

La taxation du carried interest en Belgique : la réforme de 2025 à l'épreuve de la concurrence fiscale européenne Un stage en entreprise dans la matière du droit fiscal Une épreuve orale de simulation de plaidoirie en matière de droit fiscal

Auteur : Brijjak, Guillaume

Promoteur(s) : Garroy, Sabine

Faculté : Faculté de Droit, de Science Politique et de Criminologie

Diplôme : Master en droit, à finalité spécialisée en droit privé

Année académique : 2025-2026

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/26437>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.

La taxation du carried interest en Belgique : la réforme de 2025 à l'épreuve de la concurrence fiscale européenne

Guillaume BRIJJAK

Travail de fin d'études

Master en droit à finalité spécialisée en droit privé

Année académique 2025-2026

Recherche menée sous la direction de :

Madame Sabine GARROY

Chargée de cours

RESUME

Le carried interest constitue un mécanisme central du private equity en ce qu'il permet d'intéresser les gestionnaires de fonds à la performance des investissements réalisés. Situé à la frontière entre rémunération du travail et rendement du capital, il soulève toutefois d'importantes difficultés de qualification fiscale.

Pendant longtemps, le droit belge ne prévoyait aucun régime spécifique, laissant subsister une incertitude entre revenus professionnels, revenus mobiliers ou revenus divers. Cette insécurité nuisait à la prévisibilité fiscale et plus largement à l'attractivité de la Belgique dans un secteur marqué par une forte mobilité des structures.

Ce travail analyse la réforme belge de la loi-programme du 18 juillet 2025, qui introduit pour la première fois un régime propre au carried interest. Il examine les apports de cette réforme, ses limites ainsi que sa portée réelle au regard des régimes applicables en France et au Luxembourg.

REMERCIEMENTS

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude envers ma promotrice, la Professeur Sabine Garroy, pour sa patience, sa guidance et ses judicieux conseils quant à la réalisation de ce travail de fin d'études.

Je souhaite également remercier ma famille pour leur accompagnement tout au long de mon cursus universitaire et leur soutien sans faille au fil de ces années.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION	1
TITRE 1 : LE MÉCANISME DU CARRIED INTEREST	1
CHAPITRE 1 : LE PRIVATE EQUITY : UN MODE DE FINANCEMENT PARTICULIER	2
<i>Section 1 : Définition et rôle économique du private equity.....</i>	<i>2</i>
A. Définition	2
B. Structure d'un fonds de private equity	2
<i>Section 2 : Les acteurs majeurs du Private Equity</i>	<i>4</i>
A. Le General Partner (ou GP)	4
B. Les Limited Partners (ou LP)	5
C. L'alignement d'intérêt comme philosophie fondatrice	5
CHAPITRE 2 : LE MÉCANISME DU CARRIED INTEREST : FONCTIONNEMENT ÉCONOMIQUE	5
<i>Section 1 : Définition et composantes</i>	<i>5</i>
A. Définition	5
B. Comment arrive-t-on au carried interest ?	6
<i>Section 2 : Le waterfall ou mécanisme de distribution en cascade</i>	<i>6</i>
A. L'European Waterfall.....	7
B. L'américan waterfall	7
<i>Section 3 : Exemple chiffré</i>	<i>7</i>
A. Exemple	7
B. Réalité des montants de carried interest	8
C. La question fiscale centrale	8
CHAPITRE 3 : LA NATURE AMBIGUË DU CARRIED INTEREST	9
<i>Section 1 : Le carried interest comme revenu du capital.....</i>	<i>9</i>
<i>Section 2 : Le carried interest comme revenu du travail</i>	<i>9</i>
<i>Section 3 : conclusion intermédiaire.....</i>	<i>10</i>
PARTIE 2 : L'ANCIEN RÉGIME BELGE : UNE INSÉCURITÉ JURIDIQUE STRUCTURELLE	10
CHAPITRE 1 : LES QUALIFICATIONS FISCALES EN DROIT BELGE : CADRE THÉORIQUE.....	11
<i>Section 1 : Le principe de qualification en droit fiscal belge.....</i>	<i>11</i>
<i>Section 2 : Première qualification envisageable : les revenus mobiliers</i>	<i>12</i>
A. Définition légale et taxation.....	12
B. Application au carried interest.....	12
<i>Section 3 : Deuxième qualification envisageable : les revenus professionnels</i>	<i>13</i>
A. Définition légale et taxation.....	13
B. Application au carried interest.....	13
<i>Section 4 : Troisième qualification envisageable : les revenus divers.....</i>	<i>14</i>
A. Définition légale et taxation.....	14
B. Application au carried interest.....	14
CHAPITRE 2 : LA QUALIFICATION FISCALE SELON LE MODE DE PERCEPTION DU CARRIED INTEREST	15
<i>Section 1 : Le carried interest perçu sous forme de dividendes</i>	<i>16</i>

Section 2 : Le carried interest perçu sous forme de plus-values	17
Section 3 : Les options d'achat sur parts	17
Section 4 : Conclusion : une insécurité liée à la structuration	18
PARTIE 3 : LE NOUVEAU RÉGIME BELGE : LA RÉFORME DE 2025	19
CHAPITRE 1 : GENÈSE ET OBJECTIFS DE LA RÉFORME.....	19
Section 1 : L'impulsion politique : l'accord de coalition et les objectifs budgétaires	19
Section 2 : Les objectifs déclarés du législateur.....	20
Section 3 : Loi-programme et entrée en vigueur	20
CHAPITRE 2 : CONTENU DE LA RÉFORME.....	21
Section 1 : Champ d'application	21
A. Le bénéficiaire d'un intéressement aux plus-values.....	21
B. Le véhicule de carried interest	21
C. Les revenus constituant un intéressement aux plus-values	22
Section 2 : La qualification fiscale et le régime applicable	22
Section 3 : La détermination de la base imposable	23
A. La distinction entre rendement proportionnel et disproportionné.....	23
B. Les difficultés de quantification.....	24
C. Déduction de la valeur d'acquisition et sort des frais	24
Section 4 : Le mécanisme de perception à la source	24
A. Redevable principal du précompte mobilier	24
B. Fiction légale pour les structures complexes.....	25
CHAPITRE 3 : RÉGIMES PARALLÈLES ET INTERACTIONS COMPLEXES	25
Section 1 : Structures sociétaires.....	25
Section 2 : L'exclusion ciblée de la réserve de liquidation	26
Section 3 : Interaction avec les options sur actions.....	26
Section 4 : Interaction avec la taxe Caïman	27
Section 5 : Interaction avec les conventions préventives de double imposition	27
Section 6 : Sort des fonds fiscalement transparents.....	28
Section 7 : Interaction avec la nouvelle taxe sur les plus-values (2026).....	28
A. Présentation synthétique du nouveau régime général	28
B. Impact sur le carried interest et les options sur actions.....	28
CHAPITRE 4 : LES ZONES D'OMBRE PERSISTANTES.....	29
Section 1 : Attribution de bénéfice sans investissement.....	29
Section 2 : L'imprécision de la distinction proportionnel / disproportionné	29
CHAPITRE 5 : CONCLUSION INTERMÉDIAIRE	30
PARTIE 4 : LA BELGIQUE FACE À SES CONCURRENTS : UNE ATTRACTIVITÉ RELATIVE	30
CHAPITRE 1 : INTRODUCTION	30
CHAPITRE 2 : QUALIFICATION FISCALE DU CARRIED INTEREST	31
Section 1 : La France.....	31
Section 2 : Le Luxembourg.....	31
CHAPITRE 3 : TAUX D'IMPOSITION EFFECTIF	32
Section 1 : La France.....	32
Section 2 : Le Luxembourg.....	33
CHAPITRE 4 : CONDITIONS D'ÉLIGIBILITÉ AU RÉGIME FAVORABLE	34

<i>Section 1 : La France</i>	34
A. Le régime antérieur à 2009	34
B. Le régime issu de la loi de finances pour 2009	34
<i>Section 2 : Le Luxembourg</i>	35
CHAPITRE 5 : ÉVOLUTIONS RÉCENTES.....	36
<i>Section 1 : La France</i>	36
<i>Section 2 : Le Luxembourg</i>	36
CHAPITRE 6 : CONCLUSION	37
PARTIE 5 : CONCLUSION GÉNÉRALE	38
BIBLIOGRAPHIE	41

INTRODUCTION

De nos jours, la rémunération des professionnels ne se limite plus à un salaire fixe. Elle s'inscrit désormais dans des plans toujours plus complexes, au sein desquels les formes alternatives de rémunération occupent une place croissante : bonus lié à la performance, stock-options, avantages de toute nature, *etc.*

Le capital-investissement (ou « *private equity* ») illustre particulièrement cette évolution. Par le mécanisme de l'intéressement aux plus-values (ou « *carried interest* »), les gestionnaires de fonds (ou « *GP* ») peuvent participer aux gains réalisés par le véhicule d'investissement qu'ils gèrent, moyennant un investissement souvent limité, aux côtés des investisseurs passifs (ou « *LP* »)¹.

Si ce mécanisme est bien établi en pratique, sa qualification fiscale a longtemps suscité d'importantes incertitudes en droit belge. Situé à la frontière entre rémunération du travail et rendement du capital, le *carried interest* a été appréhendé tantôt comme revenu professionnel, tantôt comme revenu mobilier ou encore comme revenu divers. Cette absence de qualification légale claire a contribué à une insécurité juridique, susceptible d'affecter l'attractivité de la Belgique dans un contexte de concurrence fiscale entre les états européens.

C'est dans ce contexte que le législateur a adopté la loi-programme du 18 juillet 2025. Elle instaure pour la première fois un régime fiscal spécifique applicable au *carried interest*, taxé désormais comme revenu mobilier à un taux de 25 %². Elle entend ainsi apporter sécurité juridique et compétitivité fiscale. L'on peut toutefois se poser une question essentielle : permet-elle réellement d'améliorer l'attractivité fiscale de la Belgique face à ses voisins européens ?

Afin de répondre à cette question, il conviendra, dans un premier temps, d'exposer le cheminement du *private equity* jusqu'au mécanisme du *carried interest*. Dans un second temps, l'analyse portera sur l'insécurité juridique qui caractérisait sa qualification fiscale avant la réforme de 2025. Une troisième partie sera consacrée à l'étude du nouveau régime et de ses limites. Enfin, une analyse comparative des régimes français et luxembourgeois permettra d'évaluer la position de la Belgique dans l'environnement fiscal européen.

TITRE 1 : LE MÉCANISME DU CARRIED INTEREST

¹ QUIQUEREZ A., *et al.*, *Dictionnaire pratique de droit des affaires*, Bruxelles, Bruylant, 2025, p.132.

² C.I.R., art.19quater.

Chapitre 1 : Le private equity : un mode de financement particulier

Section 1 : Définition et rôle économique du private equity

A. Définition

La notion de private equity fait l'objet de définitions variées en doctrine, reflétant la diversité des réalités qu'elle recouvre. Caselli et Negri proposent une définition négative : « *private equity is not public equity* »³. Ce qui compte donc, c'est d'investir dans des entreprises hors des marchés publics. Plus précisément, Paquot, Matton et Sauvage identifient le private equity comme étant « *à la confluence de deux besoins distincts* » : celui d'entreprises fragiles qui se voient refuser le financement bancaire classique, et celui d'investisseurs recherchant une rentabilité supérieure à celle des marchés financiers⁴.

Selon le stade de développement de l'entreprise financée, on distingue trois grandes catégories de private equity⁵ :

- Le venture capital (ou capital-risque) finance les jeunes entreprises innovantes ;
- Le capital-développement soutient la croissance d'entreprises établies ; et
- Le buyout permet le rachat d'entreprises matures, notamment via des opérations de LBO (« *Leveraged Buyout* »)⁶.

Ce mode de financement prend une place importante dans l'économie belge : les investissements en capital-risque y ont atteint 4,45 milliards d'euros en 2024⁷. Cette croissance témoigne, selon PwC, de la maturation du marché belge⁸.

Mais concrètement, comment sont structurés ces fonds ?

B. Structure d'un fonds de private equity

Historiquement, les fonds de private equity étaient organisés autour d'une structure unique : la holding, qui regroupait à la fois les capitaux investis et l'équipe de gestion⁹. Ce modèle a progressivement été abandonné au profit d'une structure séparant le fonds d'investissement de la société de gestion¹⁰.

³ CASELLI S., NEGRI G., *Private Equity and Venture Capital in Europe: market, techniques, and deals*, Londres, Elsevier, 2021, p.4.

⁴ PAQUOT B., MATTON C. et SAUVAGE G., *Droit bancaire et financier*, Bruxelles, Larcier, 2022, p.737.

⁵ Il faut noter qu'il existe bien d'autres dénominations, reflétant au mieux l'étape à laquelle le fonds de private equity investit. Pour les besoins de ce travail, nous ne considérons que les grandes catégories, recoupant les parties les plus importantes de la vie d'une entreprise.

⁶ COOREMAN A.-X., GELDHOF, G., *Private Equity: A Proven Model to Unfold Value*, R.B.F.-B.F.W., 2007/8, p.500.

⁷ PwC, « Le capital-risque belge augmente sur un marché européen en déclin », disponible sur press.pwc.be, 3 avril 2025.

⁸ *Ibid.*

⁹ MOUGENOT G., *Tout savoir sur le capital-investissement*, Europe, Legitech, 2025, p.285.

¹⁰ MOUGENOT G., *Ibid.*

Cette évolution s'explique par des considérations pratiques. En effet, le fonds a une durée de vie limitée à 10 ans, prolongeable de 2 ans¹¹, alors que la société de gestion a vocation à perdurer dans le temps et à gérer plusieurs fonds successifs. De plus, cette séparation permet de prévenir certains risques, comme protéger les investisseurs contre de potentiels conflits d'intérêts¹².

Selon Gilligan et Wright, le fonds peut être défini comme « *a form of 'investment club'* »¹³, c'est-à-dire qu'il rassemble des investisseurs qui mettent en commun leurs capitaux pour investir dans des entreprises non cotées. La forme juridique la plus répandue est la *Limited Partnership* (ou société en commandite)¹⁴. Demaria précise que « *les fonds de private equity sont souvent fermés. Les souscripteurs s'engagent à investir une certaine somme lors de leur création. Ils ne peuvent pas sortir du fonds* »¹⁵.

En Belgique, plusieurs structures peuvent être utilisées comme fonds de private equity. Il convient, à titre informatif, de mentionner les fonds communs de placement ainsi que les PRICAF/PRIVAK, créée pour encourager l'investissement en capital-risque sous un régime fiscal favorable¹⁶. On constate donc l'importance qu'à ce mode de financement aux yeux du législateur belge.

La structure d'un fonds d'investissement peut prendre de nombreuses formes juridiques. Pour les besoins de ce travail, nous ferons référence à ce schéma de base¹⁷ :

¹¹ COOREMAN A.-X., GELDHOF, G., *Op.Cit.*, p.503.

¹² MOUGENOT G., *Ibid.*, p.288.

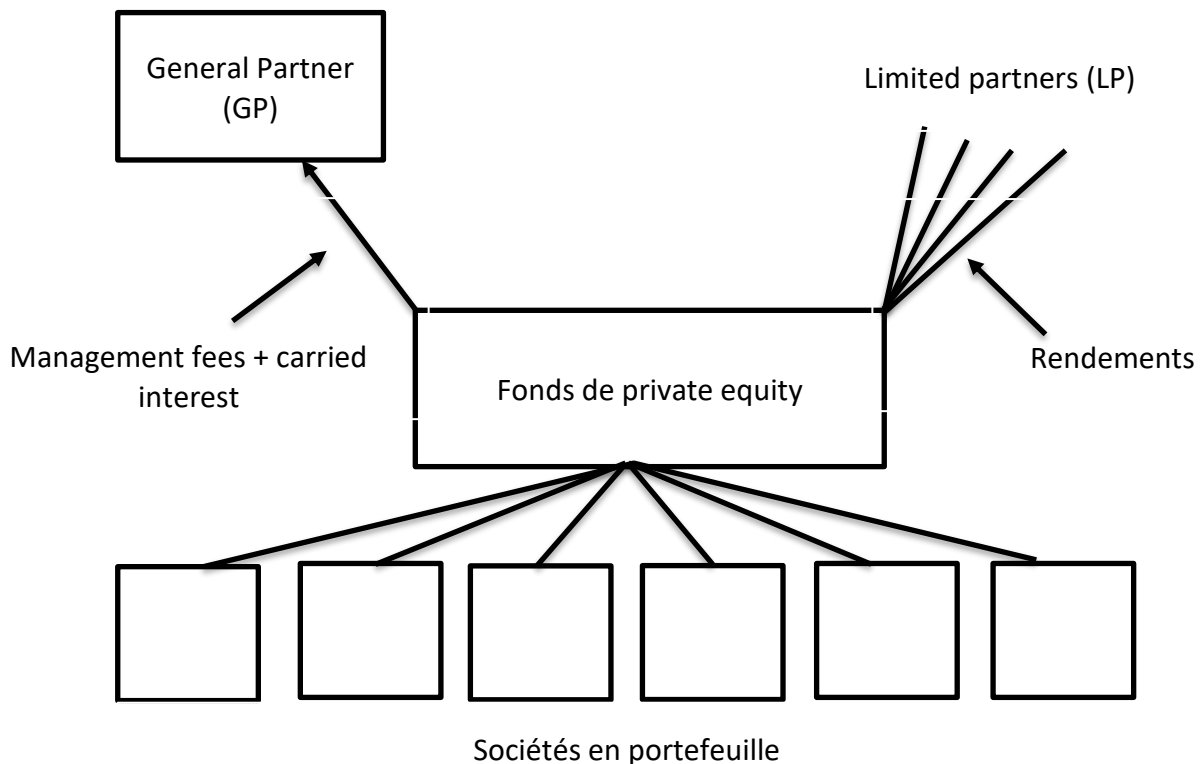
¹³ GILLIGAN J., WRIGHT M., *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, Oxford, Oxford academic, 2020, p.5.

¹⁴ AMMON J., BORDEN S., KOREN K., « Private equity fund structures », disponible sur carta.com, 25 septembre 2024.

¹⁵ DEMARIA C., *Introduction au private equity, les bases du capital-investissement : France, Belgique, Luxembourg et Afrique francophone*, Paris, RB édition, 2025, p.25.

¹⁶ PAQUOT B., MATTON C. et SAUVAGE G., *Droit bancaire et financier*, Bruxelles, Larcier, 2022, p.752.

¹⁷ En pratique, il est courant que des structures intermédiaires soient interposées entre le fonds et les gestionnaires : management companies, CarryCo (détenant le carried interest et le redistribuant), véhicules de co-investissement, etc. (voir notamment PAQUOT B., MATTON C. et SAUVAGE G., *Ibid.*, p.747. ; GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., *Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites* » *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com). Ces montages, qui visent souvent à optimiser la fiscalité applicable ou à répondre à des contraintes réglementaires seront évoqués dans l'analyse de l'ancien régime (titre 2) et du nouveau régime introduit en 2025 (titre 3). Ce schéma de base correspond au mieux à notre propos puisqu'il est visé par la réforme fiscale de 2025.



Cette architecture implique nécessairement deux types d'acteurs distincts : les general partners (GP) et les limited partners (LP). Mais qui fait quoi concrètement ?

Section 2 : Les acteurs majeurs du Private Equity

A. Le General Partner (ou GP)

Le general partner est le gestionnaire du fonds. Il sélectionne les investissements, suit les activités de la société dans laquelle il a investi et prépare la sortie¹⁸. Sa responsabilité est illimitée.

Sa rémunération comporte deux volets principaux : les management fees (généralement 2 % du capital par an) qui couvrent les frais de l'exercice de son activité et le carried interest (20 % au-delà d'un certain seuil)¹⁹. Ce modèle est communément appelé « *two and twenty* »²⁰.

¹⁸ AMMON J., BORDEN S., KOREN K., « Private equity fund structures », disponible sur carta.com, 25 septembre 2024.

¹⁹ GILLIGAN J., WRIGHT M., *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, Oxford, Oxford academic, 2020, p.13-14.

²⁰ FLEISCHER V., *Two and twenty: taxing partnership profits in private equity funds*, New York, New York University Law Review, 2008, 83(1).

B. Les Limited Partners (ou LP)

Les limited partners sont les apporteurs de capitaux. Il s'agit le plus souvent d'investisseurs institutionnels : fonds de pension, compagnie d'assurance, *family offices*, etc.²¹. Ils recherchent une rentabilité supérieure aux placements traditionnels²².

Leur responsabilité est limitée à leur apport, à condition qu'ils ne participent pas activement à la gestion du fonds²³.

C. L'alignement d'intérêt comme philosophie fondatrice

Puisque les apporteurs de capitaux laissent la gestion de leur investissement à des gestionnaires de fonds, il est important que leurs intérêts soient alignés. Deux mécanismes assurent ceci :

D'une part, le *carried interest* lie la rémunération du GP à la performance du fonds : le GP ne touche sa part du profit (20 %) que si le fonds performe au-delà du seuil de rentabilité (ou « *hurdle rate* »)²⁴.

D'autre part, les GP investissent eux-aussi dans le fonds, appelé « *skin in the game* » ou « *GP commitment* » (1 à 2 % du capital levé)²⁵. Ainsi, si le fonds perd de l'argent, les GP feront la même perte sur leur investissement que les LP²⁶.

Chapitre 2 : Le mécanisme du *carried interest* : fonctionnement économique

Section 1 : Définition et composantes

A. Définition

Le *carried interest* (ou « *intéressement aux plus-values* ») peut être défini comme une participation prédéterminée du general partner aux profits réalisés par le fonds²⁷. Concrètement, le GP perçoit 20 % des profits générés par le fonds. Cette participation n'est toutefois pas garantie : elle n'est versée que si le fonds atteint un certain niveau de performance. Ainsi, Le GP ne le touche que si les limited partners ont :

1. Récupéré leur capital initial
2. Obtenu un rendement minimum, appelé *hurdle rate*, de 8 % par an²⁸.

²¹ MOUGENOT G., *Tout savoir sur le capital-investissement*, Europe, Legitech, 2025, p.17.

²² MOUGENOT G., *Ibid.*

²³ PAQUOT B., MATTON C. et SAUVAGE G., *Droit bancaire et financier*, Bruxelles, Larcier, 2022, p.746.

²⁴ MOUGENOT G., *Ibid*, p.293.

²⁵ GILLIGAN J., WRIGHT M., *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, Oxford, Oxford academic, 2020, p.13.

²⁶ GILLIGAN J., WRIGHT M., *Ibid.*

²⁷ HAVRENNE E., *Distribution waterfalls and carried interest explained*, JN Investment, 2021/1-2, p.167.

²⁸ MOUGENOT G., *Tout savoir sur le capital-investissement*, Europe, Legitech, 2025, p.293.

Ce n'est qu'après ce double seuil que le GP commence à percevoir sa part de 20 % de profit.

B. Comment arrive-t-on au carried interest ?

Le calcul du carried interest repose sur trois mécanismes interdépendants : le *hurdle rate*, le *catch up* et le *clawback*.

1. Le *hurdle rate* : un rendement minimum garanti aux investisseurs

Le *hurdle rate* (ou « seuil de rentabilité ») est le rendement minimum que les limited partners doivent recevoir avant que le general partner ne perçoive le moindre carried interest. Il est généralement fixé à 8 % par an sur le capital investi²⁹. Le taux de 8 % n'est pas fixé à l'aveugle, il s'agit du rendement d'un investissement sans risque type bon du trésor avec ou sans prime de risque³⁰.

Ce seuil protège les LP : ils récupèrent d'abord leur mise de départ, puis un rendement décent, avant que le GP ne touche quoi que ce soit.

2. Le *catch up* : permettre au GP de rattraper ses « 20 % »

Une fois la mise de départ rendue et le seuil de rentabilité atteint, le GP reçoit 100 % des profits supplémentaires jusqu'à ce qu'il ait rattrapé ses 20 % sur l'ensemble des profits³¹. Ce mécanisme assure que, *in fine*, le GP touche bien 20 % de tous les profits du fonds (*hurdle* inclus) et non 20 % de la portion excédant le *hurdle*.

3. Le *clawback* : correction d'une distribution deal-by-deal

Le *clawback* (ou « clause de récupération ») intervient lorsque le GP a perçu du carried interest sur la base de performances initiales qui ne se confirment pas par la suite³². Dans un « *american waterfall* » (où le carry est versé deal par deal, cf. *section 2 point B*), le GP peut toucher du carried interest après les premières sorties réussies. Mais si les sorties suivantes sont décevantes et que le fonds n'atteint pas le *hurdle rate* global, le GP doit rembourser le carried interest perçu à tort³³.

Section 2 : Le *waterfall* ou mécanisme de distribution en cascade

Les mécanismes décrits précédemment ne fonctionnent pas de manière isolée. Ils s'articulent selon un ordre de priorité strict, appelé « *waterfall* » (ou « cascade »). Chaque niveau doit être rempli avant que l'argent ne coule vers le suivant.

Il existe deux modèles de *waterfall* : le modèle européen et le modèle américain.

²⁹ KENTON W., « Understanding Hurdle Rates: Essential Insights for Investors and Businesses », disponible sur investopedia.com, 20 septembre 2025.

³⁰ MOUGENOT G., *Op. Cit.*

³¹ HAVRENNE E., *Distribution waterfalls and carried interest explained*, JN Investment, 2021/1-2, p.169.

³² PALMER B., « Learn the lingo of Private Equity Investing », disponible sur investopedia.com, 2 septembre 2025.

³³ HAVRENNE E., *Distribution waterfalls and carried interest explained*, JN Investment, 2021/1-2, p.169.

A. L'European Waterfall

Dans le modèle européen, le *waterfall* se calcule sur l'ensemble du portefeuille du fonds à la sortie. La distribution suit quatre étapes successives :

- Return of capital : 100 % aux LP jusqu'à récupération de leur capital investi
- Preferred return : 100 % aux LP jusqu'à ce qu'ils aient obtenu le *hurdle rate* (8 % par an)
- Catch-up : 100 % au GP jusqu'à ce qu'il ait rattrapé son 20 %
- Remaining Distributions : répartition 80 % LP et 20 % GP sur tous les profits au-delà.

B. L'américain waterfall

Le modèle américain adopte une logique différente : le *waterfall* se calcule deal par deal.³⁴ Après chaque sortie réussie, le GP perçoit du carried interest sans attendre la fin du fonds.

Cela présente un avantage évident pour le GP qui perçoit plus rapidement le carried interest mais cela crée un risque : si les sorties ultérieures sont décevantes, le GP devra rembourser le carried interest versé à tort via un *clawback*.³⁵

Section 3 : Exemple chiffré

A. Exemple

Pour illustrer concrètement le mécanisme du *waterfall* et celui du calcul de carried interest, considérons l'exemple suivant :

Un fonds de private equity lève 100 millions d'euros auprès d'investisseurs (LP). Le GP investit également 1 million d'euros (« *skin in the game* »). Le capital total du fonds est donc de 101 millions d'euros. La plus-value réalisée après 10 ans par le fonds est de 165 millions d'euros, la valeur totale à distribuer est alors de 266 millions d'euros.

Étape 1 : return of capital

- LP : 100 M€
 - GP : 1 M€
- ➔ Reste : $266 - 101 = 165$ M€

Étape 2 : preferred return

- Hurdle dû aux LP = 115.89 M€ (8 % composé sur 10 ans)
 - Hurdle dû aux GP (grâce au « *skin in the game* ») : 1.16 M€
- ➔ Reste : $165 - 117.05 = 47.95$ M€

Étape 3 : Catch-up

³⁴ GILLIGAN J., WRIGHT M., *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, Oxford, Oxford academic, 2020, p.55.

³⁵ HAVRENNE E., *Distribution waterfalls and carried interest explained*, JN Investment, 2021/1-2, p.169.

Le GP reçoit 100 % des distributions suivantes jusqu'à avoir « rattrapé » son 20 %.

Le 20 % du GP doit porter sur l'ensemble des profits (hurdle + au-delà), soit sur 165 M€ de profit total. → 20 % de 165 M€ = 33 M€

Le GP a déjà reçu 1.16 M€ (rendement proportionnel), il lui reste à rattraper : $33 - 1.16 = 31.84$ M€

→ Reste : $47.95 - 31.84 = 16,11$ M€

Étape 4 : Split 80/20

Les 16,11M€ restants se répartissent :

- LP : $80 \% \times 16.11 = 12.89$ M€
- GP : $20 \% \times 16.11 = 3.22$ M€

Bilan final :

- LP : 100 M (capital) + 115.89 M (hurdle) + 12.89 M (split) = 228.78 M€
 - GP : 1 M (capital) + 1.16 M (hurdle proportionnel) + 31.84 M (catch-up) + 3.22 M (split) = 37.22 M€
- Le GP touche donc 37.22 M€ sur une plus-value totale de 165 M€, soit environ 20 % des profits totaux.

B. Réalité des montants de carried interest

Cet exemple simplifié demeure purement illustratif mais il permet de comprendre l'importance des montants qu'un GP peut percevoir comme carried interest.

Le cas 3i group/Action en est par ailleurs une illustration frappante : En 2011, le fonds britannique 3i a acquis une participation majoritaire dans la chaîne de magasins Action pour environ 130 millions d'euros. En 2024, la valeur de l'entreprise atteignait près de 15 milliards de livres sterling. Cette performance exceptionnelle a généré un carried interest total de 735 millions de livres sterling (environ 860 millions d'euros) pour les gestionnaires du fonds 3i³⁶.

On peut également voir les chiffres globaux : selon un article paru dans Les Échos en juin 2024, « *un montant de carried interest de 1 000 milliards de dollars a été distribué dans le monde depuis 25 ans* »³⁷. Fleischer note qu'en 2004 aux États-Unis, « *presque neuf fois plus de gestionnaires de fonds de Wall Street ont gagné plus de 100 millions de dollars que de PDG de sociétés cotées* »³⁸. Ces montants soulèvent inévitablement des questions.

C. La question fiscale centrale

Ces montants posent une question importante : comment les taxer ? Ce débat n'est pas propre à la Belgique, cela a fait l'objet de débats historiques dans tous les pays, et ce depuis

³⁶ MARTIN, « Dealmakers at 3i share £735 million payout », disponible sur thetimes.com, 10 mai 2024.

³⁷ MOUGENOT G., Tout savoir sur le capital-investissement, Europe, Legitech, 2025, p.73.

³⁸ FLEISCHER V., *Two and twenty: taxing partnership profits in private equity funds*, New York, New York University Law Review, 2008, 83(1), p.5.

qu'il est distribué. Aux États-Unis, Fleischer a consacré en 2008 une étude de référence à cette controverse³⁹, qui reste d'actualité. En France, au Luxembourg, partout la même question se pose : le carried interest est-il du capital ou du travail ?

Chapitre 3 : La nature ambiguë du carried interest

La nature ambiguë du carried interest repose sur son caractère fondamentalement double : il présente les traits d'un revenu du capital et d'un revenu du travail.

Section 1 : Le carried interest comme revenu du capital

Plusieurs éléments plaident en la faveur d'une taxation du carried interest comme revenu du capital.

Premièrement, le GP investit son propre argent dans le fonds. Comme nous l'avons vu, le principe du « *skin in the game* » impose au GP d'investir 1 à 2 % du capital levé⁴⁰. Le carried interest peut être analysé comme le rendement de cet investissement. Le GP ne reçoit pas 20 % du profit en plus de son investissement initial : il reçoit 20 % parce qu'il a investi. L'investissement initial est la condition d'accès au carried interest.

Deuxièmement, le parallèle avec un investisseur classique peut être fait. Un actionnaire qui achète des actions d'une entreprise, les conserve pendant plusieurs années, puis les revend avec profit et paie l'impôt sur les plus-values. Le GP fait exactement la même chose.

Enfin, le GP assume un risque financier réel. Si le fonds perd de l'argent, le GP perd son investissement personnel. De plus, le mécanisme du *clawback* prouve que le carried interest n'est pas définitivement acquis : le GP peut devoir rembourser s'il s'avère que la performance globale du fonds ne justifie pas le carried interest versé. Ce risque de remboursement est caractéristique d'un investissement, pas d'un salaire.

Section 2 : Le carried interest comme revenu du travail

D'autres arguments, tout aussi convaincants, plaident pour une taxation du carried interest comme revenu du travail.

Premièrement, le GP ne se contente pas d'investir passivement : il gère activement le fonds. Il sélectionne les investissements, négocie les conditions, suit les participations, siège aux conseils d'administration, conseille les dirigeants et organise les sorties. C'est un travail à temps plein qui mobilise des compétences professionnelles pointues.

³⁹ FLEISCHER V., *Ibid.*

⁴⁰ FLEISCHER V., *Two and twenty: taxing partnership profits in private equity funds*, New York, New York University Law Review, 2008, 83(1), p.8.

Deuxièmement, le carried interest peut être analysé comme une rémunération de ce service de gestion. Le carried interest était même traditionnellement vu comme un paiement incitatif pour recruter et retenir les gestionnaires de fonds talentueux⁴¹.

Troisièmement, le parallèle avec la prime de performance est évident : il n'est pas rare de nos jours que le salaire soit en partie versé sous forme de bonus ou primes. Ces bonus ou primes sont taxés à titre de rémunération professionnelle. Pourquoi le carried interest serait-il différent ?

Enfin, les montants en jeu peuvent sembler disproportionnés par rapport à l'investissement initial. Dans l'illustration, un simple investissement d'un million d'euros se transformait en 37 millions d'euros. Cette asymétrie démontre que le carried interest rémunère autre chose que le simple investissement : il rémunère le travail de gestion.

Section 3 : conclusion intermédiaire

À mon avis, il est difficile de réduire le carried interest à une catégorie : il possède à la fois les caractéristiques d'un investissement mais aussi d'une rémunération.

Cette ambiguïté universelle se pose aussi au législateur belge. Pendant longtemps, il n'a apporté aucune réponse claire à la question de la taxation du carried interest. Cette absence de cadre législatif a créé une insécurité juridique structurelle pour les fonds, les gestionnaires et l'administration fiscale elle-même.

Comment la Belgique a-t-elle géré cette ambiguïté avant 2025 ? Quelles ont été les conséquences de cette incertitude ? Quelles solutions la pratique et la jurisprudence ont-elles tenté de dégager ? Et surtout, qu'est-ce qui a changé avec la réforme de 2025 ?

C'est à ces questions que la suite de ce travail tentera de répondre. Mais avant d'analyser le nouveau régime, il est indispensable de comprendre le régime qui prévalait auparavant (ou plutôt l'absence de régime) et les problèmes qu'elle a engendrés.

PARTIE 2 : L'ANCIEN RÉGIME BELGE : UNE INSÉCURITÉ JURIDIQUE STRUCTURELLE

⁴¹ HAVRENNE E., *Distribution waterfalls and carried interest explained*, JN Investment, 2021/1-2, p. 167 ; Décision anticipée n° 2019.0717 du 24 septembre 2019, point 48.

Chapitre 1 : Les qualifications fiscales en droit belge : cadre théorique

Section 1 : Le principe de qualification en droit fiscal belge

En matière d'impôt des personnes physiques, tout revenu perçu par un contribuable doit être rattaché à l'une des catégories prévues par le code d'impôts sur les revenus (ci-après « CIR 92 »)⁴². Le code distingue ainsi 4 catégories principales de revenus taxables :

1. Les revenus immobiliers (articles 7 à 16 du CIR 92) ;
2. Les revenus des capitaux et des biens mobiliers (articles 17 à 22 du CIR 92) ;
3. Les revenus professionnels (articles 23 à 83 du CIR 92) ; et
4. Les revenus divers (articles 90 à 103 du CIR 92).

Chaque catégorie obéit à un régime fiscal distinct, tant en termes de base imposable que de taux d'imposition effectif. L'enjeu de la qualification est donc majeur pour le contribuable.

Or, certains revenus présentent une nature hybride qui rend cette opération de qualification délicate. Ainsi, certains revenus immobiliers ou mobiliers peuvent, le cas échéant, être considéré comme des revenus divers ou professionnels⁴³. Le carried interest en est un exemple parfait : à la fois rémunération du travail et rendement d'un investissement en capital, il ne s'inscrit clairement dans aucune des catégories du CIR 92.

Avant l'entrée en vigueur de la loi programme du 18 juillet 2025⁴⁴, aucune disposition législative ne régissait spécifiquement le traitement fiscal du carried interest. Seule la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, en son article 3, 52°, définissait le carried interest sans pour autant répondre à la question de sa taxation⁴⁵.

En l'absence de qualification légale, tout dépendait de la forme juridique retenue pour la perception du carried interest : dividende, plus-value sur actions, options d'achat sur parts, etc. Dès lors, un même mécanisme économique pouvait relever de trois régimes fiscaux différents : revenus mobiliers, revenus professionnels ou revenus divers⁴⁶. L'analyse devait être menée au cas par cas, sur la base d'une série de critères identifiés progressivement par la doctrine, la jurisprudence et le Service des décisions anticipées (ci-après « SDA »). On peut citer comme critères retenus à titre informatif⁴⁷ :

⁴² C.I.R., art.6 ; BALTUS A. *et al.*, *L'impôt des personnes physiques*, Édition 2025, Bruxelles, Anthemis, 2025, p.39.

⁴³ VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « Belgium », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.23; BALTUS A. *et al.*, *Ibid.*

⁴⁴ Loi-programme du 18 juillet 2025, *M.B.* 29 juillet 2025.

⁴⁵ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement alternatifs et à leurs gestionnaires, *M.B.* 17 juin 2014, art. 3, 52°.

⁴⁶ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., « Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites », *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com ; VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « Belgium », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.23 ; VANWINENDAEL L., « De fiscaliteit van carried interest in België: van fiscale mist naar geregeleerde nevel? », *T.F.R.*, 2025/20, p.959.

⁴⁷ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., *Ibid.* disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

- L'existence d'un investissement réel du manager ;
- Le degré de risque effectivement assumé ;
- La nature des droits détenus (actions, parts, options) ; et
- Le lien entre l'avantage perçu et l'activité professionnelle exercée.

Cette approche casuistique était source d'insécurité juridique pour le contribuable⁴⁸. L'issue fiscale d'une même situation pouvait varier d'un dossier à l'autre en fonction de détails factuels parfois mineurs. Comme l'a relevé une partie de la doctrine, la pratique s'apparentait à un « *Far West fiscal* » où l'issue fiscale finale demeurerait incertaine et où le recours à une décision anticipée constituait un outil privilégié pour obtenir un semblant de sécurité juridique⁴⁹.

Il convient dès lors d'analyser successivement les trois qualifications envisageables et leurs conséquences fiscales respectives.

Section 2 : Première qualification envisageable : les revenus mobiliers

A. Définition légale et taxation

Les revenus des capitaux et des biens mobiliers, visés aux articles 17 à 22 du CIR 92, comprennent les fruits périodiques ou non produits par un capital mobilier (dividendes, intérêts) ou un bien mobilier corporel ou incorporel (locations, droit d'auteur)⁵⁰.

Ils sont en principe soumis à un précompte mobilier libératoire au taux de 30 %⁵¹.

B. Application au carried interest

Lorsque le carried interest prend la forme d'un dividende distribué par le fonds ou par une société intermédiaire (CarryCo, ManCo), il est en principe qualifié de revenu mobilier⁵². Cette qualification s'impose même si le dividende présente un caractère disproportionné et qu'il existe un lien manifeste avec l'activité professionnelle du gestionnaire⁵³.

Les arguments en faveur de cette qualification ont été précédemment développés au titre 1 chapitre 3 : le gestionnaire a souscrit à des parts ou actions dans le fonds ou dans une structure intermédiaire et le dividende qu'il perçoit découle de la détention de ces titres. Le fait que ces

⁴⁸ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., *Ibid.* disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

⁴⁹ UTENS N., « [Roerende inkomsten] Carried interest: van woestijn naar oase? », *Act. Fisc.*, 2025/13, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

⁵⁰ C.I.R., art. 17.

⁵¹ C.I.R., art. 269, § 1, 1°.

⁵² GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., « Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites », *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com. ; VAN ROBBROECK N. et WUYTS M., « Projet de loi-programme : le régime fiscal du 'carried interest' prend forme », *Fiscologue*, 9 mai 2025, disponible sur Fiscologue.be.

⁵³ VAN ROBBROECK N. et WUYTS M., *Ibid.*, *Fiscologue*, 9 mai 2025, disponible sur Fiscologue.be.

titres bénéficient de droits économiques préférentiels (mécanisme du *waterfall*) ne suffit pas en soi à les exclure de la catégorie des revenus mobiliers⁵⁴.

En revanche, lorsque le carried interest se matérialise sous forme de plus-value sur actions, la qualification mobilière ne s'applique généralement pas : la plus-value relève soit de la gestion normale du patrimoine privée (et est alors exonérée), soit de sa gestion anormale, comme nous le verrons à la section 4⁵⁵.

Section 3 : Deuxième qualification envisageable : les revenus professionnels

A. Définition légale et taxation

Les revenus professionnels visés aux articles 23 à 89 du CIR 92 comprennent tous les revenus, obtenus en argent, en nature ou autrement qui proviennent d'une activité professionnelle licite ou illicite, sans distinction entre les revenus qui en découlent directement ou indirectement⁵⁶. Une activité est professionnelle lorsqu'elle consiste en l'accomplissement d'un ensemble d'opérations suffisamment fréquentes et liées entre elles pour constituer une occupation continue et habituelle⁵⁷.

Ces revenus sont imposés au barème progressif de l'impôt des personnes physiques, dont le taux marginal est de 50 %⁵⁸.

B. Application au carried interest

L'administration fiscale a, à plusieurs reprises, soutenu que les revenus issus du carried interest constituaient une rémunération variable directement liée aux prestations fournies par les gestionnaires au profit du fonds ou de ses investisseurs, et qu'ils devaient donc être imposés comme revenus professionnels⁵⁹.

On retrouve ici les arguments déjà développés dans le chapitre 3 du titre 1 : le GP gère activement le fonds, sélectionne les investissements, négocie les conditions, suit les participations et planifie les sorties. Bref, un travail de gestion intense. À tout cela s'ajoute un autre indice : les montants de carried interest perçus sont très élevés, parfois disproportionnés par rapport à l'apport personnel du GP. Dès lors, on peut légitimement penser que ces sommes rémunèrent avant tout le travail de gestion et non le simple investissement en capital.

Toutefois, cette thèse n'a pas trouvé d'écho favorable devant les juridictions lorsque les mécanismes de carried interest reposaient sur un investissement effectif et une prise de

⁵⁴ VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « Belgium », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.28.

⁵⁵ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., *Op.Cit.* disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

⁵⁶ C.I.R., art. 23.

⁵⁷ BALTUS A. et al., *L'impôt des personnes physiques*, Édition 2025, Bruxelles, Anthemis, 2025, p.41.

⁵⁸ C.I.R., art. 130.

⁵⁹ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., « Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites », *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

risque réelle de la part du manager⁶⁰. Le simple lien entre l'octroi d'un avantage et l'activité professionnelle du bénéficiaire ne suffisait pas à justifier une qualification en revenus professionnels⁶¹. Le SDA a d'ailleurs généralement refusé d'assimiler les produits de carried interest à des revenus professionnels en l'absence d'un lien direct et individualisé entre l'avantage octroyé et une prestation déterminée⁶².

Section 4 : Troisième qualification envisageable : les revenus divers

A. Définition légale et taxation

Les revenus divers visés aux articles 90 à 103 du CIR 92 constituent une catégorie résiduelle rassemblant des revenus que le législateur a entendu taxer. Leur caractéristique commune est qu'ils sont recueillis en dehors de l'exercice d'une activité professionnelle et qu'ils ne sont pas générés par des actifs immobiliers ou mobiliers⁶³. Il s'agit principalement de profits d'opérations occasionnelles, fortuites ou ne présentant pas une fréquence suffisante pour constituer une véritable occupation mais également des profits résultant d'opérations de nature spéculative ou anormale⁶⁴.

Ils sont imposés à un taux distinct de 33 %⁶⁵.

La frontière entre les revenus divers et les revenus exonérés tient à la notion de « *gestion normale d'un patrimoine privé* ». Selon le commentaire administratif, cette gestion « *se distingue en fait de l'exercice d'une occupation lucrative ou de la spéculation, tant par la nature des biens (...) que par la nature des actes accomplis relativement à ces biens : ce sont les actes qu'un bon père de famille accomplit, non seulement pour la gestion courante, (...) d'éléments d'un patrimoine* »⁶⁶.

B. Application au carried interest

Lorsque le carried interest se matérialise sous la forme d'une plus-value sur actions, son traitement fiscal dépend de la qualification de l'opération au regard de cette distinction :

⁶⁰ *Ibid.* Voir notamment Anvers (civ.) (B6Me ch.) n° 2023/AR/1736, 25 février 2025 ; Civ. Louvain (civ.) (12e ch.) n° 20/290/A, 19 novembre 2021 ; Gand (fisc.) (5e ch.) n° 2019/AR/449, 7 janvier 2020, Gand (fisc.) (5e ch.) n° 2020/AR/1768, 28 juin 2022.

⁶¹ *Ibid.*

⁶² Décision anticipée n° 2025.0254 du 5 août 2025 ; décision anticipée n°2025.0255 du 5 août 2025 ; décision anticipée n°2025.0268 du 16 juin 2025 ; décision anticipée n°2025.0270 du 7 juillet 2025.

⁶³ BALTUS A. et al., *L'impôt des personnes physiques*, Édition 2025, Bruxelles, Anthemis, 2025, p.41-42.

⁶⁴ *Ibid.*

⁶⁵ C.I.R., art. 90.

⁶⁶ Com.IR n° 90/5.

gestion normale de patrimoine privé (exonérée⁶⁷) ou opération spéculative ou anormale (imposable comme revenus divers au taux de 33 %)⁶⁸.

L'administration fiscale a, dans certains cas, soutenu que la plus-value réalisée sur des parts de carried interest ne relevait pas de la gestion normale du patrimoine privé mais constituait un revenu divers imposable⁶⁹. Cette position a été retenue par le SDA dans plusieurs décisions anticipées⁷⁰, ainsi que par le tribunal de première instance de Gand dans un arrêt du 15 juin 2023⁷¹.

Toutefois, la jurisprudence a considéré que seule la part disproportionnée de la plus-value (lorsque celle-ci ne pouvait être justifiée par les conventions existantes ou par la mise en risque du capital) pouvait être imposée comme revenus divers, à l'exclusion de toute requalification en revenu professionnel⁷².

D'un autre côté, plusieurs tribunaux ont conclu que la plus-value réalisée sur des actions de carried interest relevait de la gestion normale d'un patrimoine privé et était donc exonérée d'impôt⁷³.

Chapitre 2 : La qualification fiscale selon le mode de perception du carried interest

En pratique, le carried interest ne prend pas toujours la même forme. Il peut être perçu sous forme de dividendes, de plus-values sur actions ou parts, ou encore via des options d'achat.

⁶⁷ Il convient de mentionner qu'à partir du 1er janvier 2026, la réforme fiscale introduit une imposition des plus-values sur actifs financiers à un taux de 10 %, remettant en cause le principe traditionnel d'exonération en cas de gestion normale du patrimoine privé.

⁶⁸ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., « Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites », *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

⁶⁹ VAN ROBBROECK N. et WUYTS M., « Projet de loi-programme : le régime fiscal du 'carried interest' prend forme », *Fiscologue*, 9 mai 2025, disponible sur Fiscologue.be ; UTENS N., « [Roerende inkomsten] Carried interest: van woestijn naar oase? », *Act. Fisc.*, 2025/13, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

⁷⁰ Décision anticipée n°2024.0838 du 27 mars 2025, point 103 ; Décision anticipée n° 2024.0722 du 13 mars 2025 point 64 ; Décision anticipée n°2024.0977 du 13 mars 2025, point 89 ; Décision anticipée n°2024.0947 du 14 mars 2025, point 76.

⁷¹ UTENS N., *Op.Cit.*, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

⁷² Gand (fisc.) (5e ch.) n° 2020/AR/1768, 28 juin 2022.

⁷³ X., « Le tribunal fiscal reconnaît l'application correcte de la loi sur les options dans l'élaboration d'une structure de « carried interest » et rejette la théorie de simulation », *C.F.*, 2023/7, p.169 ; décision anticipée n°2019.0717 du 13 janvier 2020.

Avant 2025, la forme juridique jouait un rôle important : selon la manière dont le carried interest était structuré, le traitement fiscal pouvait fortement varier⁷⁴⁻⁷⁵.

Section 1 : Le carried interest perçu sous forme de dividendes

Lorsque le carried interest est payé sous forme de dividendes, il est en principe traité comme un revenu mobilier. Il est donc soumis au précompte mobilier ordinaire de 30 %⁷⁶. Cette solution vaut notamment lorsque le gestionnaire détient des actions ou parts spécifiques donnant droit au carried interest, directement ou via une société intermédiaire, comme une CarryCo ou une ManCo.

Cette qualification a été confirmée tant par la doctrine que par plusieurs décisions anticipées⁷⁷. Il a été admis que, même lorsque le dividende est lié à l'activité professionnelle du gestionnaire et qu'il est disproportionné par rapport à son apport initial, cela ne suffit pas pour le requalifier en revenu professionnel.

En pratique, l'interposition d'une société intermédiaire pouvait rendre le régime encore plus avantageux. Ainsi, lorsque les conditions du régime VVPRbis étaient remplies, les dividendes distribués par la CarryCo ou la ManCo au gestionnaire pouvaient bénéficier d'un précompte mobilier réduit de 15 %, au lieu de 30 %⁷⁸. Le SDA a progressivement admis que l'application de ce régime ne constituait pas en soi un abus fiscal, pour autant que les conditions légales du VVPRbis soient respectées⁷⁹.

Le SDA a toutefois fixé certaines limites. Il a notamment refusé qu'une CarryCo constituée uniquement pour la durée du fonds puisse organiser une liquidation planifiée afin de distribuer le carried interest sous forme de boni de liquidation avec un traitement encore plus avantageux⁸⁰.

⁷⁴ VANWINENDAEL L., « De fiscaliteit van carried interest in België: van fiscale mist naar gereguleerde nevel? », *T.F.R.*, 2025/20, p.959 ; UTENS N., « [Roerende inkomsten] Carried interest: van woestijn naar oase? », *Act. Fisc.*, 2025/13, disponible sur monkey.wolterskluwer.com. ; GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., « Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites », *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

⁷⁵ À titre informatif, l'acquisition de l'action de carried interest peut elle-aussi être sujette à taxation. Prenons en exemple le cas où l'acquisition de l'action de carried interest aurait été faite à un prix plus faible que leur prix normal de marché au moment de l'acquisition. Voir à ce sujet : VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « Belgium », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.24.

⁷⁶ C.I.R., art. 269, § 1, 1°.

⁷⁷ Voir notamment : Décision anticipée n° 2024.0977 du 13 mars 2025 ; Décision anticipée n° 2024.0947 du 14 mars 2025 ; décision anticipée n° 2024.0223 du 27 juin 2024 ; décision anticipée n° 2023.0749 du 13 mars 2024 ; décision anticipée n° 2024.0794 du 7 avril 2025.

⁷⁸ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., « Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites », *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com. ; VAN ROBBROECK N. et WUYTS M., « Projet de loi-programme : le régime fiscal du 'carried interest' prend forme », *Fiscologue*, 9 mai 2025, disponible sur Fiscologue.be ; UTENS N., « [Roerende inkomsten] Carried interest: van woestijn naar oase? », *Act. Fisc.*, 2025/13, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

⁷⁹ Décision anticipée n° 2024.0545 du 3 septembre 2024, point 41.

⁸⁰ Décision anticipée n° 2024.0545 du 3 septembre 2024, point 119.

Autrement dit, l'interposition d'une société était possible mais elle ne devait pas servir à supprimer totalement l'imposition.

Section 2 : Le carried interest perçu sous forme de plus-values

Lorsque le carried interest prend la forme d'une plus-value sur actions ou parts, la situation est plus incertaine. En droit belge, une plus-value réalisée par une personne physique dans le cadre de la gestion normale de son patrimoine privé était en principe exonérée⁸¹. En revanche, si l'opération dépasse cette gestion normale, elle peut être imposée comme revenus divers au taux de 33 %⁸². Dans certains cas, l'administration a même tenté une requalification en revenu professionnel, mais cette position a moins souvent été suivie par les juridictions⁸³.

Le critère central était donc celui de la gestion normale du patrimoine privé. Selon le commentaire administratif précédemment cité, cette notion vise les actes qu'un bon père de famille accomplit pour gérer son patrimoine privé⁸⁴. Appliqué au carried interest, cela signifie qu'il fallait vérifier si le gestionnaire agissait comme un investisseur privé ou si la plus-value était en réalité liée à son activité professionnelle.

Plusieurs critères étaient alors pris en compte⁸⁵ :

- Le gestionnaire avait-il réellement investi avec ses moyens privés ? ;
- Supportait-il un risque économique réel ? ;
- Les parts avaient-elles été souscrites à un prix de marché ? ;
- Recevait-il par ailleurs une rémunération normale pour son travail ? ; et
- Le carried interest remplaçait-il une rémunération professionnelle classique ?

Lorsque, au terme d'une appréciation globale de ces différents indices, l'opération apparaissait comme relevant de la gestion normale du patrimoine privé, la plus-value était considérée comme exonérée.

Cependant, la pratique n'est pas parfaitement stable. Dans des décisions plus récentes, le SDA a parfois soutenu que certaines plus-values sur actions de carried interest devaient être imposées comme revenus divers⁸⁶.

Cette évolution illustre l'incertitude de l'ancien régime : selon les faits, la structure utilisée et l'appréciation du SDA, une plus-value pouvait être exonérée ou taxée à 33 %.

Section 3 : Les options d'achat sur parts

Une manière fréquente de structurer le carried interest consistait à octroyer au gestionnaire des options d'achat sur actions ou parts. Ces options tombaient dès lors dans le champ

⁸¹ C.I.R., art. 90.

⁸² *Ibid.*

⁸³ VAN ROBBROECK N. et WUYTS M., « Projet de loi-programme : le régime fiscal du 'carried interest' prend forme », *Fiscologue*, 9 mai 2025, disponible sur fiscologue.be.

⁸⁴ Com.IR n° 90/5.

⁸⁵ VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « Belgium », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.25.

⁸⁶ Décision anticipée n° 2024.0838 du 27 mars 2025 ; Décision anticipée n° 2024.0722 du 13 mars 2025 point 64.

d'application de la loi du 26 mars 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi et portant des dispositions diverses⁸⁷.

Ce régime fonctionne en deux temps. Dans un premier temps, l'option est taxée lors de son octroi comme un avantage de toute nature sur une base forfaitaire. Dans un second temps, si le bénéficiaire lève l'option et revend les actions avec une plus-value, celle-ci n'est en principe pas imposée, à condition que les actions ne soient pas affectées à son activité professionnelle⁸⁸.

Ce mécanisme présentait un intérêt particulier pour le carried interest. Au moment de l'octroi, la valeur des options pouvait être faible, car le rendement futur du fonds était encore incertain. En revanche, si le fonds performait bien, la plus-value réalisée ensuite pouvait être très importante et rester exonérée⁸⁹.

Le tribunal de première instance de Bruxelles a confirmé cette approche dans un jugement du 27 février 2023⁹⁰. En l'espèce, l'administration soutenait que la structure mise en place servait uniquement à distribuer du carried interest de manière fiscalement avantageuse. Selon elle, les montants perçus devaient être taxés comme des revenus professionnels. Le tribunal a rejeté cette thèse. Il a considéré que le contribuable avait correctement appliqué la loi de 1999 : l'avantage avait été imposé lors de l'octroi des options, et donc la plus-value réalisée ensuite ne devait pas être imposée comme revenu professionnels⁹¹.

Section 4 : Conclusion : une insécurité liée à la structuration

L'ancien régime belge reposait donc largement sur la forme juridique choisie. Le même carried interest pouvait être traité différemment selon qu'il était payé sous forme de dividende, de plus-value ou d'options sur actions ou parts.

La qualification en revenus professionnels ne nous paraît pas convaincante. Outre le fait qu'elle n'a été admise que dans des cas très limités, elle semble principalement fondée sur la volonté du FISC de taxer à un taux nettement supérieur que les autres qualifications. Or, une telle qualification s'accorde mal avec la nature du carried interest qui s'attache plus, à notre avis, sur une prise de risque plutôt qu'une contrepartie du travail fourni.

En résumé :

- Sous forme de dividende, il était généralement imposé comme revenu mobilier à 30 %, voire 15 % via VVPRbis ;

⁸⁷ Loi du 1^{er} avril 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi et portant des dispositions diverses, *M.B.* 26 mars 1999, art. 41-47.

⁸⁸ Loi du 1^{er} avril 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi et portant des dispositions diverses, *M.B.* 26 mars 1999, art. 42.

⁸⁹ UTENS N., « [Roerende inkomsten] Carried interest: van woestijn naar oase? », *Act. Fisc.*, 2025/13, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

⁹⁰ Civ. Bruxelles (NI.) (7e ch.) n° 2022/2066/A, 27 février 2023.

⁹¹ X., « Le tribunal fiscal reconnaît l'application correcte de la loi sur les options dans l'élaboration d'une structure de « carried interest » et rejette la théorie de simulation », *C.F.*, 2023/7, p.170.

- Sous forme de plus-value, il pouvait être exonéré s'il relevait de la gestion normale du patrimoine privé, mais aussi être requalifié en revenus divers à 33 % ; et
- Via des options, il pouvait bénéficier du régime favorable de la loi de 1999, avec taxation à l'octroi puis exonération de la plus-value future.

Cette situation créait indiscutablement une insécurité juridique. La qualification fiscale dépendait moins de la nature économique du carried interest que de la manière dont il était structuré. Comme l'a résumé la doctrine, la pratique ressemblait à un véritable « *Far West fiscal* » : l'issue fiscale restait incertaine et le recours au SDA devenait presque indispensable pour sécuriser les opérations⁹².

Cette insécurité explique pourquoi une intervention législative était attendue. C'est précisément ce que le législateur a tenté de faire avec le nouveau régime applicable à partir de 2025.

PARTIE 3 : LE NOUVEAU RÉGIME BELGE : LA RÉFORME DE 2025

Chapitre 1 : Genèse et objectifs de la réforme

Section 1 : L'impulsion politique : l'accord de coalition et les objectifs budgétaires

C'est dans ce contexte d'insécurité juridique persistante que le gouvernement fédéral issu de l'accord de coalition a inscrit la réforme fiscale du carried interest parmi ses priorités. L'accord de coalition exprimait la volonté de mettre en place un régime spécifique pour le carried interest qui serait « *compétitif par rapport aux régimes existants dans les pays voisins, afin de stimuler l'activité des fonds d'investissement en Belgique* »⁹³.

L'accord de coalition ne fournissait que peu d'indications sur la forme concrète du nouveau régime. Il en mentionnait toutefois deux choix fondamentaux : qualifier le carried interest comme revenu mobilier et fixer un taux d'imposition de 30 % maximum⁹⁴. Autre précision importante : le nouveau régime n'aurait aucun effet sur les plans existants, traduisant ainsi une volonté de non-rétroactivité⁹⁵.

Outre l'objectif de sécurité juridique et d'attractivité, la réforme répondait aussi à une logique budgétaire. La loi de finances 2025 prévoyait que le nouveau régime générerait près de 50 millions d'euros par an dès 2025⁹⁶.

⁹² UTENS N., « [Roerende inkomsten] Carried interest: van woestijn naar oase? », *Act. Fisc.*, 2025/13, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

⁹³ Gouvernement De Wever, Accord de coalition fédérale 2025-2029, 31 janvier 2025, p.14, disponible sur [Belgium.be](https://belgium.be)

⁹⁴ *Ibid.*

⁹⁵ *Ibid.*

⁹⁶ UTENS N., *Op.Cit.*

Section 2 : Les objectifs déclarés du législateur

L'exposé des motifs de la loi-programme identifie trois objectifs principaux :

Le premier est de « *mettre un terme à l'incertitude juridique entourant la qualification fiscale de l'intéressement aux plus-values* »⁹⁷. Le législateur justifie cette intervention en soulignant que, bien que les intéressements aux plus-values trouvent leur origine dans un contexte professionnel, ils reposent sur un investissement personnel des gestionnaires, assorti d'une prise de risque réelle. Ceci justifie de traiter le carried interest comme un revenu de capital plutôt que comme une rémunération professionnelle⁹⁸.

Le deuxième objectif affiché est de « *préserver la compétitivité fiscale de la Belgique* » en s'alignant sur les régimes existants dans d'autres juridictions européennes afin d'éviter une délocalisation des activités de gestion de fonds⁹⁹. L'exposé des motifs souligne qu'un taux d'imposition de 25 % « *se situe dans la moyenne par rapport aux pays voisins* » et que « *de cette manière, la Belgique reste attractive pour l'activité des fonds d'investissements* »¹⁰⁰.

Enfin, le troisième objectif est de rendre « *fiscalement aussi neutre que possible le choix entre la perception de l'intéressement aux plus-values directement par une personne physique ou par l'intermédiaire d'une société de management* »¹⁰¹. Toutefois, comme le souligne la doctrine et comme nous reviendrons dessus, cette neutralité demeure imparfaite dès lors que le régime du VVPRbis et le régime des revenus définitivement taxés (ou « *RDT* ») restent applicables aux structures sociétaires¹⁰².

Section 3 : Loi-programme et entrée en vigueur

Le régime fiscal du carried interest a été introduit par la loi-programme du 18 juillet 2025, publiée au moniteur belge le 29 juillet 2025¹⁰³.

Conformément à l'article 22 de la loi-programme, le nouveau régime entre en vigueur le jour de sa publication au moniteur belge et s'applique en principe à tous les revenus payés ou attribués à partir de cette date¹⁰⁴.

Cette entrée en vigueur immédiate a suscité des interrogations quant à la capacité matérielle des débiteurs de revenus et des intermédiaires financiers à mettre en œuvre les obligations de retenue à la source dans des délais aussi courts¹⁰⁵.

⁹⁷ Projet de loi-programme, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2024 – 2025, n°0909/001, p.4.

⁹⁸ *Ibid.*, p.5.

⁹⁹ *Ibid.*, p.6.

¹⁰⁰ *Ibid.*

¹⁰¹ *Ibid.*, p.5.

¹⁰² GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., « Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites », *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

¹⁰³ Loi-programme du 18 juillet 2025, *M.B.* 29 juillet 2025.

¹⁰⁴ Loi-programme du 18 juillet 2025, *M.B.* 29 juillet 2025, art. 22.

¹⁰⁵ Projet de loi-programme, avis du conseil d'état, *Doc.*, Ch., 2024 – 2025, n°0909/001, p.320.

Toutefois, deux exceptions tempèrent ce principe d'application immédiate :

- D'une part, le régime ne s'applique pas aux revenus attribués par un véhicule de carried interest mis en liquidation au plus tard à l'entrée en vigueur de la loi afin de ne pas pénaliser les arrangements de dépôt fiduciaire (dit « escrows ») mis en place dans le cadre de fonds déjà clôturés.
- D'autre part, l'interdiction de constituer une réserve de liquidation (article 184^{quater}, alinéa 6, nouveau, CIR 92) n'entrera en vigueur qu'à partir de l'exercice d'imposition 2026¹⁰⁶.

Ces deux exceptions devraient ainsi faciliter la tâche du contribuable dans la retenue du précompte mobilier sur le carried interest perçu.

Chapitre 2 : Contenu de la réforme

Section 1 : Champ d'application

A. Le bénéficiaire d'un intéressement aux plus-values

Le nouveau régime s'applique exclusivement aux personnes physiques. L'article 2, §1^{er}, 22° du CIR 92 définit le bénéficiaire comme « *toute personne physique exerçant des activités, directement ou indirectement, pour un véhicule de carried interest ou son gestionnaire* »¹⁰⁷.

La loi étend cette notion aux personnes liées au sens de l'article 2, §1^{er}, 13°/1 du CIR 92, c'est-à-dire les personnes détenant, seules ou conjointement avec des proches ou des entités contrôlées, une participation d'au moins 50 %¹⁰⁸. Cette précision vise explicitement le cas où le gestionnaire exerce ses fonctions de gestion via une société de management, mais détient personnellement les droits de carried interest.

À l'inverse, les personnes morales sont exclues du champ d'application du nouveau régime. Lorsqu'un carried interest est perçu par une société, il reste soumis aux règles ordinaires de l'impôt des sociétés¹⁰⁹.

B. Le véhicule de carried interest

L'article 2, §1^{er}, 23° du CIR 92 définit le véhicule de carried interest en reprenant mot pour mot la définition des organismes de placement collectif alternatifs (OPCA), issue de la loi du 19 avril 2014, qui transpose la directive AIFM¹¹⁰. Il s'agit de tout organisme belge ou étranger

¹⁰⁶ Loi-programme du 18 juillet 2025, *M.B.* 29 juillet 2025, art. 22.

¹⁰⁷ C.I.R., art. 2, §1^{er}, 22°.

¹⁰⁸ C.I.R., art. 2, §1^{er}, 13°/1.

¹⁰⁹ Projet de loi-programme, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2024 – 2025, n°0909/001, p.5.

¹¹⁰ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement alternatifs et à leurs gestionnaires, *M.B.* 17 juin 2014, art. 3, 2°.

levant des capitaux auprès des investisseurs pour les investir selon une politique définie et qui ne relève pas de la directive OPCVM¹¹¹.

La conséquence de cette définition est que si l'entité ne rentre pas dans la définition d'une OPCA, le nouveau régime ne s'y applique pas. Sont donc implicitement exclus les holdings pures, les plans d'actionnariat salarié ou d'épargne ainsi que certaines structures dites *family offices* ou fonds d'investissement ne répondant pas aux critères de la directive AIFM¹¹².

C. Les revenus constituant un intéressement aux plus-values

L'article 19^{quater}, alinéa 1^{er}, du CIR 92 vise trois catégories de revenus, toujours après déduction de la valeur d'acquisition des droits et à l'exclusion du rendement proportionnel :

- (1°) La part des bénéfices y compris les dividendes ;
- (2°) Les plus-values réalisées lors de la cession des droits dans le véhicule ; et
- (3°) Les bonis de liquidation ou rachat¹¹³.

L'alinéa 2 de ce même article exclut les revenus liés à des actions acquises par l'exercice d'options soumises à la loi du 26 mars 1999. Par ailleurs, la question de savoir si une attribution des bénéfices purement contractuelle sans investissement préalable peut être qualifiée de carried interest soulève des difficultés d'interprétation importantes. Ces deux points feront l'objet d'une analyse ultérieure (*cf.*, chapitre 3 section 3 ; chapitre 4 section 1).

Section 2 : La qualification fiscale et le régime applicable

En insérant un 6° à l'article 17, §1^{er}, du CIR 92, le législateur consacre légalement la qualification du carried interest en tant que revenu mobilier¹¹⁴. Pour justifier ce choix, l'exposé des motifs avance que le gestionnaire, en apportant sa propre mise, devient un investisseur à part entière et assume un risque de perte totale de son capital. Sa situation est comparée à celle d'un salarié qui acquiert des actions de son employeur coté en bourse. Dans un tel cas, les revenus générés par cet investissement ne sauraient raisonnablement être considéré comme des revenus professionnels¹¹⁵.

Concrètement, ces revenus sont imposés à un taux distinct de 25 % (article 171, 3^o *octies* CIR 92) et ne se voient pas appliquer de centimes additionnels communaux (article 466, alinéa 2 CIR 92)¹¹⁶. Ce taux, inférieur au taux de 30 % pour les revenus mobiliers, se justifie par l'absence de périodicité de ce type de revenus, le niveau de risque élevé supporté par le gestionnaire et la volonté de maintenir la compétitivité fiscale belge¹¹⁷.

¹¹¹ C.I.R., art. 2, §1^{er}, 23°.

¹¹² VAN CAUWENBERGHE J., BORGERS C., « Nieuw fiscaal regime voor (bepaalde) carried interest (deel 1) », *Act. Fisc.*, 2025/34, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

¹¹³ C.I.R., art. 19^{quater}.

¹¹⁴ C.I.R., art. 17, §1^{er}, 6°.

¹¹⁵ Projet de loi-programme, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2024 – 2025, n°0909/001, p.5.

¹¹⁶ C.I.R., art. 466, al. 2.

¹¹⁷ Projet de loi-programme, *Op.Cit.*, p.6.

Afin de garantir cette sécurité juridique, l'article 37, alinéa 6, nouveau du CIR 92 dispose que les revenus visés à l'article 17, §1^{er}, 6° ne peuvent être requalifiés en revenus professionnels¹¹⁸. Cette contrainte empêche, selon la doctrine, également une requalification en revenus divers¹¹⁹.

Il convient de noter que la doctrine relève que cette exclusion de requalification s'applique aussi implicitement à la part « *proportionnelle* » du rendement perçu par le gestionnaire¹²⁰. Toutefois, cette extension à la part proportionnelle nous paraît discutable. Celle-ci n'entre pas dans le champ d'application du *carried interest* et devrait donc suivre le régime fiscal de base. Appliquer à cette part la contrainte de l'article 37, alinéa 6 du CIR 92 revient dès lors à lui appliquer une protection prévue pour un revenu qui n'est pas visé par le nouveau régime.

Cette qualification emporte aussi deux conséquences pratiques. Premièrement, sauf modification de la réglementation sociale, ces revenus ne constituent pas une assiette pour les cotisations de sécurité sociale¹²¹. Deuxièmement, le précompte mobilier de 25 % étant libératoire (article 313 CIR 92), le bénéficiaire n'a pas l'obligation de déclarer ces revenus dans sa déclaration fiscale, sauf si la retenue à la source n'a pas été faite¹²².

Section 3 : La détermination de la base imposable

A. La distinction entre rendement proportionnel et disproportionné

Le régime ne vise que le rendement disproportionné, à savoir la part du bénéfice excédant ce qu'un investisseur passif aurait obtenu proportionnellement à son investissement. Le rendement proportionnel conserve son régime fiscal normal¹²³.

Pour illustrer cette mécanique, la doctrine propose l'exemple suivant pour tenter de déterminer la part proportionnelle¹²⁴ : des LP investissent 9.7 millions d'euros et les GP 0.3 million d'euros. Le fonds génère 30 millions d'euros de revenus, distribués à hauteur de 26.5 millions d'euros aux LP et 3.5 millions d'euros aux GP.

- Le rendement des LP est de 2.73 (26.5 / 9.7) ;
- Le rendement proportionnel des gérants s'élève à 820 000 euros (0.3 million x 2.73). Cette somme suit le régime fiscal normal ;
- Le rendement disproportionné est de 2 680 000 euros (3.5 millions – 820 000). Seul ce montant est imposé au taux de 25 % au titre de *carried interest*.

¹¹⁸ C.I.R., art. 37, al. 6.

¹¹⁹ VAN CAUWENBERGHE J., BORGERS C., « Nieuw fiscaal regime voor (bepaalde) *carried interest* (deel 1) », *Act. Fisc.*, 2025/34, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

¹²⁰ VAN CAUWENBERGHE J., BORGERS C., *Ibid.*

¹²¹ Projet de loi-programme, avis du conseil d'état, *Doc., Ch.*, 2024 – 2025, n°0909/001, p.306.

¹²² VAN ROBBROECK N. et WUYTS M., « Projet de loi-programme : le régime fiscal du '*carried interest*' prend forme », *Fiscologue*, 9 mai 2025, disponible sur fiscologue.be.

¹²³ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., « Loi-programme. Le traitement fiscal du *carried interest* en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites », *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

¹²⁴ VAN CAUWENBERGHE J., BORGERS C., *Op.Cit.*

B. Les difficultés de quantification

L'article 19^{quater} du CIR 92 ne fixe aucun critère objectif pour déterminer ce rendement proportionnel. Il ne fait que renvoyer aux accords contractuels entre parties. Le Conseil d'état a critiqué cette imprécision, soulignant qu'elle porte atteinte à la prévisibilité de la loi et risque de déplacer le contentieux fiscal de la qualification vers la quantification de l'assiette¹²⁵.

Les travaux préparatoires aggravent cette incertitude en suggérant que certaines différences de traitement économique ne constituent pas un rendement disproportionné. Par exemple, le non-paiement des management fees par le véhicule au profit du gestionnaire pourrait être considéré comme un rendement normal¹²⁶. La doctrine critique cette approche, estimant qu'une approche fondée sur les droits économiques serait plus cohérente¹²⁷.

C. Déduction de la valeur d'acquisition et sort des frais

Pour déterminer le revenu imposable, il est tenu compte de la valeur d'acquisition des droits. En cas de distributions intermédiaires avant la liquidation du fonds, ces sommes s'imputent d'abord sur la valeur d'acquisition, de sorte qu'elles ne deviennent taxables qu'à partir du moment où elles excèdent le capital investi¹²⁸.

Concernant les frais d'encaissement, de garde ou de réalisation, l'article 22, §1^{er}, alinéa 2 du CIR 92 prévoit qu'ils ne sont déductibles que lorsque les revenus mobiliers sont globalisés, ce qui n'est pas le cas ici puisque le carried interest est imposé distinctement¹²⁹. Toutefois, le législateur n'a pas modifié l'article 22 pour viser expressément l'article 171, 3^oocties. Face à cet oubli, la doctrine estime que tant que la loi n'a pas été corrigée, la limitation de l'article 22 ne trouve pas à s'appliquer et par conséquent ces frais restent déductibles¹³⁰.

Section 4 : Le mécanisme de perception à la source

A. Redevable principal du précompte mobilier

En vertu de l'article 261, alinéa 1^{er}, 4^o du CIR 92, le débiteur du revenu est tenu de retenir le précompte mobilier libératoire de 25 % lors de l'attribution ou du paiement¹³¹. Pour les distributions de bénéfices ou les bonis de liquidation, il s'agira du véhicule de carried interest

¹²⁵ Projet de loi-programme, avis du conseil d'état, *Doc.*, Ch., 2024 – 2025, n°0909/001, p.316.

¹²⁶ Projet de loi-programme, exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2024 – 2025, n°0909/001, p.9.

¹²⁷ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., « Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites », *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

¹²⁸ VAN ROBBROECK N. et WUYTS M., « Projet de loi-programme : le régime fiscal du 'carried interest' prend forme », *Fiscologue*, 9 mai 2025, disponible sur fiscologue.be.

¹²⁹ C.I.R., art. 22, §1^{er}, al. 2.

¹³⁰ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., *Op.Cit.*

¹³¹ C.I.R., art. 261, al. 1^{er}, 4^o.

lui-même. En cas de cession des droits de carried interest à un tiers, c'est l'acquéreur belge qui devra procéder à la retenue à la source¹³².

B. Fiction légale pour les structures complexes

Afin de tenir compte des montages impliquant des entités étrangères, l'article 261, alinéa 5 du CIR 92 instaure une fiction légale. Lorsqu'un bénéficiaire exerce ses activités pour le compte d'une entité belge mais perçoit son carried interest d'un véhicule étranger lié à cette entité, le contribuable belge est réputé avoir lui-même attribué le revenu. Il devient dès lors redevable du précompte mobilier¹³³. Cette disposition vise à garantir que le FISC belge puisse effectivement percevoir l'impôt même lorsque le flux financier transite par des entités étrangères.

Chapitre 3 : Régimes parallèles et interactions complexes

Section 1 : Structures sociétaires

Comme mentionné au chapitre 2, section 1, le nouveau régime ne s'applique pas aux sociétés percevant un carried interest. Elles restent soumises au droit commun de l'impôt des sociétés¹³⁴.

Dans ce contexte, les dividendes perçus par une société intermédiaire peuvent bénéficier du régime des revenus définitivement taxés lorsque le véhicule de carried interest est considéré comme une société d'investissement au sens de l'article 202, §2, alinéa 3, 3° du CIR 92¹³⁵. Dans ce cas, aucune condition de seuil de participation ni de durée de détention n'est exigée.

Ces revenus peuvent ensuite être redistribués au gestionnaire sous forme de dividendes soumis au régime VVPRbis, avec un précompte mobilier réduit de 15 % (bientôt porté à 18 %)¹³⁶.

Le SDA a confirmé à de nombreuses reprises que la combinaison de structures d'intéressement aux plus-values avec le régime de VVPRbis ne constitue pas, en soi, un abus fiscal au sens de l'article 344, §1^{er}, du CIR 92¹³⁷. Dans une telle configuration, la pression fiscale globale peut ainsi être inférieure à celle du nouveau régime, avec un taux effectif de 15 % (ou 18 %) contre 25 % en cas d'application du nouveau régime.

¹³² VAN ROBBROECK N. et WUYTS M., *Op.Cit.*

¹³³ C.I.R., art. 261, al. 5.

¹³⁴ Projet de loi-programme, exposé des motifs, *Doc., Ch., 2024 – 2025*, n°0909/001, p.5.

¹³⁵ GALEA G., HARDY S. et GRÜTER T., « Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites », *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur [monkey.wolterskluwer.com](https://www.monkey.wolterskluwer.com).

¹³⁶ *Ibid.*

¹³⁷ *Ibid.*

Section 2 : L'exclusion ciblée de la réserve de liquidation

Tant qu'elle détient des actions ou parts d'un véhicule de carried interest, une petite société ne peut constituer de réserve de liquidation. Cette interdiction s'étend même à l'année au cours de laquelle ces actions ou parts sont cédés définitivement (article 184^{quater}, alinéa 2 nouveau CIR)¹³⁸. Le législateur entend ainsi empêcher la mise en place de montages permettant d'organiser une exonération quasi-totale du carried interest lors de la liquidation planifiée de la société intermédiaire¹³⁹.

Toutefois, cette interdiction ne s'applique pas si les actionnaires de la société ne sont pas eux-mêmes bénéficiaires d'un carried interest¹⁴⁰.

Des interrogations persistent également quant à son application aux sociétés de management qui ne détiennent pas directement des droits dans le fonds d'investissement, mais bien dans une CarryCo. Si cette dernière est qualifiée elle-même de véhicule de carried interest, l'interdiction semble s'y appliquer aussi. Dans le cas contraire, il semble encore tout à fait possible pour la société de management de constituer une réserve de liquidation et de payer ainsi indirectement le carried interest, sauf s'il y a abus fiscal¹⁴¹.

Par ailleurs, la disposition frappe toute constitution de réserve de liquidation. Cette portée extensive a été critiquée, à juste titre, par la doctrine comme étant difficilement compatible avec le principe d'égalité¹⁴².

Section 3 : Interaction avec les options sur actions

L'article 19^{quater}, alinéa 2 du CIR 92 exclut explicitement de son champ d'application les revenus obtenus en lien avec des actions acquises par l'exercice d'options sur actions conformément à la loi du 26 mars 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi et portant des dispositions diverses¹⁴³.

Comme mentionné au titre 2, chapitre 2, section 3, la loi du 26 mars 1999 prévoit en son article 42, §1^{er} que « *les avantages obtenus en raison ou à l'occasion de l'activité professionnelle du bénéficiaire, sous forme d'attribution gratuite ou non d'option constituent, dans le chef de celui-ci, un revenu professionnel qui est imposable, (...), au moment de l'attribution de cette option* »¹⁴⁴.

¹³⁸ C.I.R., art. 184^{quater}.

¹³⁹ Projet de loi-programme, avis du conseil d'état, *Doc.*, Ch., 2024 – 2025, n°0909/001, p.318.

¹⁴⁰ VAN CAUWENBERGHE J., BORBERS C., « Nieuw fiscaal regime voor (bepaalde) carried interest (deel 2) », *Act. Fisc.*, 2026/05, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

¹⁴¹ VAN ROBBROECK N. et WUYTS M., « Projet de loi-programme : le régime fiscal du 'carried interest' prend forme », *Fiscologue*, 9 mai 2025, disponible sur fiscologue.be.

¹⁴² VAN CAUWENBERGHE J., BORBERS C., « Nieuw fiscaal regime voor (bepaalde) carried interest (deel 2) », *Act. Fisc.*, 2026/05, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

¹⁴³ Loi du 1^{er} avril 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi et portant des dispositions diverses, *M.B.* 26 mars 1999, art. 41-47.

¹⁴⁴ Loi du 1^{er} avril 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi et portant des dispositions diverses, *M.B.* 26 mars 1999, art. 42.

Les plans d'options sur actions restent donc soumis à leur régime propre : taxation comme revenu professionnel à l'octroi de l'option puis absence de taxation ultérieure au titre de gestion normale du patrimoine privé¹⁴⁵.

Section 4 : Interaction avec la taxe Caïman

La taxe Caïman instaurée par la loi du 10 août 2015 repose sur un mécanisme fiscal de transparence : elle vise à imposer entre les mains des personnes physiques fondateurs ou bénéficiaires les revenus accumulés dans certaines constructions juridiques ou structures intermédiaires situées dans des juridictions à faible fiscalité¹⁴⁶.

Toutefois, il convient de préciser que les organismes de placement collectifs alternatifs (OPCA) sont exclus de la définition de construction juridique et de structure intermédiaire (article 2, §1^{er}, 13°/1, b et 13°/3 du CIR 92)¹⁴⁷. Il en résulte que le véhicule de participation aux bénéfices ne devrait pas, lorsqu'il répond à cette qualification, être soumis en tant que tel au régime de la taxe Caïman. Cette conclusion doit néanmoins être limitée au véhicule concerné et ne préjuge pas du traitement fiscal d'autres entités interposées dans la structure.

Section 5 : Interaction avec les conventions préventives de double imposition

La qualification de carried interest comme revenu mobilier en droit fiscal belge n'a pas d'effet direct sur l'application des conventions préventives de double imposition. En effet, les fictions juridiques nationales ne sont pas transposables aux conventions¹⁴⁸.

Pour l'application des conventions, il convient d'examiner la nature du revenu (dividende, plus-value, etc.) au sens de la convention elle-même et non sa qualification juridique nationale. Ainsi, le carried interest versé à des personnes physiques non résidentes sont en principe imposable en Belgique dans la mesure où ces revenus sont perçus ou acquis en Belgique. Toutefois, ce n'est pas la législation belge mais la convention de double imposition applicable qui détermine en premier lieu si la Belgique en tant qu'état source peut effectivement prélever l'impôt¹⁴⁹.

L'imposition de certains revenus au titre de carried interest peut engendrer des conflits de classification dans des situations transfrontalières, notamment lorsque l'état de la source ne coïncide ni avec l'état de résidence ni avec l'état d'exercice du revenu. Ces situations doivent ainsi être analysées au cas par cas¹⁵⁰.

¹⁴⁵ Il faut toutefois faire attention depuis le 1^{er} janvier 2026 à la nouvelle taxation sur les plus-values, voir chapitre 3 section 7.

¹⁴⁶ TIBERGHEN, A., *Tiberghien. Manuel de droit fiscal*, Malines, Wolters, 2025, p.712-733.

¹⁴⁷ VAN CAUWENBERGHE J., BORGERS C., « Nieuw fiscaal regime voor (bepaalde) carried interest (deel 2) », *Act. Fisc.*, 2026/05, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

¹⁴⁸ VAN CAUWENBERGHE J., BORGERS C., *Op.Cit.*

¹⁴⁹ VANWINENDAEL L., « De fiscaliteit van carried interest in België: van fiscale mist naar geregleerde nevel? », *T.F.R.*, 2025/20, p.966.

¹⁵⁰ VAN CAUWENBERGHE J., BORGERS C., *Op.Cit.*

Section 6 : Sort des fonds fiscalement transparents

Le carried interest n'est constitué qu'au moment du versement ou de l'attribution par le véhicule et non lors de la seule perception du profit par le fonds (article 19^{quater} du CIR 92). Cette règle peut poser problème pour les fonds fiscalement transparents qui ne distribuent pas immédiatement les revenus perçus (par exemple lorsqu'ils les réinvestissent)¹⁵¹.

La doctrine dominante estime toutefois que le législateur a voulu ce décalage, même si cela semble rompre la transparence fiscale absolue normalement applicable aux fonds d'investissement collectifs. En vertu de la nouvelle loi, le revenu de carried interest n'est constaté qu'au moment où le fonds « *verse ou affecte* » effectivement ce revenu¹⁵².

Section 7 : Interaction avec la nouvelle taxe sur les plus-values (2026)

A. Présentation synthétique du nouveau régime général

Dès le 1^{er} janvier 2026, un impôt de 10% sera prélevé sur les plus-values réalisées sur les actifs financiers résultant d'une cession à titre onéreux¹⁵³. Un abattement annuel de 10 000 € (reportable jusqu'à 15 000 € cumulés sur 5 ans) est prévu¹⁵⁴.

Pour les actifs acquis avant 2026, une réévaluation est nécessaire : la valeur au 31 décembre 2025 est considérée comme valeur d'acquisition théorique. Le champ d'application est large et vise les actions, parts, contrats d'assurance, cryptoactifs et or d'investissement. Les non-résidents et sociétés sont exclus¹⁵⁵.

B. Impact sur le carried interest et les options sur actions

La part proportionnelle du rendement du carried interest, lorsqu'elle prend la forme de plus-values sur actions, sera désormais soumise à 10 % (après abattement) si elle relève de la gestion normale du patrimoine privé. La part disproportionnée échappe à cette nouvelle taxe.

S'agissant des options sur actions, les plus-values réalisées dans le cadre de l'application de la loi du 26 mars 1999 seront donc intégralement soumises à la nouvelle taxe sur les plus-values de 10 %¹⁵⁶. Cette taxation ultérieure modifie de manière significative l'attractivité des options sur actions et influence le choix entre le nouveau régime carried interest (25 %) et les options d'achat (taxation à l'octroi comme revenu professionnel + 10 % à la sortie).

¹⁵¹ *Ibid.*

¹⁵² *Ibid.*

¹⁵³ Loi du 6 avril 2026 introduisant un impôt sur les plus-values sur les actifs financiers, *M.B.* 21 avril 2026, art. 27.

¹⁵⁴ Service Public Fédéral des Finances, « Taxe sur les plus-values », disponible sur fin.belgium.be.

¹⁵⁵ VANWINENDAEL L., « De fiscaliteit van carried interest in België: van fiscale mist naar gereguleerde nevel? », *T.F.R.*, 2025/20, p.967-968.

¹⁵⁶ *Ibid.*

La loi sur le carried interest ne prévoit aucune règle concernant l'interaction avec cette taxe de 10 %. Des clarifications administratives seront par conséquent nécessaires pour éviter tout risque.

Chapitre 4 : Les zones d'ombre persistantes

Section 1 : Attribution de bénéfice sans investissement

La question de savoir si une attribution de bénéfices à des gestionnaires de fonds peut être qualifiée de carried interest lorsqu'elle n'est pas accompagnée d'un investissement dans le véhicule suscite un débat doctrinal important. Plusieurs auteurs convergent pour estimer que la qualification de revenu mobilier nécessite qu'une affectation de capital soit requise ou du moins qu'il existe un lien de causalité entre le bien mobilier ou le capital et le revenu¹⁵⁷. Si le gestionnaire ne détient pas d'actions mais bénéficie seulement d'un droit contractuel, il est plus complexe de parler de dividende ou de plus-value, ce qui complique leur qualification en tant que revenu mobilier et augmente le risque d'une requalification en revenu professionnel. Par ailleurs, l'effet incitatif du carried interest repose sur le partage des risques de sorte qu'une attribution purement contractuelle serait dépourvue de cette fonction et soulèverait des questions au regard du principe d'égalité fiscale¹⁵⁸.

Toutefois, à mon sens, cette réflexion peut porter à confusion dans la mesure où elle oublie un mécanisme fondamental du private equity : le GP commitment ou « *skin in the game* ». En pratique, le GP s'engage généralement à investir une part de son propre capital dans le véhicule aux côtés des LP, afin d'aligner ses intérêts avec eux. Cet investissement préalable, bien qu'il ne prenne pas nécessairement la forme de droits directs dans les actions carried interest, constitue une véritable mise en risque du capital du gestionnaire. Ainsi, même lorsque l'attribution du carried interest semble structurée de manière purement contractuelle, elle repose indirectement sur un investissement personnel et une prise de risque réelle du gestionnaire.

Section 2 : L'imprécision de la distinction proportionnel / disproportionné

Comme mentionné à la section 3 du chapitre 2, l'article 19^{quater} du CIR 92 ne fixe aucun critère objectif pour quantifier le rendement proportionné, renvoyant implicitement aux conventions entre parties. Le Conseil d'état a critiqué cette imprécision, à juste titre, soulignant qu'elle porte atteinte à la prévisibilité de la loi et risque de déplacer le contentieux fiscal de la qualification vers la quantification de l'assiette¹⁵⁹.

¹⁵⁷ VAN CAUWENBERGHE J., BORGERS C., « Nieuw fiscaal regime voor (bepaalde) carried interest (deel 1) », *Act. Fisc.*, 2025/34, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.

¹⁵⁸ VANWINENDAEL L., « De fiscaliteit van carried interest in België: van fiscale mist naar geregleerde nevel? », *T.F.R.*, 2025/20, p.965-966.

¹⁵⁹ Projet de loi-programme, avis du conseil d'état, *Doc.*, Ch., 2024 – 2025, n°0909/001, p.316.

Chapitre 5 : conclusion intermédiaire

En définitive, si la réforme belge marque une avancée incontestable en offrant un cadre légal aux carried interest perçus directement par des personnes physiques et en mettant fin en apparence aux conflits de qualifications, elle n'en laisse pas moins subsister de nombreuses zones d'ombre.

En restreignant le bénéfice du taux de 25 % aux seuls OPCA et aux seules personnes physiques. En maintenant intacts les avantages du VVPRbis et du régime RDT pour les structures sociétaires. En laissant en suspens la délimitation du rendement proportionnel et en omettant d'anticiper pleinement l'impact de la nouvelle taxe générale sur les plus-values, le législateur belge a-t-il réellement créé un cadre compétitif capable d'attirer ou de retenir les fonds d'investissement ?

PARTIE 4 : LA BELGIQUE FACE À SES CONCURRENTS : UNE ATTRACTIVITÉ RELATIVE

Chapitre 1 : Introduction

L'un des objectifs assumés du législateur belge lors de l'adoption de la loi-programme du 18 juillet 2025 était de renforcer l'attractivité fiscale belge pour les gestionnaires de fonds d'investissement en s'alignant sur les régimes existants dans d'autres juridictions européennes¹⁶⁰. Mais est-ce que cet objectif a été rempli ?

Afin d'en juger, il convient de confronter le nouveau régime belge à ceux en vigueur dans deux états de référence : la France¹⁶¹ et le Luxembourg¹⁶². Ce choix n'est pas fortuit. Ces deux juridictions constituent les principales places de private equity en Europe de l'ouest et sont nos voisins directs¹⁶³.

Il ne s'agit pas ici de produire un exposé exhaustif de la taxation du carried interest dans ces deux juridictions, ni d'analyser l'ensemble des controverses doctrinales ou développement jurisprudentiels propre à chaque droit national. Notre démarche se concentrera sur le régime légal afin d'identifier les éléments structurants permettant d'apprécier leur attractivité. Ainsi nous analyserons : (1) la qualification fiscale retenue ; (2) le taux d'imposition ; (3) les conditions d'éligibilité du régime ; et (4) les évolutions récentes. Cette approche comparative permettra de déterminer si la Belgique a su, ou non, se positionner de manière compétitive dans la course européenne à l'attractivité fiscale.

¹⁶⁰ Projet de loi-programme, exposé des motifs, Doc., Ch., 2024 – 2025, n°0909/001, p.6.

¹⁶¹ Pour une analyse globale du régime, voir : VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « France », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.19-22.

¹⁶² Pour une analyse globale du régime, voir : VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « Luxembourg », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.15-18.

¹⁶³ Invest Europe, « H1 2025 European Private Equity Activity », disponible sur investeurope.eu, 6 novembre 2025, p.27.

Chapitre 2 : Qualification fiscale du carried interest

Section 1 : La France

En droit français, le carried interest n'est pas traité comme simple revenu du capital. En l'absence de régime dérogatoire, les gains perçus par les gestionnaires de fonds en raison de leurs fonctions sont susceptibles d'être imposés comme des revenus professionnels (ou « *traitements et salaires* »)¹⁶⁴.

Il existe toutefois un régime préférentiel permettant de modifier cette qualification. L'origine de ce régime remonte à la loi de finances pour 2002, qui a introduit la notion de carried interest dans le droit fiscal français sans pour autant fixer son régime¹⁶⁵. Entre temps, l'administration fiscale a mis au point une doctrine spécifique, dite « *instruction Arthuis* ». Celle-ci permettait, sous conditions strictes, de soumettre les revenus issus des parts ou actions de carried interest au régime fiscal des revenus mobiliers¹⁶⁶.

Ce dispositif, d'abord purement administratif, a ensuite été consacré de manière plus large par la loi de finances pour 2009. Le législateur l'a alors codifié aux articles 150-0 A, 163quinquies et 80quindecies du code général des impôts¹⁶⁷.

Dès lors que les conditions légales sont remplies, les gains de cession ou de distributions liées aux parts ou actions de carried interest relèvent du régime des plus-values de cession de valeurs mobilières ou du régime des revenus de capitaux mobiliers¹⁶⁸. En revanche, lorsque les conditions du régime préférentiel ne sont pas remplies, l'ensemble des revenus demeure imposable selon les règles de droit commun applicable aux traitements et salaires¹⁶⁹.

Section 2 : Le Luxembourg

Le droit luxembourgeois a opté pour une approche plus originale dans la qualification du carried interest. Plutôt que de trancher entre revenu du capital ou revenu professionnel, le législateur a construit son régime autour de la qualification de bénéfices de spéculation, qui relève des revenus divers au sens de la loi concernant l'impôt sur le revenu (ci-après « *L.I.R.* »)¹⁷⁰. Ce régime a été introduit par la loi du 12 juillet 2013 transposant la directive AIFM, qui a modifié l'article 99bis de la L.I.R. en y insérant un paragraphe 1a¹⁷¹.

¹⁶⁴ Code Général des impôts français, art. 80quindecies.

¹⁶⁵ Loi n° 2001-1275 du 28 décembre 2001 de finances pour 2002, *J.O.* 29 décembre 2001, art. 78, IV.

¹⁶⁶ BOI-RPPM-PVBMI-60-20, 28 mars 2002.

¹⁶⁷ Loi n° 2008-1425 du 27 décembre 2008 de finances pour 2009, *J.R.F.O.* 28 décembre 2008, art. 15.

¹⁶⁸ Code général des impôts français, art. 150-0 A.

¹⁶⁹ Code Général des impôts français, art. 80quindecies.

¹⁷⁰ Loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *J.O.* 6 décembre 1967, art. 99bis.

¹⁷¹ Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, *J.O.* 15 juillet 2013, art. 208, 2°.

La qualification concrète dépend toutefois de la forme sous laquelle le carried interest est perçu. Le texte original de l'article 99*bis*, §1a distinguait deux situations¹⁷² :

Sous la catégorie 1, le carried interest perçu sur base d'un droit purement contractuel, non matérialisé par une participation dans le fonds était toujours qualifié de bénéfice de spéculation imposable, quelle que soit sa durée de détention. Une condition préalable supplémentaire était que les investisseurs récupèrent l'intégralité de leur mise dans le fonds. Cette condition renvoie directement au principe du *waterfall*, expliqué précédemment.

Sous la catégorie 2, le carried interest lié à la détention de parts ou d'actions était également qualifié de bénéfice de spéculation mais pouvait bénéficier d'une exonération si la durée entre l'acquisition et la réalisation excédait six mois. Cette structure rapproche le carried interest d'une plus-value à long terme, fiscalement neutre pour le gestionnaire.

Il convient par ailleurs de souligner un point qui rapproche le Luxembourg de la Belgique : le régime spécifique de l'article 99*bis* §1a L.I.R. est réservé aux personnes physiques. Tant la catégorie 1 que la catégorie 2 excluent explicitement les personnes morales de leur champ d'application¹⁷³. Lorsque le carried interest est perçu par une personne morale, il demeure soumis aux règles de droit commun de l'impôt sur les sociétés, sans accès au régime préférentiel¹⁷⁴.

Chapitre 3 : Taux d'imposition effectif

Section 1 : La France

Il convient tout d'abord de mentionner qu'en France, et à l'inverse de la Belgique, l'acquisition ou la souscription des parts ou actions de carried interest n'entraîne aucune taxation immédiate¹⁷⁵. La taxation n'intervient donc pas à l'entrée en possession mais au moment des distributions ou de la cession des titres, ce qui rapproche le régime français du régime belge¹⁷⁶.

Lorsque les conditions du régime préférentiel sont réunies, les revenus tirés du carried interest sont imposés selon le régime des plus-values mobilières ou dans la catégorie des revenus mobiliers. Ils sont alors, en principe, soumis au prélèvement forfaitaire unique de 30 %, composé à 12.8 % d'impôt sur le revenu et de 17.2 % de cotisations sociales¹⁷⁷. Sur ce point, une différence importante apparaît en Belgique : le taux belge de 25% ne s'accompagne ni de cotisations sociales, ni des centimes additionnels communaux¹⁷⁸.

¹⁷² Loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *J.O.* 6 décembre 1967, art. 99*bis*.

¹⁷³ Loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *J.O.* 6 décembre 1967, art. 99*bis*.

¹⁷⁴ Voir sur ce point : VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « Luxembourg », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.16.

¹⁷⁵ Pour la France, voir : VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « France », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.21. Pour la Belgique, voir : *Ibid.*, p.24.

¹⁷⁶ C.I.R., art. 19*quater*.

¹⁷⁷ Code Général des impôts français, art. 163*quinquies* C.

¹⁷⁸ Projet de loi-programme, avis du conseil d'état, *Doc.*, Ch., 2024 – 2025, n°0909/001, p.306 ; C.I.R., art. 466, al.2.

Le contribuable peut toutefois opter pour l'application du barème progressif de l'impôt sur les revenus, dont le taux marginal est de 45 %. Dans cette hypothèse, les prélèvements sociaux restent dû¹⁷⁹. À cela peut encore s'ajouter la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus, au taux de 3 à 4 % lorsque le revenu annuel du contribuable excède 250 000 euros si il est seul ou 500 000 euros si il est marié¹⁸⁰.

Lorsque le régime préférentiel ne s'applique pas, les gains tirés du carried interest sont imposés comme des traitements et salaires. Ils sont alors soumis au barème progressif de l'impôt sur les revenus, auquel s'ajoute une cotisation sociale de 30 %¹⁸¹ ainsi que, si elle est applicable, la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus.

Enfin, il convient de mentionner que lorsque les revenus sont perçus par une personne morale, ils sont soumis à l'impôt des sociétés au taux de 25 % sans possibilité d'appliquer le régime préférentiel¹⁸².

Section 2 : Le Luxembourg

Le taux applicable dépend entièrement de si on relève de la catégorie 1 ou 2. Le carried interest relevant de la catégorie 1 est soumis au taux progressif de l'impôt sur les revenus des personnes physiques, dont le taux marginal atteint 45.78 % (surtaxe de solidarité incluse)¹⁸³. Ce taux est identique à celui applicable aux salaires, ce qui peut sembler décevant aux premiers abords. Toutefois, la réforme de 2026 introduit une nuance importante : en qualifiant ces revenus de revenus extraordinaires au sens de l'article 131 L.I.R., elle ouvre accès à un mécanisme de lissage fiscal qui atténue l'effet de la progressivité pour les revenus accumulés sur plusieurs années¹⁸⁴.

Le carried interest relevant de la catégorie 2 bénéficie d'un traitement fiscal nettement plus favorable. Lorsque la durée de détention des parts ou actions liée au carried interest excède six mois, le bénéfice de spéculation qui en résulte est en principe exonéré¹⁸⁵. Seule exception : si la participation dans le fonds représente une participation substantielle (atteignant 10 % du capital du fonds), la plus-value reste imposable mais au demi-taux progressif, soit un taux marginal effectif de 22.89 %¹⁸⁶. Il convient de préciser qu'en pratique, cette exception s'applique rarement dans les structures de private equity compte tenu du nombre d'investisseurs impliqués.

¹⁷⁹ VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « France », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.22.

¹⁸⁰ Code Général des impôts français, art. 223sexies.

¹⁸¹ Code Général des impôts français, art. 80quindecies.

¹⁸² Code Général des impôts français, art. 219, I.

¹⁸³ O'DONNELL K., DIMITROVA P., BENTLEY M., « carried interest in Luxembourg : individual tax regime », *R.D.F.*, n°24-25/2025, p.9.

¹⁸⁴ Loi du 3 février 2026 portant modification : de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu et de la loi modifiée du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, *J.O.* 4 février 2026, art. 1, 2°.

¹⁸⁵ Loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *J.O.* 6 décembre 1967, art. 99bis, §1a, 2°.

¹⁸⁶ Loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *J.O.* 6 décembre 1967, art. 100.

Chapitre 4 : Conditions d'éligibilité au régime favorable

Section 1 : La France

A. Le régime antérieur à 2009

1. Conditions relatives aux véhicules et aux bénéficiaires

Le régime était limité à trois types de structures françaises de capital-investissement : les fonds communs de placement à risque et fonds de capital-investissement, les fonds professionnels spécialisés et les sociétés de capital-risque¹⁸⁷.

Le régime était aussi réservé aux membres de l'équipe de gestion de ces structures. Étaient visés les salariés et dirigeants de la société de gestion ou de la société concernée mais aussi, et ceci diffère de la Belgique, les salariés et dirigeants de sociétés de management¹⁸⁸.

2. Conditions relatives aux titres

Les parts ou actions de carried interest devaient être acquises en contrepartie d'un investissement en capital¹⁸⁹. Cette mention n'est qu'implicite dans le régime belge, ce qui a fait conclure à la doctrine que l'attribution purement contractuelle d'une part de carried interest ne pouvait se voir appliquer le régime. Les critiques à cette conclusion ont été faites dans la partie 3, chapitre 4, section 2.

Elles devaient en outre être représentées par une seule et même classe d'actions au sein de la structure¹⁹⁰.

Par ailleurs, les détenteurs de ces titres ne pouvaient pas détenir d'autres parts ou actions ordinaires de ces mêmes entités ouvrant droit à certains régimes fiscaux exonératoires¹⁹¹.

Enfin, le bénéficiaire devait percevoir une rémunération normale sur base d'un contrat de travail, d'un mandat social ou de sa convention de prestation de services. Ceci permettait ainsi d'éviter que le carried interest et son régime préférentiel ne se substitue complètement à une rémunération ordinaire soumise au barème progressif¹⁹².

B. Le régime issu de la loi de finances pour 2009

1. Extension des véhicules et des bénéficiaires

Depuis cette réforme, le régime préférentiel ne se limite plus uniquement aux véhicules français cités. Il est désormais ouvert à tout véhicule investissant en private equity, qu'il soit

¹⁸⁷ VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « France », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.21.

¹⁸⁸ BOI-RPPM-PVBMI-60-20, point 1.

¹⁸⁹ *Ibid.*, point 10.

¹⁹⁰ BOI-RPPM-PVBMI-60-20, point 10.

¹⁹¹ *Ibid.*

¹⁹² VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., « France », *European Investment Fund Review*, n°04/2023, p.21.

français ou européen¹⁹³. Sont notamment visés les FPCI, FCPR, qui sont des OPCVM. Rappelons que ces véhicules sont expressément exclus du champ d'application belge¹⁹⁴.

Des critères spécifiques ont été rajoutés pour les entités européennes : ces entités doivent être localisées dans un état membre de l'Union Européenne, ou dans un état partie à l'Espace économique européen. Ces états doivent aussi avoir conclu avec la France une convention fiscale comportant une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude fiscale et l'évasion fiscale¹⁹⁵. De plus, leur objet doit être l'investissement, direct ou indirect, dans des actions carried interest. Cette condition doit figurer expressément dans leurs documents constitutifs¹⁹⁶.

Quant aux bénéficiaires, ils restent les membres de l'équipe de gestion, mais le régime s'étend désormais aussi aux salariés et dirigeants exerçant leurs fonctions dans des entités européennes éligibles¹⁹⁷.

2. Maintien des conditions antérieures et ajout de nouvelles conditions relatives aux titres

Le régime de 2009 conserve les conditions antérieures et y ajoute trois nouvelles conditions :

- Les titres de carried interest doivent être acquis à un prix correspondant leur valeur réelle. Un parallèle peut être fait avec la loi belge sur les options d'achats, où la taxation n'intervient qu'au moment de l'acquisition de l'action, qui peut être bien en-dessous de la valeur réelle de l'action au moment de sa cession¹⁹⁸.
- Les titres doivent représenter au moins 1 % du montant total des capitaux reçu par le fonds, réduit à 0.5 % au-delà d'un milliard d'euros dans certains cas. Ceci est la consécration légale du GP commitment, ou « *skin in the game* »¹⁹⁹.
- Les revenus attachés à ces titres ne peuvent pas donner lieu à distribution pendant au moins cinq ans à compter de la constitution du fonds ou de l'émission des actions²⁰⁰.

Section 2 : Le Luxembourg

Sous le régime issu de la loi AIFM de 2013, seuls les salariés d'un AIFM ou d'une société de gestion d'AIF pouvaient bénéficier du régime spécifique de l'article 99bis, §1a L.I.R. Les personnes physiques n'ayant pas la qualité de salarié, les indépendants, les associés ou prestataires de services extérieurs étaient exclus du champ d'application de la disposition²⁰¹.

¹⁹³ BOI-RPPM-PVBMI-60-10, point 20-100.

¹⁹⁴ C.I.R., art. 19quater.

¹⁹⁵ *Ibid.*, point 40-60.

¹⁹⁶ *Ibid.*

¹⁹⁷ VAN CAUBERGH P-O. et DOULEY B., *Op.Cit.*, p.20.

¹⁹⁸ Loi du 1^{er} avril 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi et portant des dispositions diverses, *M.B.* 26 mars 1999, art. 42.

¹⁹⁹ GILLIGAN J., WRIGHT M., *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, Oxford, Oxford academic, 2020, p.13.

²⁰⁰ Code Général des impôts français, art. 150-0 A.

²⁰¹ O'DONNELL K., DIMITROVA P., BENTLEY M., « carried interest in Luxembourg : individual tax regime », *R.D.F.*, n°24-25/2025, p.8.

Pour la catégorie 1, le carried interest devait en outre être subordonné à la condition que les investisseurs aient au préalable récupéré l'intégralité de leur mise dans le fonds. Pour la catégorie 2, la durée de détention de six mois et le seuil de participation substantiel ont déjà été mentionnés.

Chapitre 5 : Évolutions récentes

Section 1 : La France

La réforme française la plus récente ne vise pas formellement le carried interest en tant que tel mais le régime des management packages, auquel le carried interest peut être rattaché dans de nombreuses hypothèses²⁰².

L'article 93 de la loi n°2025-127 du 14 février 2025 de finances pour 2025 a introduit un nouveau régime codifié à l'article 163*bis* H du code général des impôts, applicable aux titres dont la disposition, cession, conversion ou mise en location est réalisée à compter du 15 février 2025²⁰³.

Ce nouveau régime ne supprime pas totalement le bénéfice du régime des plus-values mobilières, mais il en limite l'application. Ainsi, le gain net réalisé est ventilé entre :

- Une fraction imposable selon le régime des plus-values de cession de valeurs mobilières ; et
- Une fraction imposable selon les règles de droit commun des traitements et salaires²⁰⁴.

La limite de la fraction se calcule selon la formule suivante : $3 \times \text{prix payé pour l'acquisition ou la souscription des titres} \times \text{performance financière de la société de référence} - \text{prix payé pour l'acquisition ou la souscription des titres}$ ²⁰⁵.

Le mécanisme repose ainsi sur un plafonnement : au-delà d'un certain rendement jugé acceptable par rapport à la performance de la société, le gain cesse d'être traité comme un gain en capital. Il redevient alors un revenu professionnel²⁰⁶.

Même si la réforme ne vise pas expressément le carried interest, il constitue un gain acquis en contrepartie de fonctions exercées par un salarié ou un dirigeant. La volonté du législateur français est donc claire : maintenir un régime favorable tout en réduisant fortement la part du gain qui peut en bénéficier.

Section 2 : Le Luxembourg

La loi du 3 février 2026 constitue la réforme la plus importante du régime luxembourgeois du carried interest depuis la loi AIFM de 2013. Elle s'inscrit dans une démarche de clarification,

²⁰² BOI-RSA-ES-20-60.

²⁰³ Code général des impôts, art. 163*bis* H.

²⁰⁴ BOI-RSA-ES-20-60, point 230-240.

²⁰⁵ BOI-RSA-ES-20-60, point 250.

²⁰⁶ BOI-RSA-ES-20-60, point 430-440.

d'élargissement et de consolidation de son régime pour renforcer son attractivité internationale²⁰⁷.

La réforme élargit considérablement le cercle des bénéficiaires. Sont désormais éligibles²⁰⁸ :

- Les personnes physiques exerçant des fonctions de gestion en qualité de salarié, associé, gérant ou administrateur auprès de gestionnaires, sociétés de gestion ou fonds d'investissement alternatifs ;
- Les prestataires de services personnes physiques intervenant dans la gestion d'un AIF dans le cadre d'un contrat de prestations de services de conseil, conclu directement ou par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs entités.

La condition de remboursement préalable des investisseurs est supprimée²⁰⁹, ce qui répond directement aux critiques formulées par la doctrine et ouvre le régime à des structures qui ne respectaient pas ce prérequis, notamment les fonds de crédit privé ou les fonds procédant à des distributions intermédiaires avant le remboursement complet du capital.

Pour la catégorie 2, la condition de détention de six mois est maintenue. La loi précise en outre que lorsque le fonds est organisé sous forme transparente, l'intéressement est toujours considéré comme un bénéfice de spéculation, quelle que soit la nature des revenus du fonds, afin d'éviter une distorsion entre structures opaques et transparentes²¹⁰.

La qualification des revenus de la catégorie 1 en revenus extraordinaires au sens de l'article 132, alinéa 3 L.I.R. mérite une attention particulière²¹¹. Cette innovation reconnaît formellement que le carried interest est par nature un revenu accumulé sur plusieurs années et qu'il serait fiscalement inéquitable de le traiter comme un revenu courant de l'année de perception. Ce faisant, la réforme corrige une lacune de l'ancien régime, qui laissait le carried interest contractuel soumis au taux marginal plein sans possibilité d'atténuation.

Chapitre 6 : Conclusion

L'analyse comparée des régimes français, luxembourgeois et belge révèle que chacun de ces États a développé sa propre réponse à une question commune : comment qualifier fiscalement un instrument qui se situe à la croisée du revenu du capital et de la rémunération du travail ?

La France a opté pour une qualification de principe en revenu professionnel, assortie d'un régime préférentiel conditionné permettant d'accéder à une imposition comme plus-value mobilière. Le Luxembourg a quant à lui opté pour une qualification en revenus divers, dans la sous-catégorie des bénéfices de spéculation, avec une exonération possible selon une

²⁰⁷ MALHERBE J., STRAUVEN R., « Luxembourg's new carried interest regime compared with Belgium », disponible sur jacques-malherbe.com.

²⁰⁸ Loi du 3 février 2026, *Ibid.*, art. 1, 1°, a), ii).

²⁰⁹ Loi du 3 février 2026, *Ibid.*, art. 1, 1°, a), iii).

²¹⁰ Loi du 3 février 2026, *Ibid.*, art. 1, 1°, b).

²¹¹ Loi du 3 février 2026 portant modification : de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu et de la loi modifiée du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, *J.O.* 4 février 2026, art. 1, 2°.

condition de détention et de seuil de participation. La Belgique, enfin, a retenu la qualification de revenu mobilier, assortie d'un taux fixe de 25 % et d'un verrou anti-requalification explicite.

Ce qui frappe à l'observation, c'est que ces trois États ont chacun cherché à atteindre l'attractivité fiscale par des voies différentes, avec des résultats très contrastés en termes de sécurité juridique. La France a multiplié les conditions d'accès à son régime préférentiel, au point que la moindre condition non remplie expose le gestionnaire à une requalification intégrale en revenus professionnels, avec un taux effectif pouvant dépasser 60 %. Sa sécurité juridique est donc en demi-teinte : le régime est techniquement attractif lorsqu'il s'applique, mais le risque de ne plus en bénéficier est permanent et la sanction brutale. Le Luxembourg, à l'inverse, a construit son attractivité sur la condition simple et objective de durée de détention de six mois qui, une fois remplie, ouvre une exonération quasi-totale. Son régime est généreux mais requiert une structuration rigoureuse du véhicule d'investissement.

La Belgique se positionne entre ces deux régimes. Elle n'offre pas l'exonération luxembourgeoise, mais elle offre quelque chose que ni la France ni le Luxembourg ne garantissent avec la même force : une qualification fixe et irréversible. Dès lors que le revenu répond à la définition légale du *carried interest*, il est automatiquement qualifié de revenu mobilier à 25 %, sans possibilité de requalification professionnelle grâce au verrou de l'article 37, alinéa 6 du CIR 92. La Belgique a ainsi choisi de sacrifier une part de générosité fiscale au profit d'une certitude juridique maximale.

À mon sens, il est possible que le régime belge se soit largement inspiré du modèle luxembourgeois, même si cela n'est pas explicitement affirmé dans les travaux préparatoires. Cette hypothèse est étayée par plusieurs convergences significatives. D'abord, les deux régimes sont ancrés dans le cadre de la directive AIFM et s'appliquent aux OPCA. Ensuite, les deux régimes sont réservés aux personnes physiques, excluant ainsi les personnes morales de leur champ d'application. Enfin, les deux régimes excluent les cotisations sociales de leur assiette et reposent sur des conditions relativement simples comparées à la complexité du régime français.

PARTIE 5 : CONCLUSION GÉNÉRALE

Au terme de cette étude, le *carried interest* apparaît comme un mécanisme économiquement justifié mais fiscalement ambigu. D'un côté, il constitue un outil central du *private equity* en ce qu'il permet d'aligner les intérêts des gestionnaires avec ceux des investisseurs. De l'autre, il brouille les catégories fiscales traditionnelles puisqu'il se situe à la frontière entre revenu du capital et revenu du travail.

C'est précisément cette ambiguïté qui expliquait avant 2025 l'insécurité du traitement fiscal belge : selon la structure retenue et les circonstances concrètes, le *carried interest* pouvait être appréhendé comme un revenu mobilier, un revenu professionnel ou un revenu divers.

Cette incertitude constituait un réel frein à l'attractivité belge dans le secteur du *private equity* européen. La réforme de 2025 répond donc à une nécessité : elle crée enfin une qualification

légale spécifique, soumet le carried interest à un taux distinct de 25 % et exclut expressément sa requalification en revenu professionnel.

La réponse à la problématique doit être toutefois nuancée. La réforme améliore à mon sens incontestablement l'attractivité de la Belgique sur le plan de la sécurité juridique. En fixant une qualification claire et un taux déterminé, elle réduit fortement le risque de requalification qui pesait sur les gestionnaires de fonds.

Néanmoins, il est encore trop tôt pour parler de vraie révolution sur le marché du private equity européen. La réforme belge clarifie la qualification et supprime le risque de requalification mais plusieurs zones d'ombres demeurent. La principale zone d'ombre concerne la distinction entre le rendement proportionnel et disproportionné, jugée trop imprécise par la doctrine.

Par ailleurs, les interactions avec d'autres mécanismes fiscaux nécessitent encore de s'y attarder, notamment en présence de sociétés interposées ou encore de la nouvelle loi sur les plus-values financières.

Il faudra donc attendre la pratique, les décisions anticipées et le cas échéant la jurisprudence pour mesurer la portée réelle de la réforme. Elle constitue une avancée importante mais reste un point de départ sur lequel doit se construire des sécurités pour le gestionnaire.

BIBLIOGRAPHIE

Législation

Belge

- C.I.R.
- Com.IR n° 90/5.
- Loi du 1er avril 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi et portant des dispositions diverses, *M.B.* 26 mars 1999.
- Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement alternatifs et à leurs gestionnaires, *M.B.* 17 juin 2014.
- Loi-programme du 18 juillet 2025, *M.B.* 29 juillet 2025.
- Loi du 6 avril 2026 introduisant un impôt sur les plus-values sur les actifs financiers, *M.B.* 21 avril 2026.
- Gouvernement De Wever, Accord de coalition fédérale 2025-2029, 31 janvier 2025, p.14, disponible sur Belgium.be.
- Projet de loi-programme, exposé des motifs et avis du Conseil d'état, *Doc., Ch.*, 2024 – 2025, n°0909/001.

Étrangères :

- BOI-RPPM-PVBMI-60-10.
- BOI-RPPM-PVBMI-60-20.
- BOI-RSA-ES-20-60.
- Code Général des impôts français.
- Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, *J.O.* 15 juillet 2013.
- Loi du 3 février 2026 portant modification : de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu et de la loi modifiée du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, *J.O.* 4 février 2026.
- Loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *J.O.* 6 décembre 1967.
- Loi n° 2001-1275 du 28 décembre 2001 de finances pour 2002, *J.O.* 29 décembre 2001.
- Loi n° 2008-1425 du 27 décembre 2008 de finances pour 2009, *J.R.F.O.* 28 décembre 2008.

Doctrine

- A. BALTUS et al., *L'impôt des personnes physiques*, Édition 2025, Bruxelles, Anthemis, 2025.
- A. QUIQUEREZ, et al., *Dictionnaire pratique de droit des affaires*, Bruxelles, Bruylant, 2025.
- A. TIBERGHIE, *Tiberghien. Manuel de droit fiscal*, Malines, Wolters, 2025.

- A.-X. COOREMAN , G. GELDHOF, *Private Equity: A Proven Model to Unfold Value*, R.B.F.-B.F.W., 2007/8.
- B. PAQUOT, C. MATTON et G. SAUVAGE, *Droit bancaire et financier*, Bruxelles, Larcier, 2022.
- B. PALMER, « Learn the lingo of Private Equity Investing », disponible sur investopedia.com, 2 septembre 2025.
- C. DEMARIA, *Introduction au private equity, les bases du capital-investissement : France, Belgique, Luxembourg et Afrique francophone*, Paris, RB édition, 2025.
- CFI team, « Carried Interest Explained: What It Means and How It Works », disponible sur corporatefinanceinstitute.com, 27 mai 2025.
- E. HAVRENNE, « Distribution waterfalls and carried interest explained », *JN Investment*, 2021/1-2.
- G. GALEA, S. HARDY et T. GRÜTER, « Loi-programme. Le traitement fiscal du carried interest en Belgique : analyse du nouveau régime et de ses limites » *Act. fisc.*, 2026/3, disponible sur monkey.wolterskluwer.com.
- G. MOUGENOT, *Tout savoir sur le capital-investissement*, Europe, Legitech, 2025.
- Invest Europe, « H1 2025 European Private Equity Activity », disponible sur investeurope.eu, 6 novembre 2025.
- J. AMMON, S. BORDEN, K. KOREN, « Private equity fund structures », disponible sur carta.com, 25 septembre 2024.
- J. GILLIGAN, M. WRIGHT, *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, Oxford, Oxford academic, 2020.
- J. MALHERBE, R. STRAUVEN, « Luxembourg's new carried interest regime compared with Belgium », disponible sur jacques-malherbe.com.
- J. VAN CAUWENBERGHE, C. BORBERS, « Nieuw fiscaal regime voor (bepaalde) carried interest (deel 1) », *Act. Fisc.*, 2025/34, disponible monkey.wolterskluwer.com.
- J. VAN CAUWENBERGHE, C. BORBERS, « Nieuw fiscaal regime voor (bepaalde) carried interest (deel 2) », *Act. Fisc.*, 2026/05, disponible monkey.wolterskluwer.com.
- K. O'DONNELL, P. DIMITROVA, M. BENTLEY, « carried interest in Luxembourg : individual tax regime », *R.D.F.*, n°24-25/2025.
- K. SHAH, « Understanding private market fund distribution waterfalls », disponible sur icapital.com, 20 janvier 2023.
- L. VANWINENDAEL, « De fiscaliteit van carried interest in België: van fiscale mist naar gereguleerde nevel? », *T.F.R.*, 2025/20.
- MARTIN, « Dealmakers at 3i share £735 million payout », disponible sur thetimes.com, 10 mai 2024.
- N. UTENS, « [Roerende inkomsten] Carried interest: van woestijn naar oase? », *Act. Fisc.*, 2025/13, disponible monkey.wolterskluwer.com.
- N. VAN ROBBROECK et M. WUYTS, « Projet de loi-programme : le régime fiscal du 'carried interest' prend forme », *Fiscologue*, 9 mai 2025, disponible sur fiscologue.be.
- P-O. VAN CAUBERGH et B. DOULEY, « Belgium », *European Investment Fund Review*, n°04/2023.
- P-O. VAN CAUBERGH et B. DOULEY, « France », *European Investment Fund Review*, n°04/2023.

- P-O. VAN CAUBERGH et B. DOULEY, « Luxembourg », *European Investment Fund Review*, n°04/2023.
- PwC, « Le capital-risque belge augmente sur un marché européen en déclin », disponible sur press.pwc.be, 3 avril 2025.
- S. CASELLI S., G. NEGRI, *Private Equity and Venture Capital in Europe: market, techniques, and deals*, Londres, Elsevier, 2021.
- Service Public Fédéral des Finances, « Taxe sur les plus-values », disponible sur fin.belgium.be.
- V. FLEISCHER, *Two and twenty: taxing partnership profits in private equity funds*, New York, New York University Law Review, 2008, 83(1).
- W. KENTON, « Understanding Hurdle Rates: Essential Insights for Investors and Businesses », disponible sur investopedia.com, 20 septembre 2025.
- X., « Le tribunal fiscal reconnaît l'application correcte de la loi sur les options dans l'élaboration d'une structure de « carried interest » et rejette la théorie de simulation », *C.F.*, 2023/7.

Jurisprudence

- Anvers (civ.) (B6Me ch.) n° 2023/AR/1736, 25 février 2025.
- Civ. Bruxelles (NI.) (7e ch.) n° 2022/2066/A, 27 février 2023.
- Civ. Louvain (civ.) (12e ch.) n° 20/290/A, 19 novembre 2021.
- Décision anticipée n°2019.0717 du 13 janvier 2020.
- Décision anticipée n°2023.0749 du 13 mars 2024.
- Décision anticipée n°2024.0223 du 27 juin 2024.
- Décision anticipée n°2024.0545 du 3 septembre 2024.
- Décision anticipée n°2024.0722 du 13 mars 2025.
- Décision anticipée n°2024.0977 du 13 mars 2025.
- Décision anticipée n°2024.0947 du 14 mars 2025.
- Décision anticipée n°2024.0838 du 27 mars 2025.
- Décision anticipée n°2024.0794 du 7 avril 2025.
- Décision anticipée n°2025.0268 du 16 juin 2025.
- Décision anticipée n°2025.0270 du 7 juillet 2025.
- Décision anticipée n°2025.0254 du 5 août 2025.
- Décision anticipée n°2025.0255 du 5 août 2025.
- Gand (fisc.) (5e ch.) n° 2019/AR/449, 7 janvier 2020.
- Gand (fisc.) (5e ch.) n° 2020/AR/1768, 28 juin 2022.