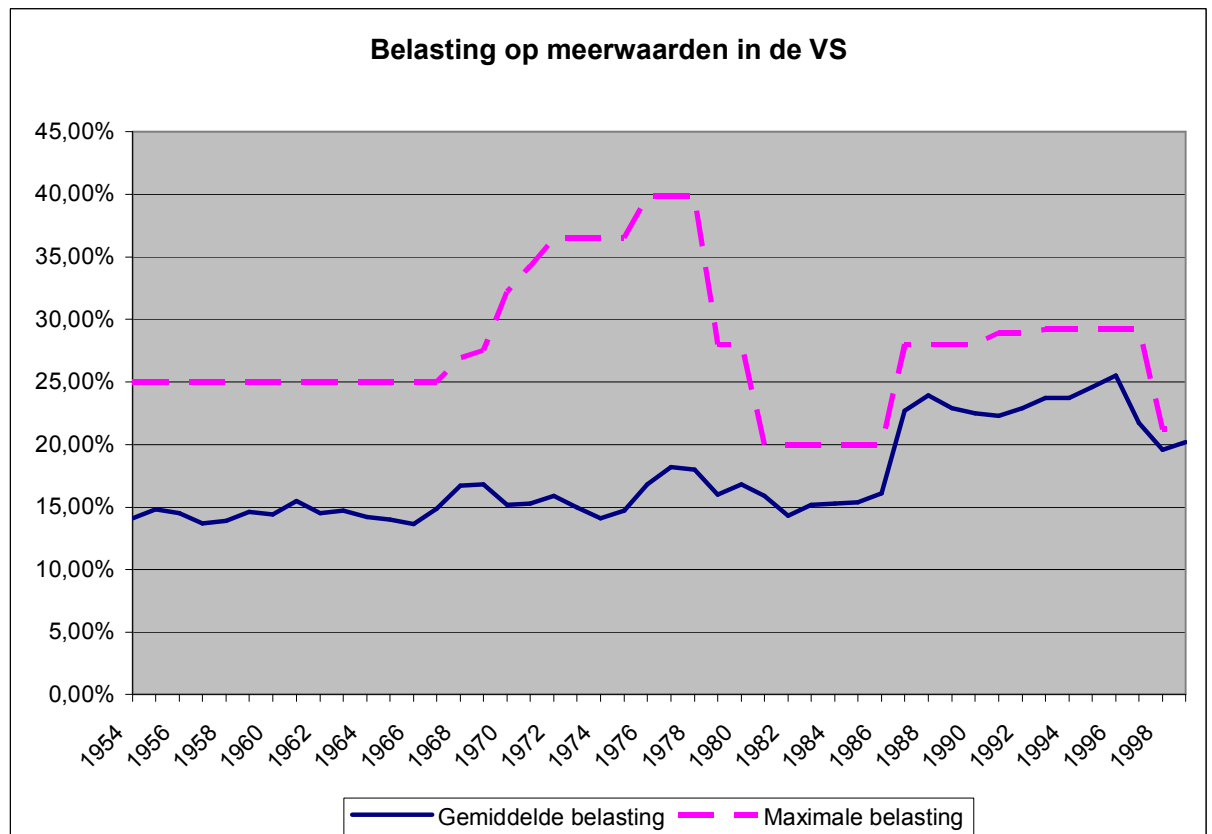
Deze jaren zijn jaren waarin er een overgang plaatsvond tussen de verschillende systemen.

2.3.3.2 *De verschillende tarieven*

Nooit is in de geschiedenis van de Amerikaanse meerwaardebelasting een volledig proportioneel tarief voorgekomen. Het is dan ook niet zo eenvoudig om het tarief voor elk jaar te bespreken. Ook hier moet telkens een onderscheid gemaakt worden tussen korte en lange termijn meerwaarden. De korte termijn meerwaarden werden altijd onder het stelsel van de gewone personenbelasting belast, de lange termijn meerwaarden werden meestal in een apart (goedkoper) stelsel belast, maar zijn ook tussen 1979 en

1986 opgenomen in de gewone personenbelasting (echter met een korting op de belastbare basis van 60%).

Gezien het progressieve karakter werden in volgende grafiek zowel de maximale belasting voor lange termijn meerwaarden als het gemiddeld effectieve percentage (totaal van de gerealiseerde meerwaarden / de betaalde belastingen op deze meerwaarden) opgenomen¹⁶.



Figuur 2: Belasting op meerwaarden in de VS

2.3.4 Besluit

De Amerikaanse experimenten hebben niet alleen veel empirisch materiaal geleverd, maar ook een vrij grote collectie van werken i.v.m. meerwaardebelasting. De belasting van meerwaarden op aandelen wordt in de VS echter altijd samen met alle andere meerwaarden (o.m. op onroerende goederen en juwelen) bekeken, waardoor het aantal

¹⁶ Bron: Department of Treasury, Office of Tax Analysis. Gegevens van 28 November 2001 (gegevens voor 1999 zijn voorlopig en kunnen nog gewijzigd worden)

werken over de specifieke impact van de belasting op de aandelenkoersen en de bedrijven eerder beperkt blijft.

2.4 Het Verenigd Koninkrijk

2.4.1 Inleiding

In het Verenigd Koninkrijk bestaat een belasting op meerwaarden. Er werd echter in 1998 door de “Capital Gains Tax Reform” een wijziging in de koers gebracht.

2.4.2 Het huidige systeem¹⁷

Momenteel wordt in het VK een belasting geheven op alle meerwaarden, dus ook op deze op aandelen. Er bestaat echter wel een vrijstelling die jaarlijks in het budget bepaald wordt en die voor 2001 7.500£ bedroeg.

2.4.2.1 Taper relief

De taper relief werd in 1998 ingevoerd en moet de vroegere indexering vervangen. De taper relief houdt in dat indien aandelen langer dan 1 jaar behouden blijven, er slechts op een deel van de meerwaarde belasting geheven zal worden. In volgende tabel vinden we de percentages terug die wel nog belast zullen worden. Hiervoor wordt een onderscheid gemaakt tussen zakelijke en niet-zakelijke aandelen. Onder de zakelijke aandelen wordt verstaan, aandelen die op een of andere manier een inkomen uit arbeid kunnen voortbrengen (bv. aandelen in het bezit van het personeel van een vennootschap).

Het aantal volledige jaren dat een aandeel in bezit is sinds 5 april 1998	% voor Zakelijke aandelen	% voor Niet-Zakelijke aandelen
0	100.0	100
1	87.5	100
2	75.0	100
3	50.0	95
4	25.0	90
5	25.0	85
6	25.0	80
7	25.0	75
8	25.0	70
9	25.0	65
10 or more	25.0	60

Tabel 2: Taper relief in het VK

¹⁷ Zie: Inland Revenue, Capital gains tax reform: the 1998 finance act

Voor het deel van de tijd dat een aandeel in bezit is geweest voor 5 april 1998 mag er een indexering gedaan worden

(zie tabellen op <http://www.inlandrevenue.gov.uk/rates/cgt.htm>)

2.4.2.2 Minderwaarden

Minderwaarden mogen onvoorwaardelijk afgetrokken worden (ook indien ze overgedragen zijn van vorige jaren), tot aan het bedrag van de vrijstelling (van 7.500£ voor 2001), deze vrijstelling geldt jaarlijks maar kan zelf niet overgedragen worden. De minderwaarde die hierna overblijft, mag worden overgedragen naar volgende jaren.

2.4.2.3 Uitzonderingen

Het systeem voorziet een aantal voornamelijk uitzonderingen waarin geen meerwaardebelasting op aandelen verschuldigd is.

- Aandelen uitgegeven na 18 maart 1986 onder het “Business Expansion Scheme” (dit is een soort holdingsysteem zoals in België om grote holdings aan te trekken).
- Bij overlijden worden geen meerwaarden belast maar worden enkel de successierechten aangerekend.
- Bij herinvestering in bepaalde bedrijven en beleggingsfondsen. (hier worden de belastingen echter enkel uitgesteld, ze zijn nog steeds verschuldigd op het ogenblik dat men de nieuwe beleggingen verkoopt)

2.4.2.4 Meerwaarden in vennootschappen

Voor de vennootschappen geldt geen taper relief. Hun meerwaarden mogen echter wel nog steeds geïndexeerd worden. Deze meerwaarden zijn dan belastbaar als alle andere inkomsten en vallen dus onder de vennootschapsbelasting.

2.4.2.5 Tarieven

2.4.2.5.1 Fysieke personen

Het tarief is progressief, en bestaat uit vier schijven zoals in volgende tabel aangeduid.

Bedrag	Belasting
0 – 7500£	0%
7500£ - 9380£	10%
9380£ - 36900£	20%
Meer dan 36900£	40%

Tabel 3: tarieven in VK

Er dient echter wel opgemerkt dat dit maximumtarieven zijn aangezien er bij langere termijn beleggingen een taper relief is en de belastbare basis dan dus kleiner is dan 100% van de meerwaarde.

2.4.2.5.2 *Vennootschappen*

In vennootschappen worden de meerwaarden op aandelen in de vennootschapsbelasting opgenomen. Het systeem van vennootschapsbelasting is gelijkaardig aan het Belgische systeem. Het normale tarief is 30% en voor kleinere vennootschappen bestaat een verlaagd tarief dat begint aan 20%. Deze meerwaarden zullen dus ergens tussen 20 en 30% belast worden.

2.4.3 Het vorige systeem¹⁸

Het vroegere systeem is in lange tijd ongewijzigd gebleven. Er bestond in dit systeem een gelijkaardige vrijstelling (reëel ongeveer even hoog). Er werd echter een onderscheid gemaakt tussen lange en korte termijn meerwaarden (meer en minder dan een jaar). Lange termijn meerwaarden werden aan 30% belast en korte termijn meerwaarden werden bij het arbeidsinkomen geteld en dus mee bij de belastbare basis voor de personenbelasting geteld. Dit systeem bracht echter met zich mee dat korte termijn meerwaarden soms lager belast werden dan lange termijn meerwaarden.

2.4.4 Besluit

Ook in het Verenigd Koninkrijk is er blijkbaar gedurende het laatste decennium veel over hun meerwaardebelasting gezegd. Ze hebben dan ook het hele systeem van meerwaarden omgevormd van een proportioneel naar een progressief systeem met drie belastingschijven.

2.5 *Overige landen*

2.5.1 Inleiding

De verschillende systemen werden al aangetoond aan de hand van een landenvoorbeeld (zie hierboven). Om echter de impact van de verschillende systemen te kennen dienen we toch een wereldwijde kijk te hebben op het gebruik van deze verschillende systemen. Aangezien er de laatste jaren in vele landen aanpassingen van de meerwaardebelastingstelsels zijn geweest leek het mij ook aangewezen om een

¹⁸ OCDE, 1988, p 131

terugblik naar het verleden te nemen. In volgende tabel heb ik getracht om zowel de situatie in 1998 als deze in 1988 weer te geven. Dit werd gedaan aan de hand van een studie van het American Council for Capital Formation Center (ACCF, 1998) voor de gegevens van 1998 en aan de hand van een studie van de OESO (OECD, 1988) uit 1988. Voor de gegevens van het Verenigd Koninkrijk (aanpassing in 1998) werden de gegevens van de ACCF studie aangepast aan het nieuwe stelsel.

2.5.2 Vergelijking

Land	1998				1988		
	Maximaal belasting- percentage in de personen- belasting	Hoogste belastinggraad op meerwaarden		Minimale periode voor lange termijn	Hoogste belastinggraad op meerwaarden		Minimale periode voor lange termijn
		Korte termijn	Lange termijn		Korte termijn	Lange termijn	
Argentinië	33%	Vrijgesteld	Vrijgesteld	Geen			
Australië	48,5%	48,5%	48,5% aankoopprijs wordt geïndexeerd	Geen	als inkomen (zie ook 1998)	als inkomen (zie ook 1998)	geen
België	56,7%	Vrijgesteld	Vrijgesteld	Geen			
Brazilië	27,5%	15%	15%	Geen			
Canada	31,3%	23,5%	23,5%	Geen	Helft als inkomen	Helft als inkomen	geen
Chili	45%	45%; vrijstelling tot \$6.600	45%; vrijstelling tot \$6.600	Geen			
China	45%	20% beursgenoteerde aandelen vrijgesteld	20% beursgenoteerde aandelen vrijgesteld	Geen			
Denemarken	61,7%	40%	40% aandelen van minder dan \$16.000 vrijgesteld na 3 jaar	3 jaar	50%	50%	geen
Frankrijk	58,1%	26% vrijstelling van \$8.315	26% vrijstelling van \$8.315	Geen	afhankelijk van aard van aandeel	afhankelijk van aard van aandeel	korte termijn % hoger dan lange termijn %
Duitsland	55,9%	55,9%	Vrijgesteld	6 maand			
Hong Kong	20%	Vrijgesteld	Vrijgesteld	Geen			
Indië	30%	30%	20%	1 jaar			
Indonesië	30%	0,1%	0,1%	Geen			
Italië	46%	12,5%	12,5%	Geen			

Land	1998				1988		
	Maximaal belasting- percentage in de personen- belasting	Hoogste belastinggraad op meerwaarden		Minimale periode voor lange termijn	Hoogste belastinggraad op meerwaarden		Minimale periode voor lange termijn
		Korte termijn	Lange termijn		Korte termijn	Lange termijn	
Japan	50%	1,25% van de verkoopprijs of 20% van de meerwaarde	1,25% van de verkoopprijs of 20% van de meerwaarde	Geen	als inkomen	helpt als inkomen	5 jaar
Korea	40%	20% beursgenoteerde aandelen vrijgesteld	20% beursgenoteerde aandelen vrijgesteld	Geen			
Mexico	35%	Vrijgesteld	Vrijgesteld	Geen			
Nederland	60%	Vrijgesteld	Vrijgesteld	Geen			
Polen	40%	Vrijgesteld	Vrijgesteld	Geen			
Singapore	28%	Vrijgesteld	Vrijgesteld	Geen			
Taiwan	40%	Vrijgesteld	Vrijgesteld	Geen			
Verenigd Koninkrijk	40%	40% vrijstelling van 7.500£	40% vrijstelling van 7.500£	1 tot 10 jaar (taper relief)	30% vrijstelling van 6.300£	30% vrijstelling van 6.300£	geen
Verenigde Staten	39,6%	39,6%	20%	1 jaar	als inkomen	voor 40% belast als inkomen	6 maand
Zweden	57%	30%	30%	Geen	als inkomen	Als inkomen	geen
Gemiddelde	42,4%	19,4%	15,9%	79,2 % hebben geen periode			

Tabel 4: Vergelijking van meerwaardebelasting internationaal en in de tijd

In deze internationale evolutie is het vooral opvallend dat de vele landen hun systeem gewijzigd hebben van een systeem dat onder de inkomstenbelasting viel naar een systeem waarbij meerwaarden in een afzonderlijk stelsel belast worden. Enkele recente evoluties die door de American Council for Capital Formation in een studie uit 2000 worden aangehaald (ACCF, 2000) zijn:

- Het verlagen van de hoogste belastingsschijf voor meerwaardebelasting van 48,5 % tot 24% in Australië voor fysieke personen en van 36% tot 30% voor bedrijven.

- Het voorstel om in Canada de hoogste tarieven te verlagen van 21,7% tot 19,1% voor fysieke personen en van 21,8% tot 14,4% voor bedrijven
- Het Duitse voorstel om de meerwaardebelasting voor bedrijven af te schaffen.

Uit deze voorbeelden haalt de ACCF de conclusie dat in vele landen de belasting van meerwaarden verlaagd wordt en dat dit een negatief gevolg zou hebben op de hoger belaste Amerikaanse kapitaalsvorming.

2.6 Besluit

Uit voorgaande analyse blijkt dat meerwaardebelasting op aandelen complexe en gedifferentieerde materie is waar onderlinge verschillen tussen landen de internationale kapitaalstromen kunnen beïnvloeden. Deze verschillen in meerwaardebelastingpolitiek hebben hun oorsprong in verschillende, vooral politieke elementen en motiveringen. Verder zal ik de economische achtergrond waartegen deze beslissingen worden genomen trachten toe te lichten aan de hand van enkele prominente economische studies. In het volgende hoofdstuk zullen de Empirische studies aan bod om dan over te gaan tot de theoretische invalshoeken.

Hoofdstuk 3 De meerwaardebelasting in een Empirisch kader

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zullen enkele empirische studies aan bod komen die trachten de evolutie van de economie (of delen ervan) te bepalen aan de hand van veranderingen in de belastingsstelsels uit het verleden. Bij het beschouwen van deze empirische studies, waarvan de meeste uit de Verenigde Staten komen, dient rekening gehouden te worden met de verschillen tussen de Amerikaanse en de Belgische economie. Er werd voor gekozen om deze studies voor de puur economisch-theoretische studies te plaatsen, daardoor kan de lezer de opgedane kennis i.v.m. de praktijk onmiddellijk toetsen aan de theorie die later behandeld wordt.

3.2 De reactie van aandelenkoersen op de tariefverlaging in de VS in 1997 – de impact van het al dan niet uitbetalen van dividenden¹⁹

3.2.1 Inleiding

Deze studie probeert de merkwaardige wijzigingen van de aandelenkoersen in mei 1997 in kaart te brengen. Dit was de periode waarin het Amerikaanse Congres een akkoord bereikte i.v.m. de verlaging van de meerwaardebelasting (o.m. op aandelen). Door deze verlaging werd de lange termijn belastingsgraad van 28% teruggebracht naar 20%. Dit is volgens Lang een unieke kans om de reactie van de aandelenkoersen te bepalen, en meteen ook de impact van de meerwaardebelasting hierop. Hij stelt dat de uitkomst van een belastingverlaging door verschillende theorieën op verschillende manieren wordt geëvalueerd. Zo zijn er zowel theorieën te vinden die een stijging, een daling als een gelijk blijven van de aandelenkoersen door deze verlaging voorspellen. De bedoeling van deze studie is dus dit in de praktijk na te gaan aan de hand van de cijfers uit mei 1997.

¹⁹ Capitalization of capital gains taxes: evidence from stock price reactions to the 1997 rate reduction; (Lang Mark H./ 2000)

3.2.2 De analyse

3.2.2.1 *Uitgangspunten*

De analyse gaat ervan uit dat indien de belegger zijn winsten niet uitgekeerd krijgt, d.w.z. niet de volledige winst door de onderneming uitgekeerd wordt als dividend, hij deze zal realiseren en kapitaliseren in de vorm van meerwaarden. Deze meerwaarden worden dus door een daling van de belasting erop groter en dus zouden de aandelenkoersen moeten stijgen aan de hand van de wetenschap dat de aandelen rendabeler zijn en dus door meer mensen gekocht gaan worden. Dit is uiteraard meer het geval in bedrijven die weinig dividend uitbetalen (en toch winst maken).

3.2.2.2 *De regressie*

Hij stelt hiertoe volgende regressie op²⁰:

$$Return_{it} = \beta_1 \cdot Dividend_i + \beta_2 \cdot Week_t + \beta_3 \cdot Week_t \cdot Dividend_i + \sum \beta_{4i} \cdot S \& P500_{it} + \varepsilon_{it}$$

Waarbij:

- i: de verschillende bedrijven van de Standard and Poors 500 index
- t: de verschillende weken (129 weken van januari 1995 tot mei 1997)
- dividend: 1 indien dividend uitgekeerd in voorgaand jaar, anders 0
- week: 1 indien het de week was waarin de wijziging bekend gemaakt werd, anders 0
- ε : storingsterm

Deze regressie laat ons toe om een onderscheid te maken tussen bedrijven die een dividend uitkeren en bedrijven die dat niet doen enerzijds en anderzijds tussen de reactie in gewone weken en in de week van de tariefverlaging.

De analyse werd uitgevoerd op 2000 bedrijven gedurende de periode tussen januari 1995 en mei 1997, dit geeft een totaal van 239.296 waarnemingen. 63% van deze bedrijven betalen dividenden die gemiddeld 2,8% van hun marktwaarde bedragen.

De laatste week waarover de waarnemingen lopen is van 29 april tot 5 mei 1997, de week waarin de verlaging werd bekend gemaakt (nl. op 30 april 1997).

Eerst en vooral wordt door Lang opgemerkt dat de returns van zowel aandelen met dividend (gemiddeld: 6,1%) als aandelen zonder dividend (gemiddeld: 12,9%) in de laatste week hoger waren dan in alle andere weken die beschouwd werden. Ook hier

²⁰ Lang 2000 / p. 77 vgl 8

wordt al duidelijk dat de aandelen zonder dividend het beter doen dan deze met dividend.

3.2.3 Conclusie

De resultaten van deze regressie worden niet weergegeven door Lang, hij tracht echter de regressie verder te verfijnen door meer variabelen in te brengen (log(marktwaarde), schulden/eigen vermogen en return op eigen vermogen) die volgens hem de prijs van de aandelen bepalen. Hij bekomt echter in zijn verschillende modellen telkens een negatieve coëfficiënt (-4,15) voor β_3 wat wijst op een invloed van het al dan niet betalen van dividend.

Hiermee toont hij aan dat er een relatie bestaat tussen al dan niet uitkeren van dividenden en onmiddellijk ook dat bedrijven die dividenden uitbetalen minder afhankelijk zijn van meerwaardebelasting dan bedrijven die geen dividenden uitbetalen (zij kapitaliseren echter hun winsten en creëren daardoor hogere meerwaarden).

Verder maakt hij ook de opsplitsing naar de grootte van het dividend en hier slaagt hij er ook in om aan te tonen dat deze grootte een invloed heeft op de aandelenkoersevolutie bij een daling van de meerwaardebelasting. Aandelen die hoge dividenden uitbetalen zullen minder stijgen dan aandelen die slechts een laag dividend uitbetalen.

3.3 Het verband tussen risicodragend kapitaal en de meerwaardebelasting²¹

3.3.1 Inleiding

De bedoeling van deze studie is het aantonen van een verband tussen de activiteit op de risicokapitaalmarkt en de hoogte van de meerwaardebelasting op de aandelen. Historisch gezien, stelt Poterba vast, is er een tendens om de meerwaardebelasting als grote boosdoener te zien die risicodragend kapitaal hypothekeert en zo dus ook de groei van nieuwe, innovatieve bedrijven afremt. Hij splitst deze hypotheek op in twee delen. Vooreerst de rechtstreekse invloed van de belasting op de investeerders, waardoor deze misschien minder geneigd zullen zijn om in risicodragend kapitaal te investeren. Dit kapitaal is echter meestal ook groeikapitaal en deze bedrijven keren ook zelden dividenden uit. Maar ook en volgens Poterba de voornaamste reden zou zijn dat deze

²¹ Poterba, James 1989

groeibedrijven hun managers en onderzoekers in belangrijke mate kunnen rekruteren door het aanbieden van opties. Deze opties zouden door een hoge meerwaardebelasting minder waard worden en zo dus de groeibedrijven in moeilijkheden kunnen brengen om de nodige bekwame mensen aan te kunnen trekken.

Het onderzoek van Poterba strekt zich uit van 1969 tot 1988. Om in dit onderzoek de toevalligheid van de tijdsgeest te vermijden zal vergeleken worden tussen drie landen, nl. de Verenigde Staten, Engeland en Canada.

3.3.2 De analyse

3.3.2.1 Gegevens

Er bestaat volgens Poterba een duidelijke link. Hij toont aan dat na de verlaging van de belasting op meerwaarden in de VS in 1978 en 1981, het peil van de investeringen in risicodragend kapitaal sterk toenamen. Dit kan makkelijk gezien worden in volgende tabel

Jaar	Investering in risicokapitaal (in mln \$)	Maximum belasting op de meerwaarden (in %)
1975	19.8	35
1976	93.3	35
1977	68.2	35
1978	978.1	33.8
1979	449.2	28
1980	961.4	28
1981	1627.8	23.7
1982	2118.6	20
1983	5097.7	20
1984	4590.0	20
1985	3502.3	20
1986	4650.1	20
1987	4900.0	28

Tabel 5: Aanbod van groeikapitaal in de VS (1975-1987) ²²

²² Poterba 1989 tussens p3 en p4

Bij de stijging van het belastingtarief in 1987 echter blijkt niet onmiddellijk een daling van de investeringen. Indien men echter de vergelijking maakt met de andere landen is de stijging in de VS slechts zeer gering, en bestaat er volgens Poterba dus ook hier een sterk negatieve invloed. In het VK verdubbelde de investeringen namelijk tussen 1986 en 1987, en in Canada stegen ze zelfs van 206mln\$ tot 800mln\$.

Deze duidelijk bestaande negatieve correlatie tussen de investeringen en het belastingtarief is echter geen voldoende bewijs. Zo zijn er inderdaad ook nog veranderingen geweest in andere wetgevingen zoals bv. de arbeidswetgeving. Een internationale vergelijking geeft echter wel hetzelfde resultaat, de stijging van groeikapitaalfondsen in de VS tussen 1976 en 1986 is veel groter dan in de andere landen. In deze andere landen was er geen daling van de meerwaardebelasting in deze periode. In de VS waren de groeikapitaalfondsen in 1986 4,85 keer zo groot als in 1976. In Canada was dit slechts 1,75 keer.

3.3.2.2 *Besluiten*

Hij stelt een dubbele relatie vast. Enerzijds zijn verlagingen van de belastingstarieven een stimulans voor het aanbod van groeikapitaal (aangezien de nettomeerwaarde na belasting hoger gaat zijn en investeerders dus meer geneigd zullen zijn om er in te investeren). Anderzijds stelt hij ook een toename vast van de vraag naar groeikapitaal omdat ondernemers op een goedkopere manier werknemers kunnen lokken d.m.v. aandelenopties.

3.3.2.3 *Vervolg*

Hij probeert voor deze twee een ideale belastingsgraad op te stellen, maar stelt later dan weer dat het belasten van groeikapitaal onder de gewone vorm van meerwaardebelasting niet echt nuttig is aangezien het groeikapitaal slechts 1% van de totale marktkapitalisatie uitmaakt en dit systeem dus ook de 99 andere percenten zou beïnvloeden.

3.3.3 **Besluit**

Poterba stelt inderdaad deze dubbele stimulans vast voor zowel aandeelhouders als ondernemers. Deze stimulans zou echter door een algemene daling van de meerwaardebelasting ook ten goede komen aan andere, niet-groeibedrijven, die hierdoor mee van de koek zouden eten. Hij ziet echter ook geen soelaas in het apart belasten van meerwaarden op groeibedrijven en niet-groeibedrijven (waarbij groeibedrijven dan lager zouden belast worden) omdat een dergelijke regeling de traditionele bedrijven zou

stimuleren om zich als groeibedrijf te profileren en ze daardoor minder efficiënte vormen zullen gaan aannemen enerzijds en dat ze dan ook weer voor de belastingverlaging in aanmerking komen.

3.4 *Inkomsten van meerwaardebelasting en de tarieven*²³

3.4.1 Inleiding

De bedoeling van Eichner in deze studie is het bepalen van de elasticiteit van de meerwaarden t.o.v. de meerwaardebelasting. M.a.w. hoeveel gaan de meerwaarden stijgen als de belasting daalt. Hij citeert eerst enkele voorgaande studies waaronder Gillingham en Greenless (1992) die elasticiteiten tussen -0,05 en -1,78 vonden, echter voornamelijk rond -0,5 en -0,9. Hij vernoemt ook een studie van Burman en Randolph (1994) en Auten en Clotfeller die eveneens allemaal negatieve waarden significant verschillend van nul vinden. Er bestaat dus volgens Eichner historisch gezien een negatief verband tussen de belasting op meerwaarden en de meerwaarde zelf. Hij wil dit echter opnieuw onderzoeken omdat volgens hem in het laatste decennium de omstandigheden op de financiële markten sterk geëvolueerd zijn. Zo worden steeds meer beleggingen via beleggingsfondsen gedaan, waardoor de verandering in keuze van het type belegging minder evident wordt (uitstap en instappremies werpen rigiditeiten op). Ook hebben, door de veelvuldige wijzigingen in de Amerikaanse tarieven, de beleggers veel van hun meerwaarden al gerealiseerd en dus blijven er minder te realiseren meerwaarden over bij een eventuele daling van de tarieven. Hij probeert nu dus opnieuw een schatting te maken van de elasticiteiten.

3.4.2 De analyse

De regressie werd opgesplitst in twee delen, de gegevens van 1954 tot 1985 en die van 1954 tot 1997. Deze enkel om een verschil te kunnen zien in de lange termijn evolutie over de afgelopen jaren.

Als verklaarde variabele wordt de logaritme van het inkomen uit lange termijn meerwaardebelastingen genomen. Deze worden in dit model verklaard door volgende variabelen:

- Het gewogen gemiddelde van de marginale belastingsgraad
- De logaritme van de Inflatie (GNP deflator)

²³ Eichner, M. 2000 : Capital gains tax realisations and tax rates: New evidence from time series

- De logaritme van de waarde van de aandelen gehouden door privé personen
- De logaritme van het BNP
- De logaritme van het verschil in BNP
- Een constante

Hieronder volgt de tabel van zijn resultaten.

²⁴	1955-1985	1955-1997
Elasticiteit	-0,64 (0,36)	-0,81 (0,26)
Marginale belastinggraad	-3,60 (2,04)	-4,14 (1,35)
Log inflatie	1,74 (1,11)	1,71 (1,53)
Log waarde van aandelen	0,60 (0,13)	0,66 (0,18)
Log BNP	3,01 (1,42)	3,70 (1,93)
Log verschil BNP	0,79 (0,91)	0,75 (1,29)
Constante term	-0,09 (0,09)	-0,12 (0,11)
Adj. R ²	0,5385	0,4058
Durbin- Watson	2,63	2,60

Tabel 6: Resultaten voor elasticiteitsonderzoek Eichner

Hoewel de elasticiteit door het toevoegen van de laatste periode van 12 jaar gevoelig toeneemt (van -0,64 tot -0,81), blijft de waarde van alle verklarende variabelen min of meer gelijk en treed daar nergens een statistisch significante wijziging op. Eichner vraagt zich verder af of het niet de invloed van één bepaald jaar is die de elasticiteit zo een grote sprong laat maken. Door het invoeren van dummy variabelen voor de jaren 1986 en 1997 (dit zijn de jaren waarin er een mogelijkheid was voor de beleggers om in te spelen op een aankomende verandering in het tarief van de belasting) schakelt hij het

²⁴ Standaardafwijking tussen haakjes.

effect van deze jaren uit. Ook gaat hij het belastingpeil op een andere manier wegen en zal daardoor uiteindelijk tot een elasticiteit komen van $-0,74$ over de lange termijn.

3.4.3 Besluit

Er bestaat zeker een verband tussen de belastinginkomsten en de belastingsgraad. De elasticiteit werd door Eichner op $-0,74$ bepaald, dwz dat voor elke daling van 1% in de belastinggraad er een stijging is van $0,74\%$ van de gerealiseerde meerwaarden. De vraag kan echter gesteld worden of de opeenvolgende wijzigingen in de belastingen geen invloed hebben op deze elasticiteit. Hiervoor biedt ook Eichner geen oplossing aan, hij merkt echter wel op dat de enorme grote gerealiseerde meerwaarden in 1986 niet meer in latere jaren kunnen gerealiseerd worden. Hiermee stelt hij dat een verlaging van de belasting bv. in 1988 een kleiner effect zou hebben dan ze nu gehad heeft in 1997.

3.5 **Meerwaardebelasting: anticiperen rijken anders dan anderen**²⁵

3.5.1 Inleiding

Deze studie brengt het verschil in kaart tussen de resultaten van een verandering in belastingtarief voor rijken en de rest. M.a.w. gaan rijken sneller of anders reageren op een stijging of daling van de meerwaardebelasting. Dit onderscheid is voor dit eindwerk minder van economische waarde, maar draagt toch bij om de draagkracht van bepaalde sociale argumenten te appreciëren.

Volgens Auerbach zijn enkel de *'Rich and sophisticated'* bezig met het ontwijken van belastingen en zullen zij dan ook een grotere mobiliteit van kapitaal t.a.v. het belastingtarief vertonen.

3.5.2 Analyse

De analyse van Auerbach bepaalt de elasticiteit voor de hele bevolking op de lange termijn op $-0,335$ en op korte termijn op $-4,907$. Dit doet hij aan de hand van een studie van de inkomsten tussen 1986 en 1993. Verder bepaalt hij twee aparte groepen namelijk de rijken en de *'sophisticated'*. Onder de rijken verstaat hij iedereen met bezittingen die meer dan 10 miljoen dollar waard zijn, de *'sophisticated'* definieert hij als iedereen die aan geavanceerde beleggingen doet (deze dienen in de VS apart te worden aangegeven en kunnen dus zo opgesplitst worden). Deze sophisticated zijn dus de mensen die in

²⁵ Studie door Auerbach 2000

opties en/of futures handelen of die aan short selling doen. Hij komt hiermee tot volgende elasticiteiten:

Algemeen	Lange termijn	-0,335
	Korte termijn	-4,907
De Rijken	Lange termijn	-0,047
	Korte termijn	-11,315
De ‘Sophisticated’	Lange termijn	-0,071
	Korte termijn	-5,111

Tabel 7: Elasticiteit vergeleken tussen rijken en ‘sophisticated’²⁶

Hij verwerpt door zijn studie de veronderstelling dat een rijke of een sophisticated dezelfde reactie heeft op een wijziging van de belastinggraad met een zekerheid van 99%. Ook blijken zowel de rijken als de sophisticated op lange termijn minder te reageren op wijzigingen in de belasting, ze doen dit echter allebei meer op een korte termijn, waardoor uiteraard op lange termijn een compensatie ontstaat. (men kan niet blijven verkopen, en moet uiteindelijk iets met zijn geld doen).

3.5.3 Besluit

Deze studie duidt geen algemeen principe i.v.m. meerwaarden en meerwaardebelasting. Het duidt echter wel op het feit dat indien iemand op korte termijn heviger reageert hij op langere termijn minder grote sprongen maakt. Hij kan met andere woorden niet blijven reageren op een evolutie van de belastinggraad.

Auerbach hoopt hiermee een aanzet te geven tot een aanpassing van de theorieën betreffende meerwaardebelasting om met dit fenomeen rekening te houden.

3.6 *Andere*²⁷

3.6.1 Inleiding

Een samenvatting van andere empirische studies werd gevonden in IMF working paper 89/100 door Krister Andersson.

Omdat over meerwaardebelasting en voornamelijk over de elasticiteit van de belasting t.o.v. de gerealiseerde meerwaarden al vele werken zijn verschenen wordt de

²⁶ Auerbach 2000 tabel 1 en tabel 2

²⁷ Andersson 1989

samenvatting in dit werk gebruikt om de bespreking toch overzichtelijk te houden. In deze paper probeert Andersson een overzicht te geven van de tot dan toe bestaande empirische studies en hun resultaten.

3.6.2 Resultaten

Om de resultaten te bekomen verdeeld Andersson de verschillende studies in 2 soorten namelijk deze die doorheen de tijd en deze die in een bepaald jaar verschillende groepen vergelijken. De uitkomsten (elasticiteiten) van al deze verschillende studies tonen enorme verschillen, toch bekomen ze allemaal een negatief verband. Er wordt verder nog een onderscheid gemaakt tussen studies die alle meerwaarden evalueerden (dus ook deze die niet van aandelen afkomstig zijn) en deze die enkel de meerwaarden op aandelen beschrijven.

Studie	Type Gegevens	Type Meerwaarden	Elasticiteit
Feldstein, Slemron en Yitzhaki (1980)	Hoge inkomens uit 1973	Aandelen	-3,75
Minarik (1981)	Hoge inkomens uit 1973	Aandelen	-0,44 tot -0,79
Auten en Clotfelter (1982)	Gemiddelde inkomens tussen 1967 en 1973	Alle	KT: -0,91 tot -3,46 LT: -0,36 tot -1,45
US Treasury (1985)	1971 tot 1975	Alle	LT: -1,16 tot -2,2
US Treasury (1985)	1971 tot 1975	Aandelen	-2,07
US Treasury (1985)	1954 tot 1985	Alle	KT: -1,3 LT: -0,8
Lindsey (1987)	1965 tot 1982	Alle	KT: -2,14 LT: -1,37
Darby, Cillingham en Greenless (1988)	1954 tot 1985	Alle	LT: -0,79 tot -1,55
Congressional Budget Office(1988)	1954 tot 1985	Alle	LT: -0,79 tot -0,99
Auerbach (1988)	1954 tot 1985	Alle	LT: -0,06 tot -1,08

Tabel 8: bron: Department of the treasury, Office of Tax Analysis, Maart 1989

3.7 Meerwaardebelasting: progressief of proportioneel

3.7.1 Inleiding

Aangezien de meeste meerwaarden gerealiseerd worden door de groepen met het hoogste inkomen kan men zich afvragen of het interessant zou zijn deze belasting

progressief te maken. Een studie van Haliassos en Lyon²⁸ onderzoekt dit fenomeen. Men kan volgens hen inderdaad stellen dat een verlaging van de hoogste belastingsschijven (Amerika beschikt vandaag al over een gedeeltelijk progressief systeem voor het belasten van meerwaarden) voornamelijk ten goede zou komen aan de ‘upper class’. Aan de andere kant kan ook gesteld worden dat een meerwaarde niet representatief is voor het jaar waarin ze gerealiseerd wordt, sommige mensen met een lager inkomen realiseren plotseling een meerwaarde waarvoor ze al jaren aan het sparen zijn en moeten daar dan een hoger tarief voor betalen. De studie van Haliassos en Lyon probeert in de gegevens van de IRS te bestuderen.

3.7.2 De analyse

Door het bestuderen van het materiaal van de IRS komen ze tot de vaststelling dat hoewel binnen elke inkomensgroep een zekere meerwaarde gerealiseerd wordt, de grootste meerwaarden worden gerealiseerd door de individuen die zich in het hoogste deciel van de inkomsten bevinden. Ook worden meerwaarden voornamelijk door oudere mensen gerealiseerd, ze maken niet het grootste deel uit maar zijn in relatie met hun aantal in de bevolking toch meer aanwezig dan andere leeftijdsgroepen. Uit dit onderzoek blijkt ook dat slechts één vierde van de bevolking meerwaarden realiseert. Haliassos en Lyon stellen dan ook voor dit onderscheid in de inkomensgroepen intern verder te onderzoeken.

3.7.3 Besluit

Haliassos en Lyon staan voor het behoud van het huidige gedeeltelijk progressieve systeem aangezien een afschaffing hiervan volgens hen inderdaad voornamelijk het rijkere deel van de bevolking ten goede zal komen. Ze stellen echter wel voor om de beperking op aftrekbaarheid van verliezen op te heffen daar dit volgens hen een rigiditeit in het systeem vormt en hierdoor het verdelen van het risico tussen iedereen bekomen wordt.

3.8 *Besluit*

In dit hoofdstuk werden verschillende deelaspecten van de meerwaardebelasting op aandelen belicht.

²⁸ Haliassos en Lyon (1993)

Zo bestaat er een duidelijk verband tussen het uitbetalen van dividenden door ondernemingen en de gevoeligheid van hun beurskoers t.a.v. aanpassingen van de belastingstarieven. Deze vaststelling is niet verwonderlijk aangezien bedrijven die dividenden uitkeren automatisch minder meerwaarde creëren. Bedrijven die echter veel meerwaarde creëren (de zogenaamde groeibedrijven) ondervinden dus het meeste last van deze belasting. Ze zouden volgens Poterba apart kunnen belast worden (aan een lager tarief) aangezien ze slechts 1% van de markt uitmaken. Hij wijst echter ook op het feit dat dit in de praktijk niet zo eenvoudig zal zijn.

De relatie tussen de belasting en de meerwaarden zelf is echter niet zo eenduidig. Ze is volgens de meeste studies wel degelijk negatief (dwz als de belasting stijgt, zullen de gerealiseerde meerwaarden afnemen) maar wordt door verschillende economen en in verschillende tijdschakers totaal anders ingevuld. De elasticiteiten voor deze relatie gaan van -0,06 tot -3,75. De meeste bevinden zich echter rond de min één.

Wat wel kan aangetoond worden is dat er een significant verschil is tussen de algemene reactie van alle belastingbetalers en die van de rijkere en de specialisten. De specialisten en rijkere reageren heviger en sneller, dit maakt echter dat ze op langere termijn geen invloed meer uitoefenen. Korte termijn elasticiteiten van rijkere en specialisten gaan tot -11,315. Hierdoor wordt ook bepaald dat deze groep een voordeel haalt uit het snel reageren. De meerwaarden zijn echter nog niet zo groot omdat ze snel reageren en kunnen overstappen naar andere beleggingen of naar andere landen. Het sociale aspect van een dergelijke maatregel kan hierdoor dus ook gedeeltelijk in twijfel getrokken worden, men straft dus niet de rijke maar eerder de middenklasse door het invoeren of verhogen van een meerwaardebelasting op aandelen. Ook het gebruik van een progressief stelsel biedt slechts een gedeeltelijke uitkomst voor een hogere belasting van de rijkere. Dit aangezien de realisatie, en de belasting, van meerwaarden niet noodzakelijk gebeurt in het jaar dat ze ontstaan zijn. Iemand die zijn investering lang aanhoudt zal hierdoor evengoed in hogere belastingsschijven terecht komen.

Hoofdstuk 4 Economische theorie i.v.m. Meerwaardebelasting

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal een overzicht gegeven worden van de meer theoretische beschouwingen t.o.v. meerwaardebelasting. Meer bepaald over de invloed van een meerwaardebelasting op de verschillende deelaspecten van de economie. Zo zal de invloed op risicokapitaal verder aangekaart worde. Nadien wordt een analyse weergegeven van de interactie tussen meerwaardebelasting en de investeringsbeslissingen van ondernemingen. Een vergelijking van de algemene welvaart onder een systeem met en één zonder meerwaardebelasting wordt uiteindelijk gevolgd door een analyse van de optimale plaats waar men een meerwaardebelasting kan heffen. De meeste studies worden op een eenvoudige manier uitgelegd met de klemtoon op de door de auteur ervan vastgestelde besluiten. Het heeft echter geen zin alle studies uitvoerig toe te lichten daar dit m.i. buiten het bestek van dit werk valt en dit de lezer enkel zou afleiden van de resultaten die uit de studie naar voren komen. De geïnteresseerde lezer kan de gedetailleerde studies met volledige beschrijving van de methodologie en resultaten terugvinden in de respectievelijke tijdschriften.

4.2 De invloed van meerwaardebelasting op risicokapitaal

4.2.1 Inleiding

Hier zal de praktijkstudie en bijhorende veronderstellingen van James Poterba (1989) in een meer theoretisch licht worden geplaatst, om zo naar de redenen van de negatieve invloed van de belasting op de groeibedrijven te kijken.

Het zal in dit deel voornamelijk gaan over het ‘lock-in’ effect²⁹. Dit effect ontstaat door enkel de gerealiseerde meerwaarden te belasten. Omdat aandeelhouders geen belasting hoeven te betalen zolang ze geen aandelen verkopen zullen ze dus ook minder geneigd zijn dit ooit te doen waardoor de mobiliteit van kapitaal belemmerd wordt. Als men zijn aandelen die men bezit niet wil verkopen kan men ook geen investeringen doen in nieuwe bedrijven. Om dit aan te tonen zal een studie van J. Meade (1990) besproken worden die dieper op dit aspect ingaat een tracht de omvang van dit effect vast te stellen.

²⁹ Meade, J 1990

4.2.2 Meade, Janet (1990): een studie over het lock-in effect en de meerwaardebelasting op aandelen.

4.2.2.1 Opbouw van het model

Veronderstellen we dat een aandeel x gekocht wordt tegen een prijs x_0 in periode 0 en in periode 1 een waarde heeft van x_1 . Stellen we de verwachte meerwaarde gelijk aan i dan bekomen we volgende formule voor de waarde voor belastingen:

$$E(x_n) = x_1(1+i)^{n-1}$$

Indien onze investeerder in periode 1 zijn aandeel x verkoopt om een aandeel y te kopen met een hoger risicoprofiel en een opbrengst j , dan zal hij een meerwaardebelasting t moeten betalen. Hij kan dan na belasting dus nog $x_0 + (x_1 - x_0)(1-t)$ beleggen in aandeel y . Er van uitgaande dat de prijzen constant blijven en k de benodigde groeivoet is voor een belegging met het hogere risicoprofiel (beleggingen met een hoger risico dienen meer op te brengen aangezien de kans op verlies ook toeneemt). Er van uitgaande dat de belegger zijn winst probeert te maximaliseren in periode n , kunnen we volgende vergelijking opstellen:

$$(1+j)^{n-1} > (1+i+k)^{n-1} + \frac{t(x_1 - x_0)(1+i)^{n-1}}{x_0 + (x_1 - x_0)(1-t)}$$

De opbrengst van het risicoaandeel dient dus niet enkel de hogere risicopremie k te dekken, maar ook de belasting die dient betaald te worden op de vorige belegging. De belegging in groeiaandelen wordt dus afgeremd omdat, zelfs onafhankelijk van de risicobereidheid van de belegger, het groeiaandeel een hogere benodigde return zal hebben.

Deze veronderstelling dient uiteraard gerelativeerd te worden. Volgens Meade zijn er vijf elementen die deze stelling kunnen nuanceren en waardoor rekening kan worden gehouden met dit probleem. Ten eerste is het mogelijk dat een bepaalde meerwaarde kan gecompenseerd worden met een andere minderwaarde. Ten tweede dient men rekening te houden met het feit dat er intresten zouden kunnen worden ingebracht (en dus in mindering gebracht worden van de belasting). Ten derde kan een 'mark-to-market' systeem opgesteld worden waarbij alle meerwaarden (ook de niet-gerealiseerde) belast worden. Ten vierde zou een 'roll-over' systeem kunnen opgevat worden om ervoor te zorgen dat de positieve herinvestering van het bedrag van de eerste investering, een uitstel van belasting teweeg brengt. Ten vijfde zou natuurlijk gewoon de hoogte van de belasting kunnen beperkt worden om zo het effect te verminderen.

Een vrijstelling van een bepaald deel (p) van de belasting zou het volgende resultaat geven:

$$(1 + j)^{n-1} > (1 + i + k)^{n-1} + \frac{t(1 - p)(x_1 - x_0)(1 + i)^{n-1}}{x_0 + (x_1 - x_0)(1 - t + tp)}$$

Hierdoor zou inderdaad de drempel voor de belegger dalen, en is de kans groter dat een belegger in het aandeel y zou beleggen.

Het is duidelijk dat in zowel het ‘mark-to-market’ systeem (waar de belasting jaarlijks wordt geheven en niet bij de realisatie) als bij het ‘roll-over’ systeem (waarbij herinvestering niet belast wordt) er geen sprake is van een lock-in effect, aangezien de verkoop van aandeel x geen bijkomende belasting teweeg brengt.

Er bestaat echter toch een essentieel verschil tussen beide systemen. In een mark-to-market systeem is het niet mogelijk om de huidige verliezen tegen vroegere winsten af te zetten, ze zouden enkel tegen toekomstige winsten kunnen gebruikt worden. Bij een roll-over systeem wordt echter op elk moment de totale meerwaarde (door de jaren heen) belast, en worden dergelijke verliezen dus wel degelijk tegen vorige winsten afgerekend. Daarom wordt bij een roll-over systeem het risico van y beperkt omdat indien men op y verlies maakt dit verlies voor de belastingen kan worden gecupereerd op de winsten die op x gemaakt werden. Als we dit verschil in risico als m bepalen, dan is de drempel in een roll-over systeem $j > t + k - m$, waar dit voor een systeem met jaarlijkse belasting $j > t + k$ is.

Een samenvattende tabel van de verschillende systemen wordt door Meale als volgt gegeven³⁰:

³⁰ Meade, 1990, p. 415

Regime	Moment van belasting	Behandeling van:		Effect op:	
		Meerwaarden	Minderwaarden	Lock-in	Nieuwe risico-investering
Belasting aan gewone tarieven	Bij realisatie	Volledig belast	Aftrekbaar t.a.v. meerwaarden en beperkt t.a.v. het andere inkomen	Sterk	Zwak
Belasting aan gewone tarieven, met vrijstelling van een bepaald deel	Bij realisatie	KT: volledig belast LT: gedeeltelijk volledig belast, gedeeltelijk vrijgesteld	Aftrekbaar t.a.v. meerwaarden en een deel van het andere inkomen, LT verliezen moeten ook verminderd worden als ze t.a.v. het andere inkomen gesteld worden	Zwak	Gemiddeld
Belasting met aftrek-mogelijkheid van intresten	Bij realisatie, gift of overlijden	Volledig belast met een intrestvrijstelling	Aftrekbaar t.a.v. meerwaarden en een deel van het andere inkomen	Zwak	Gemiddeld
Mark-to-market	Jaarlijks	Volledig belast	Aftrekbaar t.a.v. meerwaarde, kunnen overgedragen worden naar de toekomst	Geen	Gemiddeld
Roll-over systeem	Bij consumptie of overlijden	Volledig belast	Aftrekbaar t.a.v. meerwaarde, kunnen overgedragen worden naar de toekomst en uit het verleden	Geen	Sterk

Tabel 9: Alternatieve belastingsregimes en hun impact op groeikapitaal volgens Meade

4.2.2.2 Conclusie

Meade stelde deze verschillende systemen d.m.v. computermodellen voor aan een aantal ervaren beleggers en kwam tot volgende vaststellingen. De meeste beleggers gingen in het model met een roll-over systeem het meest overschakelen op een meer risicovolle belegging. Nadien volgden het mark-to-market systeem, het systeem met de vrijstelling, het systeem met de intrestvrijstelling en het normale systeem. Deze proeven tonen aan dat het risico mijden van beleggers niet de enige reden is om niet in groeiwaarden te investeren. Een andere belangrijke factor is de belasting erop.

Meade maakt echter niet de bemerking dat een aanpassing van het hele meerwaarde-systeem voor een sector die volgens Poterba slechts 1% van de marktkapitalisatie is, misschien toch wat overdreven is.

4.2.3 Klein, Peter (1998)

4.2.3.1 Inleiding

Peter Klein probeert in zijn studie een ‘asset pricing model’ te ontwikkelen rekening houdende met een lock-in effect zoals hiervoor beschreven. Hij stelt vooreerst dat vele werken voor hem een lock-in effect vermeden door bij de hypothesen de belasting op de meerwaarden te verwaarlozen, of door te veronderstellen dat men oneindig lang short kan gaan zonder kosten. Het doel van zijn artikel is om aan te tonen dat een lock-in effect de prijs van de aandelen voor belastingen naar beneden drukt.

4.2.3.2 Besluiten

Hij komt na het opstellen van zijn volledig model effectief tot de vaststelling dat een lock-in effect bestaat en dat dit een ‘*slowly dissipating return reversal*³¹’, veroorzaakt.

Hij stelt dat dit overeenkomt met bestaande empirische studies (maar vergeet wel te vermelden met welke). De koers wordt dus mede bepaald door de al gemaakte, maar nog niet gerealiseerde meerwaarden, aangezien deze een afremming van de verkoop van de aandelen teweeg brengen.

³¹ een trage verspreide ommekeer in de opbrengst

4.3 De invloed van meerwaardebelasting op investeringsbeslissingen van ondernemingen

4.3.1 McGee (1998)

4.3.1.1 Inleiding

McGee probeert uit te vinden of een daling van de meerwaardebelasting een invloed zou hebben op de investeringsbeslissingen van ondernemingen. Met andere woorden: zouden ondernemingen meer investeren als er geen of een lagere belasting op de meerwaarden van aandelen is.

Hij stelt dat het voor nieuwe bedrijven beter is met een lager kapitaal te beginnen en de winsten binnen het bedrijf te houden, aangezien aandeelhouders op alle uitgekeerde winsten toch belastingen moeten betalen. Hij vindt dus net als Poterba (1989) een verschil tussen jonge bedrijven en oude gevestigde waarden. Hij gaat er dus van uit dat een daling van de meerwaardebelasting een positief effect zal hebben op bedrijven die dan meer gaan investeren.

4.3.1.2 Het model

McGee maakt op basis van de wetenschap dat meerwaarden op aandelen een vorm van kapitaalinkomen zijn en dus in concurrentie staan met andere beleggingen een model dat zijn stelling moet aantonen. Hij stelt dit alles bij een kapitaalsverhoging van een onderneming.

Met r als intrest, V_t als waarde van de onderneming op ogenblik t , D_t de uitbetaalde dividenden en $(V_t - VN_t)$ de meerwaarde voor aandelen van voor de kapitaalsverhoging moeten ze dezelfde opbrengst hebben als een intrest-betalende belegging. Dus:

$$(1 - \theta)rV_t = (1 - \theta)D_t + (1 - c)(V_t - VN_t)$$

Hierbij is θ de roerende voorheffing en c de belasting op meerwaarden.

Hieruit bepalen we V_0 , de huidige waarde van het bedrijf.

$$V_0 = \int_0^{\infty} e^{-pt} \left[\left(\frac{1 - \theta}{1 - c} \right) D_t - VN_t \right] dt$$

Waarbij: $p = r \left(\frac{1 - \theta}{1 - c} \right)$ de 'discount rate' van de onderneming.

De huidige waarde van de onderneming is dus de huidige waarde van alle toekomstige betalingen aan de huidige aandeelhouders na belastingen.

De wijziging t.o.v. de belasting is dan:

$\frac{dV_0}{d\theta} = \frac{V_0}{1-\theta} [rT(1-\theta) - 1]$, waarbij T verondersteld wordt als het dividend dat in de toekomst betaald zal worden (dit om de wiskundige berekeningen te vereenvoudigen en overzichtelijk te houden)

Verder merkt McGee ook op dat het eigenlijk het verschil tussen de twee belastingen is die hiervoor van belang is. Zijnde dus het verschil tussen c en θ .

4.3.1.3 *Besluiten*

Gevestigde bedrijven zullen volgens de conclusies van McGee effectief meer investeren in de veronderstelling dat de rente gelijk blijft en de meerwaardebelasting daalt. De daling van de meerwaardebelasting heeft echter volgens McGee geen invloed op de beslissingen tot het oprichten of het meer investeren van nieuwe bedrijven, waarmee hij naar eigen zeggen in contradictie is met de gevestigde literatuur. Hij stelt dat het verlagen van de meerwaardebelasting geen goede methode is om de bedrijven aan te zetten meer te investeren, dit kan volgens hem beter gebeuren door het verlagen van de vennootschapsbelasting.

4.3.2 Collins (2000)

4.3.2.1 *Inleiding*

Collins stelt vast dat om de waarde van een onderneming te berekenen, men meestal wel rekening houdt met de vennootschapsbelasting, maar nooit met de door de aandeelhouders te betalen belasting. Dit brengt volgens hem een verschil aan tussen de appreciatie van huidige en toekomstige waarde van de onderneming. Hij stelt drie voorspellingen voorop: ten eerste zullen zowel meerwaardebelastingen als roerende voorheffing op dividenden de waardering voor de belegger van het herbelegde kapitaal doen afnemen. Ten tweede zou roerende voorheffing op aandelen ervoor zorgen dat de waardering van de uitgekeerde dividenden minder hoog wordt, maar meerwaardebelastingen doen dit niet. Ten derde zouden roerende voorheffingen de waarde van bestaande, gereserveerde winsten doen dalen, maar opnieuw doen meerwaardebelastingen dit niet. Deze drie samen zouden volgens Collins het raadsel kunnen oplossen waarom het uitkeren van dividenden door de aandeelhouders meer gesmaakt wordt dan het reserveren van winsten, hoewel dit meestal fiscaal voordeliger is.

4.3.2.2 *Het model*

Het model van Collins toont aan dat inderdaad bij het eerst reserveren van winsten en dan later uitkeren er een dubbele (zelfs een driedubbele) belasting geheven wordt op de

winst. Hij stelt inderdaad dat een eerste maal belasting betaald wordt bij het realiseren van de winst door de vennootschap, een tweede maal bij het reserveren van de winst en een derde maal bij het uitkeren van de winst. Dit gaat volgens hem steeds om dezelfde winst, maar deze wordt toch drie keer belast. Bij het onmiddellijk uitkeren van de winst zou er slechts een dubbele belasting zijn aangezien de meerwaarde niet belast wordt.

Er dient volgens Collins echter rekening gehouden te worden met de onderliggende veronderstellingen die bij het opstellen van het model gemaakt werden. Vooral de veronderstelling dat bedrijven uiteindelijk alle winst zullen uitbetalen is belangrijk. Ook belangrijk in deze redenering is uiteraard dat het aandeel tussendoor (dit is tussen de tijd van reserveren en het moment van uitkering) verkocht wordt, anders zijn er in de meeste gevallen geen meerwaardebelastingen verschuldigd.

4.3.2.3 Besluiten

Men zou simpelweg aannemen dat het uitbetalen of het niet uitbetalen van een dividend neutraal zou zijn. Men zou ook kunnen aannemen dat er telkens dubbel belast wordt. Bij uitbetaling zou dan roerende voorheffing en vennootschapsbelasting betaald worden. Bij niet uitbetaling echter zou bij verkoop vennootschapsbelasting en meerwaardebelasting betaald worden. Collins is het echter met deze stellingname niet eens want hij toont aan dat bij niet uitkering een driedubbele belasting geldt. De twee belastingen zoals hiervoor geschetst en ook de roerende voorheffing, zij het impliciet. Deze roerende voorheffing zit volgens Collins in de prijs van het aandeel verrekend aangezien de aandeelhouder er van uitgaat dat deze winst ooit zal uitbetaald worden en het uitgekeerde bedrag dus slechts de huidig gereserveerde winst min de roerende voorheffing zal zijn.

4.4 De invloed van inflatie op meerwaardebelastingen en het resultaat voor de welvaart

4.4.1 Inleiding

Charles Ka Yui Leung heeft in zijn artikel 'Inflation and capital gains taxes in a small open economy' een analyse gemaakt van de interactie tussen meerwaardebelasting en inflatie. Hij beschrijft hoe een toename van de inflatie een negatief gevolg heeft op een kleine open economie. Volgens hem wordt deze invloed echter op haar beurt beïnvloed door een meerwaardebelasting.

4.4.2 Leung (2000)

4.4.2.1 Inleiding

De bedoeling van Leung zijn analyse is een model op te stellen waarin het welvaartsverlies door een meerwaardebelasting en inflatie in een kleine open economie in kaart gebracht wordt. Hij gaat daarvoor uit van een aantal veronderstellingen, die in de economische literatuur gebruikelijk zijn bij kleine economieën. De intrest wordt als gegeven beschouwd daar deze op de internationale markt tot stand komt en dus niet kan beïnvloed worden door onze kleine economie.

4.4.2.2 Het model

De economie wordt voor dit model als volgt omschreven: het bestaat uit een menigte mensen die J jaar leven en met pensioen gaan op leeftijd R (met $R < J$). Bij het overlijden van de oudste zal deze vervangen worden door een nieuwe. Dus op elk moment bestaan er J verschillende leeftijden die gelijkmatig verdeeld zijn, en dus $1/J$ groot zijn. De totale bevolking is constant in de tijd. Er wordt slechts één soort goed geproduceerd. Dit goed kan geconsumeerd of geïnvesteerd worden. Een continue monetaire groei zorgt ervoor dat de prijs van dit goed constant toeneemt (zowel voor investeringsgoederen als voor consumptiegoederen). Kapitaalgoederen uit een vorige periode zijn dus nu meer waard en op deze meerwaarde wordt een belasting geheven van τ_g . De inflatie bedraagt π . Bij het begin van periode t , krijgen de mensen TR_t aan transfers van de overheid. Consumptie kan gefinancierd worden met overgedragen kapitaal of met ontvangen transfers. Tijdens periode t leveren de mensen zowel kapitaal als arbeid aan de economie. Het arbeidsinkomen wordt in h^l (de productiviteit) en w^e (de opbrengst per productiviteit) gemeten. De productiviteit is afhankelijk van de leeftijd. Na belastingen zullen de individuen hun geld plaatsen in kapitaal en consumptie.

Uitgaande van vorige veronderstellingen bouwt Leung een model op dat de impact van de belasting op de welvaart tracht te bepalen. De geïnteresseerde lezer kan het volledige model met alle formules en uitwerkingen terugvinden in het artikel zoals hierboven vermeld.

4.4.2.3 Conclusie

Uit het volledig uitgewerkte model leidt Leung af dat een belasting van de meerwaarden een invloed heeft op de welvaart. Hij stelt het als volgt³²:

³² Leung, 2000 p 204

It is demonstrated that asset holding over the life cycle as well as aggregate capital accumulation are significantly affected by the change in inflation and capital gains tax rate. In an economy without capital gains tax, an increase in inflation from 4 to 10% can result in a social welfare loss of 0,93% consumption of each consumer. When there is a moderate capital gains tax rate, the same change in inflation will imply an additional 0,4% deduction in the each consumption.

Het is voor Leung dus duidelijk dat het invoeren van een meerwaardebelasting in een kleine open economie een nadeel inhoud voor de welvaart.

4.5 Het verschil tussen het beleggen in een beleggingsfonds en de individuele belegging

4.5.1 Inleiding

Binnen een systeem waar de belasting op meerwaarden bij de realisatie dient betaald te worden heeft de individuele aandeelhouder volgens Morris³³ twee grote voordelen. Ten eerste kan hij de te betalen belasting uitstellen, door het aandeel nog niet te verkopen. Ten tweede behoudt hij het recht om de aandelen te kunnen verkopen wanneer hij wil (en er dan uiteraard de belastingen op te betalen). Morris stelt vast dat de belegger die via een beleggingsfonds investeert deze opties niet heeft. En dat dit dus een nadelig effect is voor een beleggingsfonds. Hij probeert dan ook in zijn artikel om dit nadeel dat door de ommekeer van de beheerder van het beleggingsfonds gemaakt wordt te kwantificeren en te analyseren.

4.5.2 De analyse

Volgens het Amerikaanse systeem moeten beleggingsfondsen zelf geen meerwaardebelasting betalen³⁴, ze dienen hiervoor wel bijna al hun winsten uit te keren aan de beleggers. De beheerders van de beleggingsfondsen moeten dus geen rekening houden met meerwaardebelastingen. Een ander nadeel dat door Morris naar voren wordt gebracht is dat beleggingsfondsen niet de mogelijkheid hebben om de geleden verliezen te verdelen naar hun beleggers. Indien een beleggingsfonds verliezen (minderwaarden) incasseert kunnen de beleggers die dus niet in mindering brengen van andere opbrengsten. (Dit kan bij individuele beleggingen wel tot een maximum van 3.000\$).

³³ Morris, 1999

³⁴ zie subchapter M van de IRS code

De belegger in een beleggingsfonds heeft dus geen controle over de meerwaarden die door het fonds gerealiseerd worden. Slechts als de beheerder beslist geen waarden te verkopen (en dus zelf geen meerwaarden te realiseren) kan de belegger zelf zijn realisatie van meerwaarden bepalen (door deelnemingen in het fonds te verkopen of niet), aldus Morris.

4.5.3 De resultaten

Morris merkt na zijn studie op dat de invloed van verkopen door beheerders van beleggingsfondsen wel degelijk een minpunt is voor het investeren in deze beleggingsfondsen. Hoewel het waarschijnlijk niet zo door de wetgever werd bedoeld, stelt Morris, wordt dit effect voornamelijk door de kleinere belegger gedragen. Deze heeft immers niet de mogelijkheid of de expertise om zelf een gediversifieerde portefeuille aan te leggen.

Op de vraag waarom de professionele beheerders geen of weinig rekening houden met de belastingsvoordelen voor hun investeerders gaat Morris te rade bij Lakonishok en Smidt³⁵. Zij stellen vast dat de fondsbeheerders, die betaald worden op basis van het rendement vóór belastingen, eerder geneigd zullen zijn om behaalde winsten te realiseren om zo te voorkomen dat een daling in de markt hun vergoeding zou aantasten. Ook wordt het rendement op de markt (vnl. voor gesloten fondsen) niet echt beïnvloed door dit belastingbewustzijn.

4.6 *Waar belast men meerwaarden het best: bij de bron of in het land waar men verblijft*

4.6.1 Inleiding

Om een belasting op meerwaarden goed te kunnen evalueren is het nodig een idee te hebben van de invloed van o.m. de belastingsconcurrentie. Op dit gebied geeft de studie van Lejour (1998) interessante invalshoeken, door het verschil te analyseren tussen een belasting op meerwaarden aan de bron (dit is in het land waar de meerwaarde gemaakt wordt) of in het land waar diegene die de meerwaarde ontvangt zich bevindt.

³⁵ Lakonishok en Smidt, 1986

4.6.2 Lejour (1998)

4.6.2.1 *Inleiding*

Door een belastingsconcurrentie stellen de overheden dikwijls belastingen die lager zijn dan de optimale niveaus, dit enkel om vlucht van kapitaal tegen te gaan. Mochten alle overheden hun kapitaalsbelasting verhogen dan zouden de inkomsten van de belasting stijgen. Omdat dit door Lejour niet echt realistisch wordt genoemd, aangezien het quasi onmogelijk is om alle overheden op dezelfde lijn te krijgen, stelt hij een model op om te bepalen waar de belasting best geheven wordt.

4.6.2.2 *Het model*

Zijn model stelt twee landen voorop, waar geen handelsbelemmeringen zijn en in beide landen goederen geproduceerd worden. De waarde van de aandelen in een land wordt opgesplitst in een deel dat door eigen bewoners wordt geleverd en een deel dat uit het buitenland afkomstig is. De inkomsten van de belasting worden terug in de economie geïnvesteerd door de overheid.

4.6.2.3 *Conclusie*

Lejour stelt in zijn model vast dat, in tegenstelling tot wat in het algemeen aangenomen wordt door modellen die slechts 2 perioden omschrijven, een belasting in het land van verblijf niet efficiënter is dan een belasting in het land van herkomst op lange termijn. Dit wordt door hem verklaard door te stellen dat zowel de buitenlandse als de interne investeringen worden aangepast door een verandering in belasting. Buitenlandse investeerders zullen dus vervangen worden door binnenlandse, of omgekeerd.

4.7 **Besluit**

Een belasting van de meerwaarden op aandelen heeft een complexe invloed op een hele hoop economische factoren. Zoals gezien zal deze belasting de vraag naar groeiaandelen laten dalen mede door het lock-in effect, waardoor beleggers minder geneigd gaan zijn om van aandeel te wisselen. Meade stelt hiervoor een aantal alternatieven voor die dit probleem aanpakken, ze houden echter allemaal een grondige wijziging van het bestaande meerwaardensysteem in (het Amerikaanse) en bieden wel oplossingen voor het lock-in effect maar creëren elk weer nieuwe andere problemen. Dat een meerwaardebelasting de aandelenkoers beïnvloedt wordt ook door Peter Klein aangetoond. Een dergelijke belasting heeft echter niet enkel invloed op de beurskoersen, of op de waarde van een bedrijf, maar ook op de investeringsbeslissingen die de bedrijven zullen maken. Al toont McGee aan dat een afschaffing of vermindering van

de meerwaardebelasting in Amerika de investeringen in nieuwe bedrijven niet drastisch zal laten toenemen, maar hoofdzakelijk ten goede komt van de investeringen in gevestigde bedrijven. Het hebben van een meerwaardebelasting zorgt echter wel voor minder investeringen door de bedrijven. Collins stelt ook dat het hebben van een meerwaardebelasting een driedubbele belasting van bedrijfswinsten veroorzaakt en bedrijven die dividenden uitbetalen bevoordeelt t.o.v. bedrijven die dit niet doen. Volgens Leung heeft de meerwaardebelasting bij inflatie een negatief effect op de welvaart. Morris toont dan weer aan dat een dergelijke belasting nadelig is voor beleggingen in beleggingsfondsen, die toch door de overheid in vele vormen gepromoot worden (denk maar aan levensverzekeringen, pensioensparen...). Lejour bepaalt in een twee landen model dan weer dat het neutraal is waar de belasting gebeurt: het land dat de belasting oplegt ondervindt er de nadelen van.

Al deze studies en papers tonen voldoende aan dat de belasting van meerwaarden op aandelen vele negatieve effecten heeft op economisch gebied. Enkele hiervan, zoals het lock-in effect, kunnen vermeden worden door een alternatief systeem te kiezen. Maar de meeste blijven bestaan.

Hoofdstuk 5 Sociale aspecten van meerwaardebelasting: enkele nuanceringen van de economische modellen

5.1 Inleiding

De voornaamste argumenten voor het invoeren van een meerwaardebelasting op aandelen zijn, zoals gezien, niet van economische aard, maar wel van sociale. In dit hoofdstuk zal dan ook stilgestaan worden bij de sociale invalshoek waaruit deze belasting bekeken wordt. Als belangrijkste veronderstelling wordt hier naar voor geschoven dat een dergelijke belasting de verdeling tussen rijk en arm gelijkmatiger zal maken.

5.2 Cnossen (2000)

5.2.1 Inleiding

In zijn artikel 'Hoe moet kapitaalsinkomen worden belast' schetst Cnossen een beeld van de algemene belastingshervorming van 2001 in Nederland. In dit voorstel zit ook een mogelijkheid voor een belasting van meerwaarden (dit hoort onder het deel vermogenswinstbelasting). Het wordt echter door de administratie niet opportuun geacht een dergelijke belasting in te voeren. Cnossen bespreekt deze belasting op verschillende vlakken: het risicodragend gedrag, de invloed van de inflatie, de uitsteleffecten en de veronderstelde realisatie bij overlijden. Verder gaan we in op zijn verschillende stellingen.

5.2.2 Risicodragend gedrag

Volgens Cnossen heeft de administratie het totaal verkeerd als ze stelt dat door het invoeren van een meerwaardebelasting individuen minder risico's zullen nemen. Cnossen meent dat dit niet waar is gezien de minderwaarden volledig zullen aftrekbaar zijn. Men zal echter zijn minderwaarden onmiddellijk kunnen realiseren en met zijn meerwaarden wachten. Hierdoor zouden risicovolle beleggingen dus interessanter worden voor de belegger. De administratie zal dit echter beperken door de verliezen slechts beperkt in rekening te nemen.

Een dergelijke redenering houdt volgens mij echter geen rekening met de gevolgen van realisering en niet realisering zoals naar voren gebracht wordt door Cnossen. Als iedereen bepaalde aandelen zal verkopen omdat ze in het afgelopen jaar gedaald zijn,

zullen deze echter verder dalen en dreigt voor de onderneming het gevaar dat men geen kapitaalsverhoging en dus ook geen investeringen meer kan doen en dus mogelijk failliet gaat door onderkapitalisatie. Hierdoor heeft dus het fiscale regime van minderwaarden een pervers effect op de ondernemingen die zich hier misschien ook gaan naar gedragen en dus op het einde van het jaar een goednieuwsshow opvoeren om toch maar niet uit fiscale overwegingen gedumpt te worden.

5.2.3 De invloed van inflatie

Cnossen stelt dat het enkel corrigeren van vermogenswinstbelastingen voor inflatie een belastingsarbitrage zal opleveren. Mensen zullen leningen, waar geen correctie voor inflatie gebeurt, gebruiken om effecten waar wel een inflatiecorrectie op gebeurt te kopen. Op die manier wordt volgens Cnossen het doel van de belastingheffing op meerwaarden uitgehold. De correctie voor inflatie kan volgens hem het beste worden opgelost door een gematigd tarief te hanteren.

5.2.4 Uitsteleffect

“Een principieel bezwaar tegen een vermogenswinstbelasting die gebaseerd is op het realisatiebeginsel, is dat het tijdstip van heffing in belangrijke mate door de belastingplichtige zelf kan worden bepaald”³⁶

Dit veroorzaakt volgens Cnossen het effect dat iemand die de realisatie met bv. 3 jaar kan uitstellen, bij een rente van 6% en een oorspronkelijke belasting van 30%, slechts een effectieve belasting van 25,2% betaald. D.i. $0,03/(1+0,06)^3$.

Hierdoor zou dus het draagkrachtbeginsel worden geschonden en kunnen mensen die hun belasting kunnen uitstellen een lager effectief tarief hebben. De beleggingen waarvan de belasting uitgesteld wordt, worden mogelijk gefinancierd met leningen waarvan de intresten onmiddellijk kunnen worden afgetrokken. Ook hierdoor wordt de grondslag van de belasting uitgehold.

Cnossen stelt in zijn laatste deel voor om een rente aan te rekenen op de belasting op meerwaarden en om deze bij overlijden automatisch als gerealiseerd te beschouwen.

³⁶ Cnossen 2000, p 15

5.3 De kost van het niet belasten³⁷

5.3.1 Inleiding

In deze studie in opdracht van het ACV bespreken Pacolet en Van de Putte de sociale kost van het niet belasten van kapitaalinkomsten in het algemeen. Hun stelling is dat het toenemende belang van kapitaal in onze maatschappij evenzeer moet belast worden als de arbeid. De relatieve afname van het belang van arbeid in onze samenleving moet volgens hen gecompenseerd worden door een hogere belasting van kapitaal.

5.3.2 Budgetten

Het ministerie van financiën stelt zelf een raming op van de niet belaste inkomsten. Ze definieert dit als volgt: *“een minderontvangst ten gevolge van een fiscale tegemoetkoming die voortvloeit uit een afwijking van het algemene stelsel van een gegeven belasting ten voordele van zekere belastingplichtigen of van zekere economische, sociale, culturele activiteiten”*³⁸

Uit deze definitie blijkt dat de kost van niet belasten van meerwaarden op aandelen in 1997 126,5 miljard frank (3,13 miljard euro)bedroeg. Pacolet en Van de Putte gaan er echter wel van uit dat deze post jaarlijks kan schommelen en ze bepalen hem dan ook tussen min 115 miljard en plus 360 miljard frank (tussen min 2,85 miljard en plus 8,92 miljard euro).

5.3.3 Enkele argumenten voor een belasting

5.3.3.1 Impact op publieke financiën

Men laat uiteraard een bedrag aan inkomsten liggen door kapitaal minder te belasten. De grootte van deze impact i.v.m. meerwaardebelasting werd hierboven al besproken.

5.3.3.2 Stijgende belastingdruk op arbeid

Een te lage belasting van kapitaal in het algemeen leidt volgens de auteurs tot een hogere belasting op arbeid.

5.3.3.3 Geen belasting naar draagkracht

Door het niet bestaan van een meerwaardebelasting op aandelen worden de personen die genieten van kapitaalinkomens uit meerwaarden niet naar hun reële draagkracht belast.

³⁷ Pacolet en Van de Putte 1999

³⁸ Pacolet en Van de Putte 1999 p 31

5.3.3.4 Uithollen van de fiscale ethiek

Omdat men, volgens Pacolet en Van de Putte, door het niet belasten van meerwaarden toelaat de roerende voorheffing te ontwijken door de aandelen een meerwaarde te laten genereren, legaliseert men situaties van ontduiking en zullen belastingbetalers dus ook minder roerende voorheffing betalen.

5.4 Nog enkele bedenkingen

De volgende uitspraken zijn misschien minder wetenschappelijk maar geven toch telkens interessante invalshoeken om de meerwaardebelasting te bekijken.

5.4.1 Jude Wanniski

Voor de Amerikaanse senaat werd volgende toch wel opmerkelijke uitspraak gedaan door Jude Wanniski:³⁹

When the government puts high tax on capital gains, the people who lose the most from a high tax rate are the poorest, the youngest, those at the beginning of their careers, those who are furthest from the sources of capital... The people who ultimately benefit from a capital gains tax cut are those who have no wealth, but aspire to it.

Dit was in het kader van de discussies over de verlaging van de meerwaardebelasting die uiteindelijk in 1997 plaatsvond. Hiermee bedoelde ze eigenlijk dat diegenen die niets hebben, maar toch een kapitaal willen bijeenbrengen dit vnl. doen door het investeren in bedrijven. Als zij op de meerwaarden die door hun bedrijven gemaakt worden zwaar belast worden, zijn ze dus zwaarder gestraft en zullen ze misschien geen nieuw bedrijf oprichten. Mevr Wanniski ziet hierin het teloorgaan van de ‘American Dream’.

5.4.2 De Amerikaanse Mensenrechtencommissie⁴⁰

Deze commissie bracht een rapport uit waaruit blijkt dat : *“the number of black-owned businesses increased in a five year period by one third (to 308.000 from 231.200)”*⁴¹

³⁹ Jude Wanniski, getuigenis voor ‘the finance committee’ van de Amerikaanse senaat op 15 februari 1995

⁴⁰ US Civil rights Commission

⁴¹ Geciteerd in de Wall street journal van 25 augustus 1993 door Arthur A. Fletcher

Dit gebeurde na de daling van de meerwaardebelasting in 1978 van 48% naar 28%. Na de volgende daling tot 20% werd een stijging van het aantal door zwarten uitgebate bedrijven waargenomen met nog eens 38%.

5.5 *Besluit*

In dit hoofdstuk heb ik geprobeerd om de meer sociale aspecten van een meerwaardebelasting op aandelen weer te geven. Hoewel deze meer pleiten voor een invoering vanwege het herverdelende effect dat de belasting zou hebben, is toch niet iedereen het eens over de omvang van dit herverdelende effect.

Hoofdstuk 6 De kosten verbonden aan een meerwaardebelasting

6.1 Inleiding⁴²

Het innen van een belasting brengt ontegensprekelijk kosten met zich mee. De grootte hiervan is moeilijk te bepalen. Er bestaan twee grote delen aan deze kost nl: de kost van het innen van de belasting en de kost voor de burger om zich aan de belasting aan te passen. Hierna zullen beide kosten verder uitgediept worden.

6.2 De administratieve kost

Het probleem voor het bepalen van de administratieve kost is dat vele fiscale autoriteiten van landen waar een meerwaardebelasting bestaat geen onderscheid maken tussen meerwaardebelastingen en andere belastingen. Evans (2000) slaagt er echter in van deze kosten gedeeltelijk te bepalen voor het Verenigd Koninkrijk. Dit voornamelijk omdat in het VK de belastingadministratie opgesplitst is per soort belasting en niet, zoals bv. in de VS, in afdelingen die zich tot bepaalde doelgroepen richten. De definitie van deze kost is echter niet zo evident. Men kan zich terecht de vraag stellen welke kosten allemaal opgenomen moeten worden in deze berekening. Moeten bv. kosten voor het maken van de wetgeving of voor de rechtszaken in verband met de wetgeving ook mee opgenomen worden of niet. In volgende tabel wordt de verhouding van administratieve kost t.o.v. de opbrengst van de belasting geplaatst tussen 1990-91 en 1997-98 voor het VK.

⁴² Voor dit hoofdstuk werd een beroep gedaan op de studie van Prof Chris Evans (2000)

Jaar	Meerwaardebelasting	Alle belastingen
1990-91	2,10	1,70
1991-92	3,80	2,06
1992-93	3,91	2,09
1993-94	5,90	2,14
1994-95	3,62	1,81
1995-96	4,10	1,70
1996-97	2,68	1,57
1997-98	2,30	1,41

Tabel 10 : Kosten van een meerwaardebelasting tov de inkomsten in het VK

In deze tabel werd enkel rekening gehouden met de kosten die door de belastingadministratie gemaakt werden om de aangiftes te berekenen en te verifiëren. Uit deze tabel kunnen volgens Evans twee belangrijke besluiten gehaald worden. De volatiliteit van de verhouding is veel groter bij meerwaardebelastingen dan bij de andere belastingen. Voor alle belastingen is er een dalende trend daar waar de kosten voor meerwaardebelasting deze trend niet vertonen. Ten tweede stelt hij vast dat de kost voor het belasten van meerwaarden altijd sterk boven het gemiddelde ligt en soms tot twee maal zo hoog is.

Hij vergelijkt deze cijfers met het gemiddelde van een studie over de BTW⁴³ die aantonen dat bij BTW deze kost gemiddeld 0,69% bedraagt (met als hoogste uit deze studie België met een kost van 1,09%). Dit is volgens hem echter normaal omdat de BTW een relatief ingeburgerde belasting is en de inkomsten van deze belasting hoger zijn per eenheid.

6.3 De kosten voor de burger

Hierover bestaat uiteraard geen specifiek cijfermateriaal. Evans probeert dan ook dit af te leiden uit voorgaande literatuur. Hier werd meestal de methode van de ondervraging van voornamelijk accountants als systeem van meting werd gehanteerd. Uit deze verschillende literatuur haalt Evans de volgende conclusies. De kost voor de meerwaardebelasting kan niet vastgesteld worden aan de hand van de bestaande

⁴³ Cnossen, 1994

literatuur. Wel stelt hij dat de meesten een probleem hebben met het bijhouden van alle gegevens en het verwerken van de ingewikkelde wetgeving. Hiervoor worden belangrijke kosten aangerekend door de accountants en boekhouders. De frustratie van de burgers blijkt dus voornamelijk te bestaan door de ingewikkelde wetgeving. Wel stelt Evans dat slechts een klein deel van de belastingbetalers beïnvloed wordt door de meerwaardebelasting. In 1983-84 zou dit slechts 3% geweest zijn.

6.4 Conclusie

De kosten in het algemeen voor het innen van een meerwaardebelasting zijn dus hoger dan die van de andere belastingen, zowel voor de burger als voor de administratie. Bij de administratie zijn ze ook veel volatieler omdat de inkomsten van de belasting afhangen van o.m. het beursklimaat.

Hoofdstuk 7 **Waarom geen meerwaardebelasting op aandelen invoeren in België**

7.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal een samenvatting gegeven worden van de bestudeerde effecten van een meerwaardebelasting op aandelen. Verder zal ik ook proberen mijn eigen, misschien meer filosofische visie, op de belasting van meerwaarden weer te geven.

7.2 Economische argumenten

De meeste economen zijn het erover eens dat een belasting van de meerwaarden op aandelen de economie niet ten goede komt. Het zou een lock-in effect creëren waardoor investeerders hun huidige beleggingen houden om geen belasting te moeten betalen. Een dergelijk effect is uiteraard niet ideaal om een optimale verdeling van het kapitaal te verkrijgen.

Ook de investeringsbeslissingen van ondernemingen worden door een belasting van de meerwaarden afgeremd.

Deze argumenten kunnen simpel samengvat worden in de woorden van Alan Greenspan⁴⁴, voorzitter van de Fed, over de meerwaardebelasting op aandelen in de VS:

It is easier to make the case to eliminate it entirely than it is to merely reduce the rate ... it is a direct tax on the nation's standard of living.

7.3 Sociale argumenten

Het belangrijkste sociale argument is de herverdeling tussen rijk en arm. Deze stelling is volgens mij gedeeltelijk juist, maar hier dient toch ook de volgende bedenking gemaakt te worden. Heeft deze belasting niet het perverse effect ook jonge mensen te belasten die een eigen zaak willen oprichten en bereid zijn hier hard voor te werken en zo op termijn eigen tewerkstelling en meerwaarde creëren. De uitspraken van de US civil rights commission liegen er niet om dat ook armere mensen door een daling van de

⁴⁴ Zie Sunday times (zuid-afrika) van 7 oktober 2001 ... over een getuigenis van Alan Greenspan in de Amerikaanse senaat

meerwaardebelasting een eigen zaak zullen opstarten. Een ander citaat uit dat rapport luidt als volgt⁴⁵:

Just as fruit of tree contains the seeds for more trees, so the fruits of success – capital gains – contain the seeds that generate new investment and success for more people. Policies that punish success ultimately kill the seeds that promise enterprise and jobs to the poor...

Ook het argument van het rechtvaardig belasten dient gerelativeerd te worden. Rijkere mensen kunnen zich beter wapenen tegen een meerwaardebelasting en dit op verschillende manieren. Ze kunnen naar een fiscaal paradijs trekken omdat dit voor hen de moeite loont. Ze kunnen hun participaties langer aanhouden, waardoor ze zelf kiezen wanneer de belasting betaald zal worden, enz...

Ook volgend citaat van een niet nader genoemde schilder uit New Jersey stemt tot nadenken⁴⁶:

You're looking at a poor man who thinks the capital gains tax cut is the best thing that could happen to this country, because that's when the work will come back. People say capital gains are for the rich, but I've never been hired by a poor man.

Dit is uiteraard een politiek statement, maar stemt toch tot nadenken over de perceptie die deze modale Amerikaan maakt van de bestaande meerwaardebelasting.

7.4 Budgettaire argumenten

Een meerwaardebelasting zou uiteraard een opbrengst betekenen voor de overheid. Men dient hier echter wel rekening te houden met het feit dat deze opbrengst niet standvastig zal zijn en vooral in goede economische jaren veel opbrengsten zal genereren, maar in slechtere economische jaren zelfs negatief kan uitvallen voor de overheid. De opbrengsten van deze belasting zou onze politici, nog meer dan die van andere belastingen, kunnen aanzetten om in goede economische tijden op te grote voet te leven. Er dient dus duidelijk rekening gehouden te worden met het cyclische element dat bij een meerwaardebelasting veel groter is dan bij andere belastingen.

Uit hoofdstuk zes blijkt ook dat de kosten voor de inning van een meerwaardebelasting hoger zijn dan het gemiddelde van de andere belastingen.

⁴⁵ zie CATO policy analysis nr 242, p 18

⁴⁶ zie CATO policy analysis nr 242, p 1

7.5 Een nuchtere kijk op meerwaardebelasting

De vraag in dit deel is wat er eigenlijk door een meerwaardebelasting op aandelen belast wordt? Van waar komt een meerwaarde?

De meerwaarde is het verschil van de waarde van een aandeel in de tijd. Van waar komt nu dit verschil? Volgens mij komt dit verschil uit drie delen: de nog niet uitbetaalde dividenden, de gereserveerde winsten en de toekomstvoorspelling van de winsten. Al deze winsten worden al belast in de vennootschapsbelasting.

7.5.1 Niet uitbetaalde dividenden

Deze vormen slechts gedurende een kleine periode een deel van de meerwaarde. Ze worden echter al belast door een roerende voorheffing (in de nabije toekomst) en zouden dus geen deel mogen uitmaken van een meerwaardebelasting.

7.5.2 Gereserveerde winsten

Dit zijn de winsten die door de onderneming niet uitgekeerd worden en dus terug geïnvesteerd worden. Er rekening mee houdende dat deze winsten in de vennootschapsbelasting al belast zijn, is het niet nodig dit niet uitgekeerde geld nogmaals te belasten. Het zou immers onlogisch zijn, omdat de roerende voorheffing op dividenden dient als incentive voor een onderneming om de winst in de onderneming te houden. Door een belasting van de meerwaarde zou men deze incentive teniet doen.

7.5.3 Toekomstige winsten

Het grootste deel van de meerwaarden bestaat echter uit de verwachte winsten die de onderneming in de toekomst nog zal maken. Ook hiervoor lijkt het mij onlogisch van deze te belasten. Als men uitgaat van de veronderstelling dat deze winsten ook effectief gaan gerealiseerd worden, zullen deze in de vennootschapsbelasting belast worden. De meerwaarde die door deze winsten ontstaat, zal rekening houden met de vennootschapsbelasting en volgens Collins (2000) ook met de roerende voorheffing.

Een belasting van deze meerwaarden zou dus een soort van vervroegde vennootschapsbelasting zijn die op ondernemingen een ontradend effect om winst te maken zou hebben.

7.5.4 Overige wijzigingen in de aandelenkoers

Er zijn natuurlijk naast de hierboven genoemde parameters nog andere effecten die de beurskoers beïnvloeden. Dit zijn bv. het algemene beursklimaat, de rente, ... maar ook

de maagproblemen van een grote handelaar. De beurs is dus niet perfect, maar op lange termijn zouden al deze effecten een neutraal karakter hebben. Ze worden dus door de markt zelf opgeheven aangezien elke belegger vroeg of laat boter bij de vis wil en hij geen lucht wil financieren.

7.5.5 Internationaal bekeken

Op internationale schaal is het inderdaad zo dat een meerwaardebelasting in het land waar de investeerder verblijft geheven wordt en dat een vennootschapsbelasting in het land waar men investeert belast wordt. Deze twee landen zijn niet altijd dezelfde. Het zou dus misschien opportuun zijn om beleggingen in landen met een zeer lage vennootschapsbelasting toch aan een meerwaardebelasting te onderwerpen. Hoe men dit echter praktisch kan uitwerken is een heel ander zaak.

7.6 *Algemeen Besluit*

Een meerwaardebelasting op aandelen is zonder twijfel een remmende factor op de economische groei. Het verhindert de optimale investeringsbeslissing in de markten (door een lock-in effect). Het beïnvloedt de internationale investeringsstromen.

Er gaat natuurlijk een herverdelend effect uit van een meerwaardebelasting op aandelen, maar dit gaat evengoed uit van een verhoging van de vennootschapsbelasting.

In het voorgaande punt heb ik ook proberen aan te tonen dat een meerwaardebelasting op aandelen niet logisch is en eigenlijk een dubbele belasting is die ofwel het effect van de roerende voorheffing teniet doet, ofwel een simpele verhoging impliceert van de vennootschapsbelasting.

Het is volgens mij dan ook niet opportuun om een belasting op meerwaarden in te voeren. Indien men effectief kapitaal hoger wenst te belasten kan dit evengoed door een verhoging van de vennootschapsbelasting, eventueel gepaard gaande met een meerwaardebelasting op investeringen in het buitenland, om zo de kapitaalvlucht tegen te gaan.

Na een analyse van het huidige Belgische systeem dient hier echter toch meer duidelijkheid in gebracht te worden, teneinde meer rechtszekerheid te geven, er blijven in het huidige systeem vele vragen onbeantwoord.

Lijst van Tabellen

Tabel 1 : Het Scandinavische systeem.....	15
Tabel 2: Taper relief in het VK	21
Tabel 3: tarieven in VK	22
Tabel 4: Vergelijking van meerwaardebelasting internationaal en in de tijd	25
Tabel 5: Aanbod van groeikapitaal in de VS (1975-1987)	30
Tabel 6: Resultaten voor elasticiteitsonderzoek Eichner	33
Tabel 7: Elasticiteit vergeleken tussen rijken en ‘sophisticated’	35
Tabel 8: bron: Department of the treasury, Office of Tax Analysis, Maart 1989.....	36
Tabel 9: Alternatieve belastingsregimes en hun impact op groeikapitaal volgens Meade	42
Tabel 10 : Kosten van een meerwaardebelasting tov de inkomsten in het VK.....	58

Lijst van Figuren

Figuur 1: Schema belasting natuurlijke personen	11
Figuur 2: Belasting op meerwaarden in de VS	20

Bronnen

Professionele bronnen

American Council for Capital Formation, 2001 : “Double Whammy for U.S. Investors: Federal and State Capital Gains Tax Rates High” Mei 2001.

American Council for Capital Formation, 2000 : “Capital formation tax cuts abroad”.
Zie website www.accf.org

American Council for Capital Formation, 1998 : (Center for policy research), “An International comparison of Capital Gains Tax Rates”, Augustus 1998, zie www.accf.org/capgains898.htm

Andersson, Krister 1989 : “Implications of a lower capital gains tax rate in the United States” in: IMF Working paper series working paper 89/100, 23p.

Atkinson en Sandmo, 1980 : “Welfare implications of the taxation of savings” in : Economic Journal, volume 90, p.529-549.

Auerbach, Alan J. , 2000 : “Capital gains realisations of the rich and sophisticated” in: NBER Working paper series , Working paper nr 7532 van februari 2000, p. 1-13.

Auten, Gerald en Charles Clotfeller, 1982 : “Permanent versus Transitory Tax Rate Effects and the Realisation of Capital Gains” in: Quarterly Journal of Economics nr 4 november 1982 p 613-632.

Bertin Olivier, 1998 : “Le regime des plus-values à l’impôt des personnes physiques : développements recents” in Kluwer editions juridiques, volume 9, december 1998, p.3-13.

Beyaert G., 2001 : “Vrijstelling meerwaarden en niet-aftrekbare minderwaarde op aandelen : netto of bruto ? “_in : Fiscale dossiers Vandewinckele nr 10 van 23 mei 2001 p. 11-15.

Burman, L en William Randolph, 1994 : “ Measuring Permanent Responses to Capital Gains Tax Changes in Panel Data” in : American Economic Review, nr 4 septeber 1994, p.794-809.

CATO, 1995 : “The ABC of the capital gains tax” in: Cato policy analysis no 242 34p.

Cnossen, Sijbren, 1994 : “Administrative and Compliance costs of the VAT: A reiew of evidence” in: Tax Notes International volume 8, p.1649-1668.

Cnossen, Sijbren, 1999 : “Taxing capital income in the Nordic countries: a model for European Union?” in Finanzachiv , volume 56, nr 1, p.18-50

Collins, Julie H., 2000 : “Capital gains and dividend taxes in firm valuation: evidence of triple taxation” in: The Accounting Review volume 75 nr 4 p405-427.

Congressional Budget Office (Washington), 1995 : “Projecting capital gains realisations” in : CBO memorandum, November 1995, 69p.

Eichner, M, 2000 : “Capital gains tax realisations and tax return: New evidence from time series” in: National Tax Journal volume 53 nr 3 deel 2, p663-681.

Evans, Chris, 2000 : “The operating costs of taxing capital gains: a conspectus” in: Bulletin for international fiscal documentation volume 54 nr 7 p.357-365.

Gillingham, R en John Greenless, 1992 : “The Effect of taxation on capital gains revenue: Another look at the evidence” in: National tax journal 65 nr 2 juni 1992, p. 167-177.

Haliassos,Michael en Lyon, Andrew B., 1993 : “Progressivity of capital gains taxation with optimal porfolio selection” in: NBER working paper series nr 4253, 37p.

Hinnekens, Philippe, 2001 : “Belgium’s holding company regime – The dividends-recieved deduction and capital gains exemption for shares” in: Bulletin for international fiscal documentation, volume 55, nr 8, p.354-360.

Inland Revenue, 1998 : “Capital gains tax reform act : The 1998 finance act” A guide for inland revenue officers and tax practitioners, Inland Revenue, London, p.81

Klein, Peter, 1999 : “The capital gains lock-in effect and equilibrium returns” in: Journal of public economics volume 71 nr 3 p.355-378.

Lakonishok, J en Smidt, S., 1986: “Volume for winners and losers: Taxation and other motives for stock trading” in: The journal of finance September 1986, p951-924.

Lang, Mark H, 2000 : “Capitalization of capital gains taxes: evidence from stock price reactions to the 1997 rate reduction” in : Journal of Public Economics, volume 76 nr 1 p. 69-85.

Lauwers, Géry, 1998 : “La taxation des plus-values sur participations importantes est-elle discriminatoire?” in : Journal de droit fiscal, volume 72, nr 5, p. 257-277.

Lejour, M. Arjan ; 1998 : “Source-based versus residence based capital income taxes in a dynamic model” in : European journal of political economy volume 14 nr 3 p.529-541.

Leung, Charles Ka Yui, 2000 : “Inflation and capital gains taxes in a small open economy” in : International review of economics and Finance , volume 9, nr 3 , p195-208.

McGee, Kevin G. 1998 : “Capital gains taxation and new firm investment” in: National Tax Journal volume 51 nr 4 p.653-673.

Meade, Janet A., 1990 : “The impact of different capital gains tax regimes on the lock-in effect and new risky investment decisions” in : The accounting review , volume 65 nr 2, p. 406-431.

Morris, Michael H., 1993: “Capital gain taxation, turnover by investment fund managers, and projected shareholder costs” in: Research in financial services: private and public policy ja. 1993 nr 5 (20 september 1999) p.77-94.

Niemegeers, Werner, 2000 : “Beurswinsten op aandelen kunnen toch belastbaar zijn : Biedt het bankgeheim voldoende bescherming?” in: Algemeen fiscaal tijdschrift (AFT), volume 51, nr 4, p. 154-162

OESO, 1988 : “Taxation of net wealth, capital transfers and capital gains of individuals” , OCDE, Paris, p. 279.

Porteba, James M., 2001 : “Capital gains tax rules, tax-loss trading and turn of the year returns” in: The journal of finance, volume 56, nr 1, p.353-368.

Poterba, James M., 1989 : “Venture capital and capital gains taxation” in: NBER Working paper series Working paper nr 2832, 27p.

Razin en Sadka, 1991 : “International Tax Competition and gains from tax harmonisation” in: Economics Letters, volume 37, p.69-76.

Niet professionele bronnen

DG, 2001 : “Meer- en minderwaarden op aandelen: rekenen in netto- of brutotermen”, in: De Financieel-Economische Tijd, vrijdag 18 mei 2001, p.7.

Mulholland Stephen, 2001: “We all lose with ridiculous capital gains tax” in: Sunday Times (zuid-afrika) ; zondag 7 oktober 2001. (zie ook www.sundaytimes.co.za)