

# Blind gokken met de dividendbelasting

**Bas Jacobs**

*Dit stuk analyseert de dividendbelasting en de voorgenomen kabinetsplannen van Rutte III om deze af te schaffen voor buitenlandse aandeelhouders. Afschaffing van de dividendbelasting kan in theorie een positief effect hebben op de investeringen en de werkgelegenheid. Maar de condities waaronder dat het geval is, zijn empirisch onwaarschijnlijk: i) bedrijven zouden niet goed financiering kunnen krijgen op internationale kapitaalmarkten, ii) er zouden geen belastingverdragen zijn ter voorkoming van dubbele belastingheffing, en iii) bedrijven zouden alle investeringen aan de marge financieren met aandelenuitgiftes. De economische effecten van de verlaging van de dividendbelasting zijn naar verwachting verwaarloosbaar. Als buitenlandse aandeelhouders hun dividendbelasting niet kunnen verrekenen met de belastingen, krijgen die een windfall gain, gefinancierd door Nederlandse belastingbetalers. Als buitenlandse aandeelhouders hun dividendbelasting wel kunnen verrekenen met de belastingen, profiteren niet zij, maar krijgen buitenlandse overheden een cadeau gefinancierd door Nederlandse belastingbetalers. Na afschaffing van de dividendbelasting zal waarschijnlijk meer dividend worden uitgekeerd dan gebruikelijk, vooral in bedrijven waar topmanagers en leden van raden van bestuur relatief veel aandelen bezitten. Het vestigingsklimaat voor bedrijven wordt niet aantrekkelijker onder Rutte III, aangezien de gemiddelde belastingen voor (internationale) bedrijven niet omlaaggaan. Nederland zal een (nog) belangrijker spel worden in internationale belastingarbitrage, omdat het aantrekkelijker wordt voor internationale bedrijven en vermogenden om Nederland op legale wijze te gebruiken als doorvoerland van bedrijfswinsten. Dit leidt tot grotere wereldwijde inkomens- en vermogensongelijkheid en kan de belastingmoraal ondermijnen.*

## 1 Inleiding

Rutte III wil voor 1,4 miljard euro de dividendbelasting afschaffen voor buitenlandse aandeelhouders. Via de [NOS \(2017a\)](#) bleek dat de regering hiertoe had besloten na politieke druk van vier multinationals: Shell, Unilever, Akzo en Philips. De regering verdedigt zich met het argument dat het schrappen van de dividendbelasting voor buitenlandse aandeelhouders leidt tot het aantrekken en het behoud van multinationale bedrijven, meer investeringen van die bedrijven en daarmee grotere werkgelegenheid in Nederland. Bij de Algemene Financiële Beschouwingen in de Tweede Kamer in november 2017 grossierden de regering en politici van de coalitiepartijen in mistige formuleringen bij de verdediging van de kabinetsplannen en gaven niet thuis bij de onderbouwing ervan ([Tweede Kamer, 2017b](#)). Premier Rutte kon het niet overtuigender brengen dan dat hij het tot in 'zijn diepste vezels' voelde dat afschaffing van de dividendbelasting een goed idee zou zijn.

Verreweg meeste hoogleraren (fiscale) economie vinden de verlaging van de dividendbelasting een onverstandig voorstel, zo bleek uit een enquête van [Martin Visser \(2017\)](#) in *De Telegraaf*: Harald Benink, Steven Brakman, Koen Caminada, Harry Garretsen, Edwin Heithuis, Leo Stevens, Peter Kavelaars, Jaap Koelewijn en Sweder van Wijnbergen. De enige tegenstander – Hans van den Hurk – is een jurist. Barbara Baarsma en Martijn Badir schreven een opiniestuk in het *FD* en noemden het een ‘dure gok’ ([Baarsma en Badir, 2017](#)). In [Buitenhof \(2017\)](#) voegde oud-staatssecretaris van Financiën Vermeend zich in het koor van criticasters van de kabinetsplannen. [Laurents Berentsen \(2017\)](#) interviewde in het *FD* John Lorie (econoom) en Dick Hofland (jurist), die wel voor afschaffing van de dividendbelasting pleitten. [Sandra Phlippen \(2017\)](#) maakte een filmpje namens het *AD* waarin ze het opneemt voor de plannen van Rutte III. Op het 8-uur Journaal sprak hoogleraar fiscaal recht en partner van PWC Stef van Weeghel welwillende woorden over de kabinetsplannen ([NOS, 2017b](#)). Het lijkt vooral dat alleen mensen die (ook) werken in de financiële sector of fiscale adviespraktijk positief oordelen over de kabinetsplannen.

Niet alleen bij de voorstanders, maar ook bij de tegenstanders van de kabinetsplannen is de economische argumentatie niet altijd even scherp. Door allerlei internationale afspraken tussen landen is de economie van de dividendbelasting niet makkelijk te doorgronden. In dit stuk maak ik een economische analyse van de dividendbelasting. De conclusies luiden:

- Een theoretische casus is te maken dat afschaffing van de dividendbelasting een positief effect heeft op de investeringen en de werkgelegenheid in Nederland. Maar condities voor die casus zijn empirisch onwaarschijnlijk: i) bedrijven zouden inadequaat financiering kunnen krijgen op internationale kapitaalmarkten, ii) er zouden geen belastingverdragen zijn ter voorkoming van dubbele belastingheffing, en iii) bedrijven zouden alle investeringen aan de marge financieren met aandelenuitgiftes. De economische effecten van de verlaging van de dividendbelasting zijn naar verwachting verwaarloosbaar.
- Als buitenlandse aandeelhouders hun dividendbelasting niet kunnen verrekenen met de belastingen krijgen die een *windfall gain* gefinancierd door Nederlandse belastingbetalers. Als buitenlandse aandeelhouders hun dividendbelasting wel kunnen verrekenen met de belastingen, profiteren niet zij, maar krijgen buitenlandse overheden een cadeau gefinancierd door Nederlandse belastingbetalers.
- Na afschaffing van de dividendbelasting zal waarschijnlijk meer dividend worden uitgekeerd dan gebruikelijk, vooral in bedrijven met topmanagers en leden van raden van bestuur die veel aandelen hebben.
- Het Nederlandse vestigingsklimaat voor bedrijven wordt niet aantrekkelijker aangezien de gemiddelde belastingen voor (internationale) bedrijven niet omlaaggaan onder Rutte III.
- Als bedrijven en vermogenden makkelijker op legale wijze hun belastingafdrachten kunnen verminderen leidt dat tot grotere wereldwijde inkomens- en vermogensongelijkheid.

De 1,4 miljard verlaging van de dividendbelasting is daarom niet alleen een wilde, maar vooral een blinde gok. Er is geen goede economische onderbouwing te geven voor de voorgenomen kabinetsplannen. Het heeft er alle schijn van dat de kabinetsplannen vooral ingegeven zijn door druk van aandeelhouders uit Groot-Brittannië en de wil van de Nederlandse overheid om een nog centraler doorvoerland te worden van internationale bedrijfswinsten.

De opzet van de rest van dit stuk is als volgt. In sectie 2 wordt afgeleid onder welke condities de dividendbelasting de investeringen en werkgelegenheid in Nederland beïnvloedt. In sectie 3 wordt stilgestaan bij de gevolgen die de plannen van Rutte III hebben op de overheidsfinanciën in Nederland en in het buitenland, internationale belastingarbitrage, het vestigingsklimaat en ongelijkheid. Sectie 4 vat samen.

## **2 Effect van de dividendbelasting op kapitaalkosten bepalend voor investeringen en werkgelegenheid**

De cruciale vraag is of de dividendbelasting de kapitaalkosten van bedrijven verhoogt. In dat geval zullen bedrijven minder bereid zijn te investeren in Nederland, en zal daardoor de werkgelegenheid afnemen. De aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsplaats wordt vooral bepaald door de gemiddelde belastingdruk op bedrijven, waarover later meer.

De dividendbelasting kan in beginsel leiden tot hogere kapitaalkosten. Dividend is de vergoeding voor het beschikbaar stellen van eigen vermogen (aandelen) aan ondernemingen. De kosten van dividend zijn, in tegenstelling tot rentekosten (kosten vreemd vermogen), niet aftrekbaar voor de vennootschapsbelasting. Daarbovenop kan dividend mogelijk ook worden belast via de dividendbelasting. In dat geval wordt dividend dubbel belast.

Aandeelhouders zullen hogere bruto rendementen verlangen op beleggingen wanneer ze later meer (dividend)belasting moeten betalen. Hogere kapitaalkosten leiden tot minder bedrijfsinvesteringen en dus minder werkgelegenheid. Bovendien maakt het schuldfinanciering nog eens extra aantrekkelijk. Dit wordt ook wel de 'traditionele visie' genoemd op de dividendbelasting ([Zodrow, 1991](#)).

De cruciale vraag is daarom of de dividendbelasting leidt tot een dubbele belastingheffing op de dividenden van ondernemingen: eerst via de vennootschapsbelasting, vervolgens nog eens via de dividendbelasting. Dat is zeer de vraag om drie belangrijke redenen.

De eerste is dat in een open internationale kapitaalmarkt de kapitaalkosten van ondernemingen niet worden bepaald door de Nederlandse dividendbelasting op aandeelhouders. De tweede is dat, als internationale kapitaalmarkten niet zo open zijn, en

kapitaalkosten wel zouden worden bepaald door de Nederlandse dividendbelasting, Nederland allerlei belastingverdragen heeft gesloten om dubbele belastingheffing te voorkomen. De derde is dat, zelfs indien dubbele belastingheffing niet kan worden voorkomen, de dividendbelasting geen effect heeft op de bedrijfsinvesteringen en werkgelegenheid als investeringen met ingehouden winsten worden gefinancierd.

Deze sectie bespreekt daarom achtereenvolgens de effecten van de dividendbelasting in:

- een kleine open economie met goed geïntegreerde kapitaalmarkten;
- een deels open economie met onvolkomen geïntegreerde kapitaalmarkten met belastingverdragen ter voorkoming van dubbele belastingheffing;
- een deels open economie met onvolkomen geïntegreerde kapitaalmarkten zonder belastingverdragen ter voorkoming van dubbele belastingheffing.

## 2.1 Dividendbelasting heeft geen invloed op kapitaalkosten in kleine open economie met goed geïntegreerde kapitaalmarkten

De kapitaalkosten van internationale ondernemingen worden in een open economie met goed geïntegreerde kapitaalmarkten niet bepaald door de Nederlandse dividendbelasting. De bruto dividenden die bedrijven uitkeren aan aandeelhouders worden bepaald door het rendement dat aan aandeelhouders op concurrerende internationale financiële markten moet worden betaald voor het verschaffen van aandelenvermogen. De Nederlandse dividendbelasting heeft een verwaarloosbare invloed op het mondiale aanbod van aandelenkapitaal, en dus zal dit de (bruto) financieringskosten van bedrijven op wereldmarkten niet veranderen.

Als buitenlandse aandeelhouders een hoger bruto rendement zouden eisen om de dividendbelasting te compenseren, dan wijken bedrijven uit naar aandeelhouders met minder of geen dividendbelasting. Anders gezegd: de dividendbelasting wordt in een wereld met perfect mobiel kapitaal afgewenteld op de minst mobiele kant van de markt. Dat zijn in de meeste gevallen toch de aandeelhouders. Het bruto aandelenrendement blijft daarom gelijk aan het rendement dat op de wereldmarkt geldt en dus blijven de kapitaalkosten van bedrijven eveneens gelijk.

In een perfect geïntegreerde kapitaalmarkt zal iedere aandeelhouder een een-op-een-daling ervaren van zijn netto beleggingsrendement als een overheid een dividendbelasting oplegt en die dividendbelasting niet verrekenbaar is met de belastingen voor die aandeelhouder. De in Nederland residerende aandeelhouders kunnen hun dividendbelasting al verrekenen met de inkomstenbelasting. De dividendbelasting is dan alleen een inhoudingsbelasting (*withholding tax*). De nettorendementen blijven dan gelijk voor Nederlandse aandeelhouders, ongeacht hoe hoog de dividendbelasting. Nederlandse aandeelhouders winnen daarom niets met het afschaffen van de dividendbelasting.

Buitenlandse aandeelhouders zullen uiteraard minder bereid zijn kapitaal te verstrekken als het nettorendement omlaag gaat op investeringen in bedrijven vanwege de

Nederlandse dividendbelasting. Dat leidt tot een welvaartsverlies voor *andere* landen, niet voor Nederland. Nederlandse aandeelhouders zijn immers vrijgesteld voor de dividendbelasting.

De eerste cruciale vraag is of internationale kapitaalmarkten goed werken en ondernemingen overal ter wereld aan aandelenfinanciering kunnen komen. Als dat zo is, dan doet de Nederlandse dividendbelasting niets met de kapitaalkosten van internationale ondernemingen in Nederland en daarbuiten. Aldus neemt de investeringsbereidheid van die ondernemingen niet af. En dan daalt ook de Nederlandse werkgelegenheid niet.

Uiteraard is de aanname van perfecte internationale integratie van kapitaalmarkten voor discussie vatbaar. Maar het is wel een belangrijke economische benchmark die waarschijnlijk een behoorlijk goede benadering geeft voor de lange termijn. Op de korte termijn is het aannemelijk dat internationale kapitaalmarkten niet perfect zijn geïntegreerd en dat Nederlandse bedrijven daarom afhankelijk zijn van lokale financieringscondities. In dat geval zou de Nederlandse dividendbelasting de kapitaalkosten van ondernemingen in Nederland kunnen beïnvloeden. Maar niet noodzakelijk. Dat hangt af van de belastingverdragen die Nederland heeft gesloten.

## 2.2 Belastingverdragen voorkomen dubbele heffing op dividend buitenlandse aandeelhouders

De dividendbelasting is meestal een inhoudingsbelasting (*withholding tax*), maar geen eindheffing. Nederlandse aandeelhouders kunnen de dividendbelasting verrekenen met de belastingen en worden dus niet getroffen. Wat gebeurt er met buitenlandse aandeelhouders? Worden die geraakt door de dividendbelasting? Dat hangt af van de belastingverdragen die zijn gesloten (of unilaterale regels) om te voorkomen dat er dubbele belastingheffing plaatsvindt. Belangrijk hierbij is om onderscheid te maken tussen de afspraken die zijn gemaakt op bedrijfsniveau en op individueel niveau.

Belastingverdragen tussen landen (of unilaterale afspraken) verschillen van land tot land. Zie ook tabel 1, die is gemaakt op basis van gegevens van CPB-onderzoekers [Van 't Riet en Lejour \(2017\)](#). In deze tabel staan de vpb-tarieven en de standaardtarieven voor de dividendbelasting voor een aantal belangrijke landen in de tweede en derde kolom. Ook is aangegeven in de vierde en vijfde kolom welk soort afspraken is gemaakt om dubbele belastingheffing te voorkomen bij bedrijven. In de vierde kolom is het standaardstelsel weergegeven voor het voorkomen van dubbele belastingheffing bij bedrijven. In de vijfde kolom is het systeem aangegeven als dat anders is met landen waarmee een belastingverdrag is gesloten. Hierbij hebben Van 't Riet en Lejour aannames gemaakt over wat het meest gangbare verrekeningsstelsel is voor verdragspartners. Er bestaan twee gangbare stelsels om dubbele belastingheffing te voorkomen.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Er is ook een derde, maar weinig gangbaar systeem: het aftrekpoststelsel ('deduction system'). Bij het aftrekpoststelsel kunnen buitenlandse aandeelhouders de in Nederland betaalde dividendbelasting als aftrekpost in mindering brengen op hun eigen belasting. Voorbeeld: een buitenlandse aandeelhouder moet

**Het verrekeningsstelsel (*credit system*).** Bij het verrekeningsstelsel kunnen buitenlandse aandeelhouders de in Nederland betaalde dividendbelasting verrekenen met de inkomstenbelasting. Bijvoorbeeld, een buitenlandse aandeelhouder moet 30 procent belasting betalen over zijn vermogensinkomsten, inclusief dividend. Nederland heeft al 15 procent belasting geheven over het ontvangen dividend. Dus hoeft deze aandeelhouder nog maar 15 procent te betalen aan de eigen overheid. Het netto belastingtarief over het dividend is en blijft 30 procent ongeacht hoeveel dividendbelasting de Nederlandse overheid heft. Voorbeelden van landen met een verrekeningsstelsel zijn de VS, China en Frankrijk. Bij het verrekeningsstelsel treedt geen dubbele belastingheffing meer op. Immers, als Nederland een hogere dividendbelasting heft, hoeft de aandeelhouder in eigen land recht evenredig minder te betalen. Netto blijft het belastingtarief over dividend hetzelfde en dus zullen aandeelhouders uit deze landen even bereid zijn om kapitaal ter beschikking te stellen. Verrekening van buitenlandse belastingen is overigens meestal beperkt tot maximaal het tarief van binnenlandse belasting. Zo voorkomen buitenlandse overheden dat ze belastingen moeten teruggeven ('ordinary credit methode').

**Het vrijstellingsstelsel (*exemption system*).** Bij een vrijstelling hoeft een buitenlandse aandeelhouder geen belasting te betalen over zijn dividendinkomsten wanneer Nederland daar al dividendbelasting over heeft geheven. Het belastingtarief is dan het Nederlandse dividendbelastingtarief. Dat was in de 15 procent en wordt nul procent in de kabinetsplannen. In de meeste gevallen zal de buitenlandse aandeelhouder wel inkomstenbelasting over zijn dividendinkomen moeten betalen.

In belastingverdragen worden afspraken gemaakt om dubbele belastingheffing bij multinationale ondernemingen ('deelnemingen') te voorkomen. In Nederland worden bijvoorbeeld winsten en dividenden van dochterondernemingen alleen in het land van de dochter belast maar niet in Nederland vanwege de deelnemingsvrijstelling. In de zesde kolom van tabel 1 staat daarom het belastingtarief van de dividendbelasting op *inkomende* dividenden zoals die conform de belastingverdragen tussen Nederland en het betreffende land is afgesproken voor deelnemingen. Dit gaat dus om het tarief van de dividendbelasting in het bronland over dividend dat naar bedrijven in Nederland wordt overgemaakt. Tot slot staat in de zevende kolom het belastingtarief op *uitgaande* dividenden zoals die conform het belastingverdrag tussen Nederland en het betreffende land is afgesproken voor deelnemingen. Dit is het tarief dat Nederland heft op dividenden die worden uitgekeerd aan bedrijven in het ontvangende land. Duidelijk is dat voor de meest gangbare landen in Europa de dividendbelasting geen enkele belemmering is voor multinationals, omdat deze niet wordt geheven.

---

30 procent belasting betalen over zijn vermogensinkomsten, inclusief dividend. 15 procent Nederlandse dividendbelasting wordt afgetrokken van het belastbare dividendinkomen. Dus betaalt de belastingbetaler 30 procent belasting over 85 procent van het dividendinkomen. De totale belasting bedraagt dan 25,5 procent belasting aan de eigen overheid en 15 procent aan de Nederlandse overheid, in totaal 40,5 procent.

## 14 Blind gokken met de dividendbelasting

**Tabel 1** Dividendbelasting en verrekeningsstelsel

Land	Tarief Vpb	Standaardtarief dividendbelasting beleggers	Systeem dubbele belasting	Systeem dubbele belasting met verdragspartners	Dividendbelasting multinationals NL - land X (%)	
					Ingaand	Uitgaand
Australië	30	30	verrekening	verrekening	15	15
Bahama's	0	0	vrijstelling	vrijstelling	0	15
België	34	25	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Bermuda	0	0	vrijstelling	vrijstelling	0	15
Brazilië	34	15	verrekening	verrekening	0	15
Britse Maagdeneilanden	0	0	vrijstelling	vrijstelling	0	15
Canada	26,3	25	verrekening	vrijstelling	5	5
China	25	10	verrekening	verrekening	10	10
Cyprus	12,5	0	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Denemarken	25	27	verrekening	vrijstelling	0	0
Duitsland	30,2	25	verrekening	vrijstelling	0	0
Eiland Man	0	0	vrijstelling	vrijstelling	0	15
Finland	24,5	24,5	verrekening	vrijstelling	0	0
Frankrijk	34,3	30	af trek	verrekening	0	0
Griekenland	26	10	verrekening	verrekening	0	0
Guernsey	0	0	vrijstelling	vrijstelling	0	15
Hong Kong	16,5	0	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Ierland	12,5	20	verrekening	verrekening	0	0
India	34	0	verrekening	verrekening	0	10
Indonesië	25	20	verrekening	verrekening	10	10
Italië	31,4	20	verrekening	verrekening	0	0
Japan	37	20	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Jersey	0	0	vrijstelling	vrijstelling	0	15
Kaaiman Eilanden	0	0	vrijstelling	vrijstelling	0	15
Liechtenstein	12,5	0	vrijstelling	vrijstelling	0	15
Luxemburg	29,2	15	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Macao	12	0	geen	geen	0	15
Malta	35	0	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Mauritius	15	0	verrekening	verrekening	0	15
Nederland	25	15	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Nieuw Zeeland	28	30	verrekening	verrekening	15	15
Noorwegen	28	25	verrekening	verrekening	0	0
Oostenrijk	25	25	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Polen	19	19	verrekening	vrijstelling	0	0
Portugal	31,5	25	verrekening	verrekening	0	0
Russische Federatie	20	15	verrekening	verrekening	5	0
Singapore	17	0	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Spanje	30	21	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Turkije	20	15	verrekening	verrekening	5	5
Verenigde Staten	39,1	30	verrekening	verrekening	0	0
Verenigd Koninkrijk	23	0	vrijstelling	vrijstelling	0	0
Zweden	22	30	verrekening	verrekening	0	0
Zwitserland	21,1	35	vrijstelling	vrijstelling	0	0

Bron: Van 't Riet en Lejour (2017). Alle data zijn gegeven in de tabel in appendix A1, behalve de dividendbelasting voor in- en uitgaande dividenden uit Nederland. Die heb ik op verzoek ontvangen van Van 't Riet en Lejour, waarvoor ik ze bijzonder erkentelijk ben. Volg deze [link](#) voor de Excel-sheet met onderliggende data van alle 108 landen.

Voor particuliere beleggers geldt veelal een andere verrekeningssystematiek dan voor bedrijven. De meeste landen met een vrijstellingsstelsel voor bedrijven (zoals Nederland)

---

hebben voor particulieren meestal een verrekeningsstelsel toe op grond van het modelverdrag van de OESO ([OESO, 2014, art. 23A, lid 2](#)). Dat betekent dat buitenlandse aandeelhouders hun in Nederland betaalde dividendbelasting (deels) kunnen verrekenen met hun eigen belastingen. Soms wordt in belastingverdragen een lager tarief voor de dividendbelasting afgesproken dan het standaardtarief, bijvoorbeeld 10 procent. Buitenlandse beleggers kunnen dan mogelijk de te veel betaalde dividendbelasting terug vragen bij de Nederlandse overheid, zie bijvoorbeeld [Belastingdienst \(2017\)](#). In de meeste gevallen gaat dit om een beperkt bedrag, maximaal 5 procent van het dividend. Zie [deze link](#) met onderliggende data, die niet zijn getoond in de tabel.

Als buitenlandse beleggers hun dividend volledig kunnen verrekenen met de fiscus, maakt de hoogte van de Nederlandse dividendbelasting niet uit. Wat Nederland aan dividendbelasting meer heft, krijgen buitenlandse overheden minder aan belastinginkomsten, zonder dat het de buitenlandse belegger wat uitmaakt; hij betaalt evenveel belasting. In dat geval doet de Nederlandse dividendbelasting niets met de belasting op aandeelhouders, maar alleen welke overheid de opbrengst incasseert.

Naast grote bedrijven en particuliere beleggers, zijn er ook nog beleggingsfondsen en pensioenfondsen. Beleggingsfondsen zijn vaak vrijgesteld van dividendbelasting. Zij kunnen in Nederland betaalde belasting daarom niet verrekenen. En de dividenuitkeringen uit zo'n beleggingsfonds zijn niet langer een dividend uit Nederland, waardoor de aandeelhouder van het fonds ook de Nederlandse dividendbelasting meestal niet kan verrekenen. Dit geldt meestal ook voor pensioenfondsen. Ook zij zijn in veel gevallen vrijgesteld van dividendbelasting en kunnen de in Nederland betaalde dividendbelasting niet verrekenen. Zie ook de Kamerbrief van Staatssecretaris Snel, waarin allerlei uitzonderingen worden besproken ([Tweede Kamer, 2017a](#)). [SOMO \(2017\)](#) komt tot de conclusie dat het Verenigd Koninkrijk, Hong Kong Singapore en de Bahama's de belangrijkste landen zijn met buitenlandse beleggingsfondsen die in Nederlandse bedrijven investeren en hun dividendbelasting niet kunnen verrekenen

Indien aandeelhouders hun dividendbelasting niet kunnen verrekenen, dan bepaalt de hoogte van de dividendbelasting de aantrekkelijkheid van Nederland als investeringsland. Bij een vrijstellingsstelsel incasseert de buitenlandse aandeelhouder een belastingvoordeel (nadeel) indien het Nederlandse tarief van de dividendbelasting lager (hoger) is dan het tarief van de dividendbelasting in het eigen land. Met uitzondering van de belastingparadijzen en het VK, worden vrijwel overal ter wereld hogere dividendbelastingen geheven dan in Nederland, zie de derde kolom in tabel 1. De dividendbelasting is 25 procent in Duitsland en België, 15 procent in Luxemburg, 27 procent in Denemarken, 30 procent in Zweden, 24,5 procent in Denemarken, 25 procent in Noorwegen, 21 procent in Spanje, 20 procent in Italië of 35 procent in Zwitserland. Hierdoor is Nederland fiscaal erg aantrekkelijk voor buitenlandse aandeelhouders, ook als die hun dividendbelasting niet (volledig) kunnen verrekenen.



Staatssecretaris Snel concludeert dat het vrijwel onmogelijk is om te bepalen of de dividendbelasting uiteindelijk verrekenbaar is of niet: “een exacte kwantitatieve inschatting van de mate van verrekenbaarheid met de eigen fiscus niet te geven voor de beleggers in de verschillende landen” ([Tweede Kamer, 2017a](#)). Met deze opmerking toont het kabinet onbedoeld aan dat het blind gokt met de dividendbelasting. De Nederlandse overheid besluit tot afschaffing, terwijl ze geen enkele notie heeft van wie uiteindelijk baat zou hebben bij deze maatregel, laat staan wat de economische gevolgen ervan zouden zijn.

De Britse casus is saillant gezien de maatschappelijke discussie. De dividendbelasting zelf speelt geen rol voor Nederlandse en Britse multinationale ondernemingen. Zowel ingaande als uitgaande dividenden op ondernemingsniveau zijn zowel in Nederland als in Groot-Brittannië onbelast, zie de laatste twee kolommen in tabel 1. Voor particulieren is dit niet het geval. Groot-Brittannië heft weliswaar geen bronheffing op dividend, maar belast dividendinkomen op privéniveau wel ([HM Revenue and Customs, 2017a](#)), net als andere vormen van kapitaalinkomen, zie ook de uitleg van de Britse belastingdienst ([HM Revenue and Customs, 2015a](#)). Wanneer Britse aandeelhouders in Nederland investeren, betalen zij 15 procent Nederlandse dividendbelasting. Britse aandeelhouders kunnen daar volgens de belastingverdragen weer 5 procent van terugvragen aan de Nederlandse overheid ([Belastingdienst, 2017](#)). Netto resulteert een dividendbelasting van Nederland voor Britse beleggers van 10 procent. Tot 6 april 2016 konden Britten een korting krijgen van 10 procent van op de in het buitenland betaalde belasting. Hiermee zouden ze perfect worden gecompenseerd voor de Nederlandse dividendbelasting, zie [HM Revenue and Customs \(2015b\)](#). Maar dit kan nu niet meer ([HM Revenue and Customs, 2017b](#)). De Britten hebben nu een vrijstelling voor de dividendbelasting voor de eerste 5000 pond aan dividendinkomsten en daarboven geldt een progressief tarief. Het gevolg is dat Britse private aandeelhouders nu inderdaad een niet-verrekenbare dividendbelasting betalen op Nederlandse dividenden. Dit kan ook het geval zijn voor Britse pensioenfondsen en beleggingsfondsen. Het is daarmee te verklaren waarom de lobby voor afschaffing van de dividendbelasting uit Groot-Brittannië komt.

Een ander voorbeeld is de VS. De VS heft zelf een tarief van 30 procent belasting op dividenduitkeringen. Nederland en de VS hebben afspraken gemaakt over de tarieven op dividend voor bedrijven en wederom speelt de dividendbelasting daar geen rol. Op bedrijfsniveau zijn zowel inkomende dividenden uit de VS als uitgaande dividenden naar de VS onbelast, zoals tabel 1 ook laat zien in de laatste kolommen. Daarnaast hanteert de VS een verrekeningsstelsel voor dividendinkomen van beleggers. Voor Amerikaanse aandeelhouders maakt het dan niet uit of Nederland wel of geen dividendbelasting heft. Aandeelhouders betalen of aan de eigen overheid of aan die van Nederland, maar de totale dividendbelasting blijft gelijk. De Nederlandse dividendbelasting wordt daarmee gecompenseerd door de Amerikaanse overheid. Dit geldt ook voor landen als Frankrijk en China. De overheden van deze landen hebben baat bij afschaffing in Nederland: beleggers uit die landen gaan dan meer belasting betalen aan de eigen overheid in plaats van aan de Nederlandse overheid.

De tweede cruciale vraag is of daadwerkelijk dubbele belastingheffing plaatsvindt. Als dat niet zo is vanwege onze belastingverdragen, dan heeft de Nederlandse dividendbelasting geen invloed op het aanbod van aandelenvermogen in Nederland en daarmee op de kapitaalkosten van Nederlandse ondernemingen. Als geen dubbele belastingheffing plaatsvindt, nemen de bedrijfsinvesteringen en de werkgelegenheid in Nederland dus niet af. Wie tabel 1 goed bestudeert, moet concluderen dat voor vrijwel alle belangrijke handelspartners van Nederland geldt dat de dividendbelasting geen relevante factor is, omdat vrijwel overal zowel inkomende als uitgaande dividenden van bedrijven niet worden belast.

De dividendbelasting is voornamelijk van belang voor de beleggers. Nederland heeft met het overgrote deel van belangrijke landen belastingverdragen gesloten om dubbele belastingheffing van dividend te voorkomen. Voor landen met een vrijstellingsstelsel – met uitzondering van de belastingparadijzen – geldt dat de Nederlandse dividendbelasting met 15 procent voor verreweg de meeste aandeelhouders zo laag is dat zij voordeel hebben als zij in Nederland beleggen in plaats van in hun eigen land. Dit geldt overigens niet voor aandeelhouders uit belastingparadijzen. Het meest saillante detail is dat beleggers uit het Verenigd Koninkrijk nadeel ondervinden van de Nederlandse dividendbelasting.

Voor buitenlandse aandeelhouders geldt dat zij door de afschaffing van de dividendbelasting een fiscaal voordeel in eigen zak steken indien er sprake is van een vrijstelling in hun eigen land. Voor beleggers met een verrekeningsstelsel maakt het niet uit. De verlaging van de dividendbelasting leidt dan slechts tot het spekken van staatskas van de landen waar de beleggers resideren.

[SOMO \(2017\)](#) heeft voor de 10 belangrijkste Nederlandse multinationale ondernemingen in de AEX-index de mate van verrekenbaarheid van de dividendbelasting geschat. Van de 20 belangrijkste landen waarin buitenlandse beleggers resideren, hebben slechts enkele landen geen mogelijkheid tot verrekening van de Nederlandse dividendbelasting: het Verenigd Koninkrijk, Bermuda en de Kaaimaneilanden. SOMO schat dat daarom 77 procent van de door buitenlandse aandeelhouders betaalde belasting verrekenbaar is met de eigen fiscus. Indien deze 10 AEX-bedrijven representatief zijn voor de rest van de in Nederland opererende multinationals, dan zou van de 1,4 miljard euro die de afschaffing van de dividendbelasting kost, 1,1 miljard euro naar buitenlandse overheden vloeien. Het is niet vast te stellen hoe representatief de door SOMO onderzochte multinationals zijn en dus hoe precies de schatting van 77 procent is. Maar op basis van deze analyse kan wel worden geconcludeerd dat afschaffing van de Nederlandse dividendbelasting een groot cadeau is voor buitenlandse overheden.

### 2.3 Dubbele heffing dividendbelasting leidt niet noodzakelijk tot minder investeringen

Stel nu dat internationale kapitaalmarkten niet goed zijn geïntegreerd, en wél dubbele belastingheffing plaatsvindt, bijvoorbeeld omdat er geen belastingverdragen zijn waardoor buitenlandse aandeelhouders de in Nederland ingehouden dividendbelasting

niet kunnen verrekenen met hun eigen fiscus of omdat ze in een land resideren met een vrijstellingsstelsel en een lagere (nul) dividendbelasting.

In dat geval suggereert de 'traditionele visie' – zoals hierboven uitgelegd – dat de dividendbelasting slecht is voor de investeringen en daarmee de werkgelegenheid. De dividendbelasting is dan niet langer een zuiver inhoudingsbelasting meer, maar (deels) een eindheffing op dividenduitkeringen. Zou Rutte III daarmee dan toch een punt hebben? Wederom is dat niet noodzakelijk het geval.

Volgens de 'nieuwe visie' op de dividendbelasting is de dividendbelasting neutraal voor ondernemingsinvesteringen en daarmee werkgelegenheid. En dat geldt zelfs als de dividendbelasting (voor een deel) een eindheffing is. Hoe kan dat? Dit hangt af van de vraag hoe ondernemingen nieuwe investeringen financieren.

De 'traditionele visie' op de dividendbelasting geldt alleen wanneer bedrijfsinvesteringen met nieuwe aandelenuitgiften worden gefinancierd, maar niet wanneer bedrijfsinvesteringen met ingehouden winsten worden gefinancierd ([Zodrow, 1991](#)). Dit investeringsgedrag lijkt empirisch plausibeler dan dat bedrijven voor nieuwe investeringen nieuwe aandelen uitgeven ([Auerbach, 2002](#)). Als nieuwe investeringen inderdaad met ingehouden winsten worden gefinancierd, dan beïnvloedt de dividendbelasting de kapitaalkosten niet en is daarmee neutraal voor de investeringsbereidheid van bedrijven.

De economische intuïtie is dat het opgeven van een euro dividenduitkering nu om te kunnen investeren en in de toekomst meer dividend te kunnen ontvangen *niet* leidt tot een grotere belastingverplichting voor de aandeelhouder. De dividendbelasting verlaagt de kosten van de investering met ingehouden winst (omdat de aandeelhouder geen dividendbelasting betaalt als geen dividend wordt uitgekeerd) met hetzelfde percentage als de opbrengsten van de investering met ingehouden winst (wanneer wel dividend wordt uitgekeerd).

De derde cruciale vraag is daarom te weten of ondernemingen hun investeringen aan de marge financieren met ingehouden winsten of juist niet. Als dat wel het geval is, dan beïnvloedt de dividendbelasting de kosten van kapitaal en dus de investeringen van ondernemingen niet. In dat geval leidt een verlaging van de dividendbelasting dus ook niet tot meer investeringen en werkgelegenheid.

Uitgezocht zou moeten worden of Nederlandse ondernemingen hun investeringen voornamelijk met ingehouden winsten of aandelenuitgiftes financieren van lokale vermogensverschaffers. Als blijkt dat Nederlandse ondernemingen vooral leunen op internationale vermogensverschaffers die dubbele belastingheffing kunnen voorkomen, dan is verlaging van de dividendbelasting sowieso niet effectief, zie het eerste deel van dit betoog.

Als blijkt dat ondernemingen vooral leunen op financiering met ingehouden winsten, dan zal de verlaging van de dividendbelasting niets doen met de Nederlandse investeringen. Alleen als Nederlandse bedrijven hun investeringen financieren uit aandelenemissies aan vermogensverschaffers die niet aan dubbele belastingheffing weten te ontkomen, dan kan verlaging van de dividendbelasting de kapitaalkosten van Nederlandse ondernemingen verlagen.

#### 2.4 Empirie niet eenduidig over traditionele of nieuwe visie

Welke van de twee visies op de dividendbelasting is empirisch het meest relevant? In de literatuur bestaat veel discussie of de traditionele of nieuwe visie op de dividendbelasting het meeste hout snijdt, zie bijvoorbeeld ook [Zodrow \(1991\)](#), [Sinn \(1995\)](#), [Auerbach \(2002\)](#), [Auerbach en Hasset \(2007\)](#). De oude literatuur, zoals samengevat in [Zodrow \(1991\)](#), laat zien dat het meeste empirische bewijs toch wijst in de richting van de traditionele visie van de dividendbelasting. Echter, die is moeilijk te rijmen met de veel gedeelde observatie dat de meeste investeringen door bedrijven worden gefinancierd met ingehouden winsten, in plaats van nieuwe uitgifte van aandelen. Meer recent onderzoek vindt sterke aanwijzingen voor de 'nieuwe visie' op de dividendbelasting, zie ook [Auerbach \(2002\)](#), [Auerbach en Hasset \(2007\)](#).

Er zijn weinig goede nieuwe onderzoeken te vinden die met *state-of-the-art* methoden proberen te schatten wat het effect van de dividendbelasting is op bedrijfsinvesteringen en lonen of werkgelegenheid. De enige excellente studie die ik ken, is die van [Yagan \(2015\)](#) in de *American Economic Review*. Hij schat een causaal verband tussen de verlaging van de dividendbelasting in de VS in 2003. De (verlaging van de) dividendbelasting geldt alleen voor zogenaamde 'C-corporations' maar niet voor 'S-Corporations'. Niet alle bedrijven mogen de fiscaal voordelige S-status aannemen. Er worden beperkingen opgelegd aan het aantal (niet meer dan 100) en het soort aandeelhouders (alleen Amerikanen, geen bedrijven) waardoor beursgenoteerde ondernemingen geen S-status kunnen krijgen. Ook bedrijven met aandelen van institutionele beleggers of met scheiding tussen eigendom en management kunnen geen S-status krijgen. Dit is daarom niet een quasi-experimentele onderzoeksopzet met een behandel- en controlegroep: de bedrijven met C- en S-status zijn onvergelijkbaar. Yagan identificeert de effecten van de verlaging van de dividendbelasting op de aanname dat zowel C- als S-bedrijven een gemeenschappelijke trend hebben in alle andere economische ontwikkelingen dan de dividendbelasting. [Yagan \(2015\)](#) schat de effecten van de dividendbelasting met microdata van bijna 75.000 bedrijven. Hij vindt dat de dividendbelasting *niets* deed met investeringen en lonen. Dit is de beste studie die ik ken en die suggereert dat verlaging van de dividendbelasting weinig uithaalt. De empirische identificatie is geloofwaardig. En de empirische relatie is beargumenteerbaar causaal. De vraag is natuurlijk wel in hoeverre de studie van [Yagan \(2015\)](#) voor de VS gegeneraliseerd kan worden naar Nederland. Hoe dan ook, deze studie strookt geheel met de 'nieuwe visie' op de dividendbelasting.

Het FD noemde de studie van [Dackehag en Hansson \(2015\)](#). Dit is een zogenaamde groeiregressie met paneldata. In deze studie wordt gevonden dat de economische groei

afneemt als de dividendbelasting hoger wordt, conform de ‘traditionele’ visie op de dividendbelasting. Groeiregressies op zijn zachtst gezegd omstreden. Begin jaren 90 zijn er naar aanleiding van de endogene groeitheorie vele studies verschenen die economische groei proberen te verklaren uit allerlei variabelen. Deze studies blijken zeer gevoelig te zijn voor econometrische specificaties. [Levine en Renelt \(1992\)](#) concluderen in de *American Economic Review* dat “almost all results are fragile”. We kunnen daarom weinig leren van [Dackehag en Hansson \(2015\)](#).

Dat blijkt eveneens uit hun lastig te duiden resultaten: meer investeringen hangen samen met minder groei. Dat is in tegenstelling met wat Levine en Renelt (1992) als een van de weinige robuuste uitkomsten zien in deze literatuur. De geschatte coëfficiënt voor de dividendbelasting is niet altijd meer significant als vertraagde verklarende variabelen worden toegevoegd en als wordt gecontroleerd voor initieel inkomen. Dit kan wijzen op endogeniteitsproblemen. Dat de coëfficiënt voor de dividendbelasting niet langer significant is als wordt gecontroleerd voor initieel inkomen, suggereert eveneens dat de aanname van tijdsinvariante heterogeniteit tussen landen niet opgaat. Dackehag en Hansson (2015) gebruiken een paar honderd macro-economische waarnemingen en kunnen alleen maar correlaties schatten, geen causale verbanden. De studie van Dackehag en Hansson (2015) is daarom veel minder geloofwaardig dan de studie van Yagan (2015). Het is daarom fascinerend dat minister-president Rutte deze gammele studie aanhaalde ter verdediging van de kabinetsplannen in de Tweede Kamer ([Tweede Kamer, 2017b](#)).

## 2.5 Dividenduitkeringen nemen toe

Daarnaast zijn er andere (agency) theorieën die beter het geobserveerde gedrag van bedrijven beschrijven. De empirische literatuur laat zien dat dividenduitkeringen veel hoger worden na een verlaging van de dividendbelasting. Dat gebeurt vooral in bedrijven waar topmanagers en leden van de raden van bestuur meer aandelen bezitten, zie ook [Chetty en Saez \(2005\)](#) en [Chetty en Saez \(2010\)](#) voor meer discussie en verwijzingen. Het is wel aannemelijk dat dit ook in Nederland gaat gebeuren nadat de dividendbelasting op buitenlandse aandeelhouders is afgeschaft. Overigens kan zowel de traditionele als de nieuwe theorie van de dividendbelasting niet goed verklaren waarom dividenduitkeringen toenemen na een verlaging van de dividendbelasting ([Chetty en Saez, 2010](#)).

De regering heeft de Tweede Kamer onjuist geïnformeerd door op vragen te antwoorden dat de studie van [Chetty en Saez \(2005\)](#) ging over de dividendbelasting voor aandeelhouders van besloten vennootschappen met een aanmerkelijk belang. Dit soort aandeelhouders wordt in Nederland belast in Box-2 ([Tweede Kamer, 2017b](#)). Echter, de studie van Chetty en Saez (2005) mat de effecten van de dividendbelasting op dividenduitkeringen van naamloze vennootschappen die aan de beurs zijn genoteerd, inclusief multinationale ondernemingen.

## 2.6 Als kapitaalkosten afnemen, hoe sterk nemen de investeringen dan toe?

Als de dividendbelasting wordt geschrapt, hoeveel dalen de kapitaalkosten van bedrijven dan? Hoeveel gaan ze meer investeren? En wat merken werknemers daar dan van? Over exact deze vraag woedt in de VS al een tijdje een heftige discussie onder economen naar aanleiding van de verlaging van de vennootschapsbelasting in de VS onder Trump. Hoofdrospelers: [Summers \(2017\)](#), [DeLong \(2017\)](#), [Krugman \(2017\)](#), [Mankiw \(2017\)](#), [Cochrane \(2017\)](#), en [Mulligan \(2017\)](#).

In deze discussie overdrijven beide kampen. De 'linkervleugel' (Summers, DeLong en Krugman) suggereert dat de verlaging van de vpb nauwelijks een effect heeft op de Amerikaanse economie, terwijl de 'rechtervleugel' (Mankiw, Cochrane en Mulligan) claimt dat de vpb gigantische effecten heeft op de Amerikaanse economie. De waarheid ligt naar mijn inschatting in het midden: de vpb geeft aanzienlijke verstoringen op de economie, die waarschijnlijk een stuk groter zijn dan de verstoringen van belastingen op privévermogen, arbeid, consumptie of onroerend goed. Maar deze discussie toont wel aan dat niet zeker is of 'trickle-down economics' goed werkt om de werkgelegenheid of lonen van werknemers te verhogen.

De cruciale vraag blijft of de kapitaalkosten in Nederland echt omlaag gaan door de afschaffing van de dividendbelasting. Vervolgens is de vraag of lagere kapitaalkosten daadwerkelijk leiden tot meer investeringen van bedrijven en dus tot meer werkgelegenheid. Mijn inschatting is dat de kapitaalkosten nauwelijks afnemen, en om die reden nauwelijks effecten sorteren op de werkgelegenheid. Ook al hebben de kapitaalkosten in potentie wel gevolgen voor de werkgelegenheid.

## 3 Overige aspecten schrappen dividendbelasting

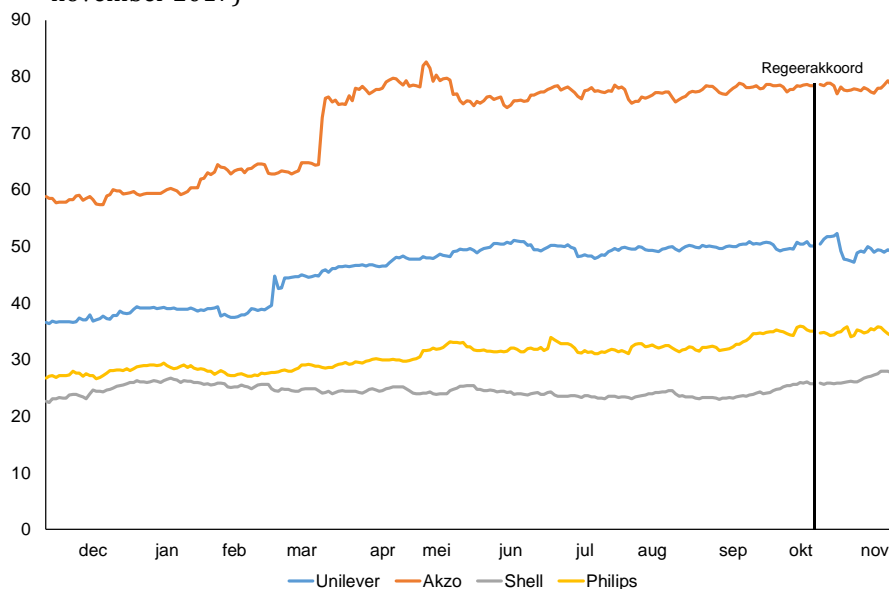
### 3.1 'Windfall gain' bestaande aandeelhouders

Afschaffing van de dividendbelasting kan bestaande buitenlandse aandeelhouders een 'windfall gain' geven op alle aandelenvermogen dat door hen is belegd in Nederland, zolang de dividendbelasting niet verrekenbaar is met de inkomstenbelasting. Immers, buitenlandse aandeelhouders hebben in Nederland belegd onder de veronderstelling dat zij mogelijk een deel van de bruto rendementen moesten afstaan voor belasting indien de belastingverdragen daarin niet voorzien. Dat gebeurt nu niet meer, waardoor hun netto dividend kan toenemen, zonder dat hier een economische inspanning voor is verricht. Dit is economisch ondoelmatig en schadelijk omdat verstoringende belastingen elders moeten worden verhoogd.

Rutte III geeft aan dat ze met de kabinetsmaatregel de aandelenkoersen inderdaad willen laten stijgen, met name voor bedrijven met aandeelhouders in Groot-Brittannië. Premier Rutte spreekt in deze context over de 'Dutch discount', een onderwaardering van Nederlandse bedrijven op de aandelenbeurzen. Volgens de redenering van de regering

zouden Nederlandse bedrijven minder aantrekkelijk zijn voor (vijandige) overnames als de dividendbelasting de aandelenkoersen zou doen laten stijgen ([Tweede Kamer, 2017b](#)).

**Figuur 1** Aandelenkoersen (in euro) Unilever, Akzo, Shell, en Philips (11 november 2016 – 11 november 2017)



Bron: <https://beurs.fd.nl>

Economisch bezien is de redenering, dat afschaffing van de dividendbelasting vijandige overnames minder waarschijnlijk maakt, onzinnig. De lagere dividendbelasting leidt – indien wel geheven maar niet verrekenbaar voor de aandeelhouder – inderdaad tot hogere aandelenkoersen, want de contante waarde van de netto dividenduitkeringen stijgt. Echter, eventuele nieuwe aandeelhouders profiteren net zo goed van de lagere belasting: tegenover de hogere prijs van aandelen staan lagere belastingen. De verlaging van dividendbelastingen doet dus in beginsel helemaal niets tegen vijandige overnames, in tegenstelling tot de suggesties van de regering.

Bovendien, indien de dividendbelasting inderdaad zou leiden tot een lagere belastingdruk op aandeelhouders van bedrijven, dan zouden we een toename moeten zien van de aandelenkoersen van Unilever, Shell, Akzo en Philips na de presentatie van het regeerakkoord. Figuur 1 laat echter zien dat er geen enkel effect is te zien van de presentatie van het regeerakkoord op 10 oktober 2017 en de beurswaarderingen van Akzo, Shell, Philips en Unilever. Als het al een strategie was om de aandelenkoersen van deze bedrijven te stutten, dan lijkt deze strategie bij voorbaat mislukt. Ook zien we geen oplopende beurskoersen tijdens de onderhandelingen over het regeerakkoord, hetgeen kan wijzen op anticipatie-effecten.



Dat er geen enkel effect is waar te nemen op de beurskoersen is bovendien een aanwijzing dat de kapitaalkosten van deze multinationale bedrijven aan de marge niet worden beïnvloed door de Nederlandse dividendbelasting, maar worden bepaald door de financieringscondities in de internationale kapitaalmarkten. Dit is daarmee indirect bewijs dat geen grote effecten te verwachten zijn van verlaging van de dividendbelasting.

De verlaging van de dividendbelasting geeft (mogelijk) een voordeel op nieuwe investeringen gefinancierd met nieuwe aandelenuitgiften. De regering had daarom – als het echt ging om het aanjagen van investeringen en de werkgelegenheid – ook kunnen studeren op het afschaffen van de dividendbelasting voor uitsluitend *nieuwe* aandelen. Dan had de potentiële *windfall* voor bestaande aandeelhouders kunnen worden voorkomen. Een alternatief is om een aftrekpost voor nieuwe aandelenuitgiften in te voeren in de vpb. Ook dan heeft de dividendbelasting geen effect meer op ondernemingsinvesteringen (Auerbach et al., 2010). Dergelijke alternatieven hadden een fractie gekost van de 1,4 miljard die de regering nu uitgeeft.

### 3.2 Nederland nog grotere spil in netwerk van belastingontwijking

Een potentieel nadeel van de afschaffing van de dividendbelasting is dat Nederland een nog centraler rol gaat vervullen in internationale fiscale arbitrage van grote bedrijven en vermogenden. CPB-onderzoekers [Van 't Riet en Lejour \(2017\)](#) hebben recent een netwerkanalyse gemaakt hoe bedrijven belastingen (kunnen) minimaliseren door optimaal gebruik te maken van de Nederlandse belastingverdragen voor de dividendbelasting. Zij kijken daarbij naar welke financiële omleidingsroutes financieel het meest aantrekkelijk zijn als bedrijven zo weinig mogelijk vpb en dividendbelasting willen betalen. Ze houden in hun studie rekening met belastingverdragen ter voorkoming van dubbele belastingheffing en welke methoden landen hanteren om dubbele belastingheffing te voorkomen (verrekening of vrijstelling). Ze gebruiken belastingdata voor 108 landen, inclusief vele belastingparadijzen.

[Van 't Riet en Lejour \(2017\)](#) tonen aan dat Nederland – onder het oude belastingregime – internationaal al op de vierde plaats staat als spil in internationale netwerken van belastingarbitrage, na het Verenigd Koninkrijk, Luxemburg en Estland. Wanneer de dividendbelasting voor buitenlandse beleggers wordt afgeschaft, en het vpb-tarief naar 21 procent wordt verlaagd, zal Nederland een nog centralere plaats innemen als het gaat om het meest aantrekkelijke doorvoerland van bedrijfswinsten. Het is dan waarschijnlijk dat Nederland het Verenigd Koninkrijk nadert als meest aantrekkelijke doorvoerland van bedrijfswinsten in de wereld. Het zou interessant zijn als politieke partijen het CPB zouden vragen deze netwerkanalyse opnieuw te maken om de centraliteit van Nederland als doorsluisland van bedrijfswinsten te berekenen.

### 3.3 Ongelijkheid

De door Rutte III voorgestelde plannen voor de dividendbelasting maken het voor de vermogenden in de wereld alleen maar makkelijker om hun vermogen op volkomen legale



wijze weg te sluizen via belastingconstructies (Zucman, [2014](#), [2017a](#), [2017b](#); [Frederik, 2017](#)). Nederland speelt al een hoofdrol in wereldwijde belastingontwijking van multinationals en vermogenden. De kabinetsplannen maken dat alleen maar ernstiger. Zij dragen zo bij aan de groeiende wereldwijde inkomens- en vermogensongelijkheid. Ook de belastingmoraal kan eroderen wanneer mensen zien dat belasting betalen daadwerkelijk alleen voor de onderste 99 procent is.

### 3.4 Vestigingsklimaat

Een laatste observatie kan worden gewijd aan het vestigingsklimaat. Het argument van het vestigingsklimaat wordt voortdurend aangegrepen om de verlaging van de dividendbelasting te verdedigen. Dit lijkt een gezocht argument. Het zijn namelijk niet de marginale belastingtarieven op bedrijfswinsten (waaronder mogelijk de dividendbelasting), maar de gemiddelde belastingtarieven voor bedrijven die de kracht van Nederland als vestigingsland bepalen. Als we naar de doorrekening van het CPB kijken, dan zien we dat de gemiddelde belastingdruk op bedrijven helemaal niet omlaag gaat maar juist licht omhoog – met 100 miljoen euro in 2021 ([CPB, 2017](#)). De fiscale voordelen van de tariefsverlaging in de vpb worden tenietgedaan door het verminderen van renteaftrek, fiscale afschrijvingsmogelijkheden, verliesverrekening, hogere milieubelastingen en andere zaken. Het is dus niet zo dat Nederland een aantrekkelijker vestigingsplaats wordt voor bedrijven onder Rutte III.

De dividendbelasting wordt niet gerekend tot de belastingen op Nederlandse bedrijven omdat deze wordt betaald door de buitenlandse aandeelhouder. Hierboven is uitgelegd hoe de dividendbelasting de financieringskosten van bedrijven kan beïnvloeden. Het is zeer onaannemelijk dat die financieringskosten omlaag gaan. Anders dan via de financieringskosten leidt de dividendbelasting op de aandeelhouders niet tot een ander gemiddeld belastingpeil op Nederlandse bedrijven.

## 4 Conclusies

Is de afschaffing van de dividendbelasting in Nederland nu een goed idee om van Nederland een aantrekkelijker vestigingsplaats te maken en de Nederlandse investeringen en werkgelegenheid te vergroten? Het antwoord op die hoofdvraag staat schematisch aangegeven in figuur 2.

De eerste cruciale deelvraag is of de Nederlandse dividendbelasting de kapitaalkosten van ondernemingen beïnvloedt. In goed geïntegreerde internationale kapitaalmarkten is dat niet het geval, want bedrijven kunnen tegen op de wereldmarkt bepaalde kosten van financiering kapitaal aantrekken. De Nederlandse dividendbelasting heeft een verwaarloosbare invloed op de wereldmarktprijs van kapitaal voor multinationale ondernemingen. Verlaging van de Nederlandse dividendbelasting doet dan vervolgens niets met het gedrag van (multinationale) bedrijven. De dividendbelasting beïnvloedt (mogelijk) alleen de bereidheid van aandeelhouders om in Nederland te beleggen. Of die

bereidheid verandert, hangt sterk af van de belastingverdragen die Nederland heeft gesloten.

**Figuur 2** Wanneer leidt de dividendbelasting tot economische effecten?



Stel nu dat lokale financieringscondities wel van belang zouden zijn voor Nederlandse bedrijven, omdat kapitaalmarkten niet perfect zijn geïntegreerd. De tweede cruciale deelvraag is dan: wordt dubbele belastingheffing op dividend van buitenlandse ondernemingen in Nederland voorkomen? Dat is waarschijnlijk. Voor de Nederlandse aandeelhouder maakt het niets uit, want die kan de dividendbelasting verrekenen. Het omvangrijke Nederlandse netwerk van belastingverdragen poogt dubbele belastingheffing te voorkomen bij buitenlandse aandeelhouders. Als dubbele belastingheffing adequaat wordt voorkomen, dan is de verlaging van de dividendbelasting in Nederland slechts het spekken van buitenlandse aandeelhouders of overheden. Voor bedrijven geldt bovendien vrijwel altijd dat dividenduitkeringen zijn vrijgesteld van belastingheffing via de deelnemingsvrijstelling.

Het is mogelijk dat niet alle dubbele belastingheffing voor buitenlandse aandeelhouders kan worden voorkomen door onze verdragen. Betekent dit dan dat Nederlandse bedrijven last hebben van de dividendbelasting? Dat hangt er wederom van af. De derde cruciale deelvraag is daarom of Nederlandse bedrijven hun investeringen dan financieren met ingehouden winsten of met nieuwe aandelenuitgiften. Wanneer ingehouden winsten de belangrijkste financieringsbron zijn, doet de dividendbelasting – ook wanneer deze niet verrekend kan worden – wederom niets met de investeringsbereidheid van bedrijven en dus de Nederlandse werkgelegenheid.

Alleen wanneer internationale kapitaalmarkten niet goed zijn geïntegreerd, dubbele belastingheffing via belastingverdragen niet kan worden voorkomen, en wanneer bedrijven hun investeringen aan de marge financieren met nieuwe aandelenemissies, dan

beïnvloedt de dividendbelasting bedrijfsinvesteringen en daarmee de werkgelegenheid. Het is daarom uitermate onwaarschijnlijk dat de verlaging van de dividendbelasting grote effecten heeft, als die er al zouden zijn.

Tot slot, de vierde cruciale deelvraag: verbetert het vestigingsklimaat door de verlaging van de dividendbelasting? Het antwoord hangt alleen af van de vraag of de gemiddelde belastingen op bedrijven in Nederland toenemen. En dat gebeurt volgens de doorrekening van het CPB niet.

Bas Jacobs (e-mail: [bjacobs@ese.eur.nl](mailto:bjacobs@ese.eur.nl)) is hoogleraar economie aan de Erasmus Universiteit.

## Literatuur

- Auerbach, A., 2002, Taxation and Corporate Financial Policy, in: A.J. Auerbach and M. Feldstein (eds), *Handbook of Public Economics – Volume 3*, hst. 19: 1251-1292.
- Auerbach, A.J. en K.A. Hassett, 2007, The 2003 Dividend Tax Cuts and the Value of the Firm: An Event Study, in: A.J. Auerbach, J.R. Hines Jr. and J. Slemrod (eds) *Taxing Corporate Income in the 21st Century*, Cambridge, UK: Cambridge University Press, 93-126.
- Auerbach, A., M.P. Devereux en H. Simpson, 2010, Taxing Corporate Income, in: J.A. Mirrlees et al. (ed.), *The Mirrlees Review. Dimensions of Tax Design*, Oxford: Oxford University Press, hst. 9: 837-893.
- Baarsma, B. en M. Badir, 2017, Met Afschaffing Dividendbelasting neemt Rutte III een Dure Gok, *Het Financieele Dagblad*, 6 november 2017.
- Belastingdienst, 2017, Treaty Countries, <http://www.belastingdienst.nl>.
- Berentsen, L., 2017, Ze Zijn er wel Degelijk: Economen die Afschaffen Dividendbelasting Goed Idee Vinden, *Het Financieele Dagblad*, 8 november 2017.
- Buitenhof, 2017, 12 november 2017, <http://www.buitenhof.tv.nl>.
- Chetty, R. en E. Saez, 2005, Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 120(3): 791-833.
- Chetty, R., en E.J. Saez, 2010, Dividend and Corporate Taxation in an Agency Model of the Firm, *American Economic Journal: Economic Policy*, vol.2(3): 1-31.
- Cochrane, J., 2017, Corporate Tax Burden Again, *The Grumpy Economist*, <https://johnhcochrane.blogspot.com>.
- CPB, 2017, Analyse Economische en Budgettaire Effecten van de Financiële Bijlage van het Regeerakkoord, CPB Notitie, 10 oktober 2017, Den Haag: CPB.
- Dackehag, M. en Å. Hansson, 2015, Taxation of Dividend Income and Economic Growth: The Case of Europe, Department of Economics Working Paper 24, School of Economics and Management, Lund University.
- DeLong, Bradford (2017), Greg Mankiw Providing Backup for Kevin Hassett Department: Larry Summers One Last Time on Who Benefits from Corporate Tax Cuts”, 23 oktober 2017, <http://www.bradford-delong.com>.
- Frederik, J., 2017, Zo werd Nederland het Grootste Belastingparadijs voor Amerikaanse Multinationals, *De Correspondent*, 31 mei 2017.
- HM Revenue and Customs, 2015a, Dividend Allowance Factsheet, Policy Paper, 17 augustus 2015, <https://www.gov.uk>.

- HM Revenue and Customs, 2015b, Guidance HS263: Calculating Foreign Tax Credit Relief on Income, 2015, 6 april 2017, <https://www.gov.uk>.
- HM Revenue and Customs, 2017a, Tax on Dividends, <https://www.gov.uk/tax-on-dividends>.
- HM Revenue and Customs, 2017b, Guidance HS263: Calculating Foreign Tax Credit Relief on Income, 2017, 6 april 2017, <https://www.gov.uk>.
- Krugman, P., 2017, The Simple and Misleading Analytics of a Corporate Tax Cut (More Wonkery), 24 oktober 2017, <https://krugman.blogs.nyt.com>.
- Levine, R., en D. Renelt, 1992, A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions, *American Economic Review*, vol. 82(4): 942-963.
- Mankiw, G.N., 2017, The Dynamic Furman Ratio, Greg Mankiw's Blog, 24 oktober 2017, <https://gregmankiw.blogspot.com>.
- Mulligan, C.B., 2017, Delong and Krugman Make "Math Error, while Falsely Accusing Greg Mankiw of Making Math Error!", Supply and Demand (in that Order), 24 oktober, <https://caseymulligan.blogspot.com>.
- NOS, 2017a, Shell en Unilever Hebben voor Afschaffing Dividendbelasting Gelobbyd, 8 november, <https://nos.nl/nieuwsuur/artikel/2201913-shell-en-unilever-hebben-voor-afschaffing-dividendbelasting-gelobbyd.html>.
- NOS, 2017b, 8-uur Journaal, 9 november 2017, [https://www.npo.nl/nos-journaal/09-11-2017/POW\\_03375740](https://www.npo.nl/nos-journaal/09-11-2017/POW_03375740).
- OESO, 2014, Model Tax Convention on Income and on Capital 2014 (Full Version), Parijs: OECD Publishing.
- Phlippen, S., 2017, Dividendbelasting Afschaffen: Goed Idee?, 9 november 2017, <https://www.ad.nl/video/production/dividendbelasting-afschaffen-goed-idee~vp22742>.
- Riet, M. van 't, en A. Lejour, 2017, Optimal Tax Routing: Network Analysis of FDI Inversion, CPB Document 349, 5 April, Den Haag: CPB.
- Sinn, H.-W., 1991, "Taxation and the Cost of Capital: The "Old" View, the "New" View, and Another View", *Tax Policy and the Economy*, 5, Cambridge-MA: NBER.
- SOMO, 2017, Afschaffing van de Dividendbelasting: Wie Wint er Nou?, 15 november 2017, [www.somo.nl](http://www.somo.nl).
- Summers, L. H., 2017, One Last Time on who Benefits from Corporate Tax Cuts, 22 oktober 2017, <http://www.larrysummers.com>.
- Tweede Kamer, 2017a, Voorbeelden Niet-Verrekenbare Nederlandse Dividendbelasting, Kamerbrief 2017-0000218133, Den Haag: Tweede Kamer.
- Tweede Kamer, 2017b, Besluit de Dividendbelasting af te Schaffen, Handelingen TK 2017-2018, 22, dossier 34700, 15 november 2017.
- Visser, M., 2017, Welke Harde Noten Kraken Tien Professoren over Dividendbelasting?, *De Telegraaf*, 8 november 2017.
- Yagan, D., 2015, Capital Tax Reform and the Real Economy: The Effects of the 2003 Dividend Tax Cut, *American Economic Review*, vol. 105(12): 3531-3563.
- Zodrow, G.R., 1991, On the "Traditional" and "New" Views of Dividend Taxation, *National Tax Journal*, vol. 44(4): 497-509.
- Zucman, G., 2014, *The Hidden Wealth of Nations*, Chicago: University of Chicago Press.
- Zucman, G., 2017a, How Corporations and the Wealthy Avoid Taxes (and How to Stop Them), *New York Times*, 10 november 2017.
- Zucman, G., 2017b, The Desperate Inequality Behind Global Tax Dodging, *The Guardian*, 8 november 2017.