

EFFECT AFSCHAFFING INKOOPFACILITEIT

EEN ANALYSE VOOR VNO-NCW

NOTITIE

seo • economisch onderzoek

AUTEURS

MICHIEL BIJLSMA, WASSIM OURAK

IN OPDRACHT VAN

VNO-NCW

AMSTERDAM, 19 APRIL 2024

SEO-notitie nr. 2024-60

Informatie & Disclaimer

SEO Economisch Onderzoek heeft op de verkregen informatie en data geen onderzoek uitgevoerd dat het karakter draagt van een accountantscontrole of due diligence. SEO is niet verantwoordelijk voor fouten of omissies in de verkregen informatie en data.

Copyright © 2024 SEO Amsterdam.

Alle rechten voorbehouden. Het is geoorloofd gegevens uit dit rapport te gebruiken in artikelen, onderzoeken en collegesyllabi, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld. Gegevens uit dit rapport mogen niet voor commerciële doeleinden gebruikt worden zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s). Toestemming kan worden verkregen via secretariaat@seo.nl.

1 Inleiding

Bij inkoop van eigen aandelen is dividendbelasting verschuldigd over het verschil tussen de inkoopprijs en het gemiddelde op de desbetreffende aandelen gestorte kapitaal. Dit geldt ook bij inkoop van eigen aandelen via de beurs. Aangezien in dat geval de aandeelhouder niet bekend is, dient de inkopende vennootschap de dividendbelasting voor haar rekening te nemen. Op basis van artikel 6 van de Wet op de dividendbelasting 1965 (hierna: de Wet DB) wordt dan voor het berekenen van de belasting de opbrengst vermenigvuldigd met 100/85 (bruteringscoëfficiënt), tenzij de inkoopfaciliteit van artikel 4c Wet DB van toepassing is.

In geval van niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn de aandeelhouders vaak identificeerbaar, denk bijvoorbeeld aan familiebedrijven. In dat geval kan de onderneming bij inkoop van aandelen dividendbelasting inhouden ten laste van de aandeelhouder. Die ingehouden dividendbelasting kan de aandeelhouder vervolgens verrekenen met de inkomstenbelasting of vennootschapsbelasting. Op deze manier zijn er geen additionele kosten verbonden aan het inkopen van aandelen. Teneinde de neutraliteit te borgen is er voor beursgenoteerde onderneming de faciliteit van artikel 4c opgenomen in de Wet DB. De inkoopfaciliteit zorgt ervoor dat er een gelijk speelveld ontstaat tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen.¹ In alle gevallen vindt de belastingheffing plaats op het niveau van de aandeelhouder, in Nederland doorgaans via box 3.

Het kapitaal dat op aandelen is gestort, bestaat uit het nominale kapitaal, agio en informeel kapitaal. Met het nominale kapitaal wordt het bedrag genoemd in artikel 2:80, eerste lid, en artikel 2:191, eerste lid, Burgerlijk Wetboek bedoeld. Met agio wordt bedoeld op hetgeen bij de uitgifte van aandelen bedongen is boven het nominale kapitaal. Op de balans van een onderneming is het 'op de aandelen gestort kapitaal' terug te vinden, aangezien de aandelen op de balans genoteerd staan tegen de nominale waarde, ofwel het bedrag waarvoor de onderneming de aandelen oorspronkelijk heeft uitgegeven.

Op basis van de jaarverslagen van beursgenoteerde ondernemingen hebben wij een overzicht gemaakt van het totaal aan ingekochte aandelen (en de inkoopprijs per aandeel) over de periode 2018-2023. Ook hebben we het op de aandelen gestorte kapitaal (per aandeel) bepaald aan de hand van jaarverslagen, daar waar dit in de jaarverslagen beschikbaar was. Op basis van die twee getallen bepalen we het budgettaire beslag van de huidige regeling. Onder de veronderstelling dat beursgenoteerde ondernemingen zich gemiddeld genomen hetzelfde blijven gedragen in hun financiële beslissingen met of zonder de inkoopfaciliteit, volgt hieruit een bedrag dat indicatief zou zijn voor de additionele inkomsten voor de Nederlandse staatskas en de extra kosten voor bedrijven.

Het is onwaarschijnlijk dat bij afschaffing van de inkoopfaciliteit het gedrag van bedrijven ongewijzigd blijft. Bedrijven kunnen zich op verschillende manieren aanpassen. We onderscheiden de volgende mogelijke gedragseffecten:

1. Bedrijven kunnen verschuiven van winst uitkeren via de inkoop van aandelen naar het uitkeren van dividend.
2. Bedrijven gaan op zoek naar alternatieve (niet-belaste) manieren om winst aan aandeelhouders uit te keren. Om brutering te vermijden, kunnen beursvennootschappen bijvoorbeeld proberen eigen aandelen in te kopen

¹ De nota over de toestand van 's Rijks Financiën (vergaderjaar 2023-2024, 36 410, nr. 77) zegt hierover: 'De Raad van State heeft eind jaren 90 van de vorige eeuw de dividendbelasting over de inkoop van beursaandelen als een aanmerkelijk knelpunt aangemerkt, mede omdat beursfondsen de inkoop van aandelen als een belangrijk strategisch instrument zien. Het college heeft daarom geadviseerd een oplossing te geven voor het knelpunt dat beursfondsen bij inkoop van eigen beursaandelen de dividendbelasting (gebruteerd) voor eigen rekening moeten nemen.'

van identificeerbare aandeelhouders. Het is niet bekend of en zo, in hoeverre en voor welke ondernemingen dit juridisch en praktisch mogelijk is.

3. Bedrijven kunnen ervoor kiezen om het land waar ze gevestigd zijn te veranderen en te kiezen voor een land dat het inkopen van aandelen niet belast. In landen zoals België, Duitsland, Frankrijk of het Verenigd Koninkrijk betalen beursgenoteerde ondernemingen om verschillende redenen geen dividendbelasting bij inkoop van aandelen.
4. Omdat de hoeveelheid in verwachting uit te keren dividend het verwachte rendement van externe investeerders vertegenwoordigd, betekent dit dat extern kapitaal duurder wordt (de belasting erop neemt immers toe) en dat intern kapitaal relatief goedkoper wordt. Dit kan invloed hebben op de wijze waarop investeringen gefinancierd worden en mogelijk ook op de omvang van die investeringen.

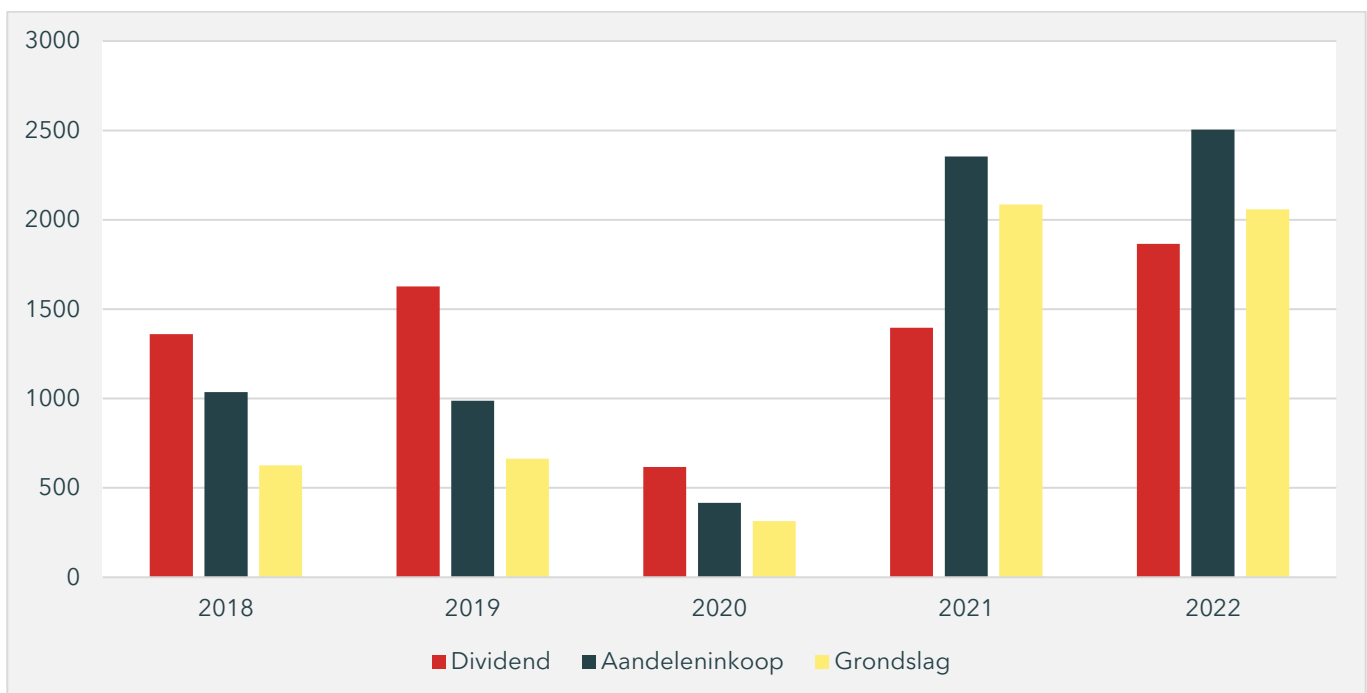
Op basis van economische literatuur, verzamelde data over aandeleninkoop en dividenduitkering, en een inschatting op basis van interviews doen we een poging om het effect van afschaffing van de dividendbelasting te kwantificeren. Ook brengen we de mogelijke gevolgen van afschaffing van de faciliteit kwalitatief in kaart.

2 Feitelijke inkoop

Om een beeld te krijgen van het totaal aantal ingekochte aandelen hebben wij op basis van de jaarverslagen voor de periode 2018-2022 een overzicht gemaakt voor alle AEX en AMX ondernemingen (peildatum maart 2023) van het aantal en de waarde van de ingekochte aandelen voor deze ondernemingen. De appendix bevat een overzicht per bedrijf van de verzamelde gegevens. We kijken hierbij alleen naar beursfondsen die ook daadwerkelijk in Nederland belastingplichtig zijn. Onderstaande figuur geeft per jaar de totale waarde weer van de ingekochte aandelen, de totale dividenduitkering en de grondslag voor de dividendbelasting op basis van het gestort kapitaal over de jaren 2018-2022.

De totale hoeveelheid ingekochte aandelen verschilt sterk tussen de jaren, waarbij deze in 2021 en 2022 aanmerkelijk hoger ligt (ronde de 2500 mln euro) dan daar voor (ongeveer 1000 mln euro). De gemiddelde verhouding tussen de grondslag en het totaal aantal ingekochte aandelen is 0,75. Met andere woorden, de grondslag is gemiddelde genomen ongeveer driekwart van het ingekochte aandelenkapitaal. Overigens verschilt dit sterk per onderneming. Voor sommige ondernemingen is de grondslag nul, voor andere is deze vrijwel 100%.

Figuur 2.1 Uitgekeerde dividenden, aandeleninkoop en grondslag voor 2018-2022 van meegenomen bedrijven in miljoenen euro's



Bron: SEO economisch onderzoek

3 Mogelijke gedragseffecten

Bedrijven die winst maken kunnen deze winst op verschillende manieren gebruiken: het eigen vermogen vergroten, investeren, of de winst uitkeren aan aandeelhouders. De keuze van de wijze waarop een onderneming de winst gebruikt, hangt af van de kosten en baten van de verschillende mogelijkheden.

De verwachte toekomstige winst die uitgekeerd wordt aan aandeelhouders is een belangrijke bepaler van de waarde van een aandeel voor die aandeelhouder. Door een verandering van de (effectieve) kost van het uitkeren van winst, in dit geval door afschaffen van de inkoopfaciliteit, verandert dan ook de manier waarop de winst verdeelt wordt over de verschillende mogelijkheden (eigen vermogen, investeren of winst uitkeren).

Bedrijven kunnen ook proberen om winst aan de aandeelhouder uit te keren op een andere manier dan door inkoop van aandelen of het uitkeren van dividend. Voor aandeelhouders is dit ook te prefereren, aangezien de additionele kosten die bij ongewijzigd kapitaalbeleid (dat wil zeggen dat de verhouding tussen dividend uitkeren en aandelen inkopen hetzelfde blijft) ontstaan door afschaffen van de inkoopfaciliteit, aanzienlijk kunnen zijn. Deze kosten zijn feitelijk een lastenverzwaring voor bedrijven doordat de effectieve belasting op winst toeneemt.

Alternatieve manieren om winsten uit te keren

Er bestaan voor beursgenoteerde bedrijven verschillende manieren om winst uit te keren aan aandeelhouders (anders dan dividend uit te keren) zonder dat het bedrijf daarover de dividendbelasting van 17,65% zou moeten gaan inhouden. De twee manieren die worden genoemd in de interviews (en waar adviseurs ook actief marktpartijen mee benaderen) zijn:

1. Het openen van een zogeheten secondary trading line. Voor zover wij hebben begrepen, vraagt een onderneming een bank in dit geval om een tweede handelsmogelijkheid voor aandelen te openen waar geïdentificeerde partijen hun aandelen kunnen aanbieden voor aankoop door het bedrijf. Bij deze secondary trading line ontstaat als het ware een parallelle handelsmogelijkheid voor aandelenbezitters die hun aandelen aan het bedrijf willen verkopen. Naar verwachting zullen dit partijen zijn die de dividendbelasting kunnen terugvorderen of geen dividendbelasting hoeven te betalen. De onderneming zal waarschijnlijk wel een premie moeten betalen ten opzichte van de beurskoers omdat verkopers van aandelen extra moeite moeten doen om hun aandelen via deze secondary trading line aan te bieden. Ook zal het aankopende bedrijf kosten moeten maken om een dergelijke secondary trading line op te zetten. Daarbij is dit niet voor elk bedrijf een reële optie, bijvoorbeeld doordat het aantal potentiële aanbieders of de omvang van de markt beperkt is. Dit creëert een oneven speelveld tussen verschillende partijen, waarschijnlijk vooral tussen kleine en grote ondernemingen. Ook kan er onzekerheid ontstaan over de hoeveelheid winst die op deze wijze kan worden uitgekeerd als niet van tevoren bekend is welke volumes beschikbaar komen via de secondary trading line. Dit beperkt de hoeveelheid aandelen die op deze wijze kunnen worden ingekocht. Al met al is het maar zeer de vraag of dit voor alle ondernemingen een reëel werkend alternatief is.
2. Een tweede mogelijkheid is dat een bedrijf met toestemming van de algemene vergadering van aandeelhouders (AVA) het nominale aandelenkapitaal verhoogt ten koste van agioreserve en vervolgens met toestemming van diezelfde AVA een deel van het nominale aandelenkapitaal uitkeert aan de aandeelhouders. Ook deze route gaat gepaard met additionele administratieve lasten. Daarnaast brengt deze route ook een zekere mate van onzekerheid met zich mee omdat de AVA wel toestemming moet geven voor het verhogen en vervolgens uitkeren van het kapitaal. Uiteraard is de hoeveelheid aandelen die op deze manier kunnen worden ingekocht beperkt door de mate waarin kapitaal beschikbaar is. In die zin is dit alternatief dus niet beperkt toepasbaar.

Mogelijke gevolgen voor uitkeren van dividend

Omdat het inkopen van aandelen duurder wordt ten opzichte van het uitkeren van dividend, zal er mogelijk een verschuiving plaatsvinden van het uitkeren van winst via het inkopen van aandelen naar het uitkeren van winst via een dividend. Omdat de totale kosten van het uitkeren van dividend toenemen (voor inkoop van aandelen die onder de faciliteit vielen waren die kosten nul), is de verwachting dat het totaal aan uitgekeerd dividend zal afnemen. De empirisch literatuur geeft hier ook inzichten in.

Zo laten Isakov et al. (2021) in een studie onder Zwitserse bedrijven (waar na een hervorming van de winstbelasting een deel van de bedrijven geen belasting meer hoefde te betalen over dividend, het volgende zien. Zij vinden een elasticiteit van 0,4. Na het schrappen van de belasting op dividenden vergrootten de bedrijven die eronder vielen hun uitkering van dividend met 30 procent. De aandelenkoersen namen daardoor ook toe. De onderzoekers vinden echter geen effect op de investeringsbeslissingen van de bedrijven. Ook vinden ze niet dat de inkoop van eigen aandelen afneemt. Tot slot vinden ze geen effect op het aantal werknemers of de salarissen. Chetty en Saez (2005) vinden na een verlaging van de dividendbelasting in de VS een elasticiteit van 0,5. Dat wil zeggen dat het uitkeren van dividend met 50% van de verlaging toenam.

Tabel 3.1 Effecten afname van dividendbelasting

Paper	Uitkering dividenden	Elasticiteit
Isakov ea. (2021) ²	Afname na verhoging dividendbelasting	0,4
Chetty en Saez (2005) ³	Toename na afname dividend belasting	0,5

Bron: SEO economisch onderzoek

Overigens is van belang dat bij een verschuiving naar uitkering van winst via dividenden het niet a priori duidelijk is dat dit ook tot additionele belastinginkomsten zal leiden. Immers, sommige partijen die aandelen houden waar dividend op kan worden uitgekeerd zijn vrijgesteld van dividendbelasting op grond van de inhoudingsvrijstelling, zoals bijvoorbeeld pensioenfondsen, terwijl een deel van de ontvangers van de dividendbelasting deze weer teruggestort kunnen krijgen van Nederlandse fiscus. Inwoners van Nederland kunnen de ingehouden dividendbelasting bijvoorbeeld verrekenen met de inkomstenbelasting. In de periode 2009-2016 lag het verrekenpercentage tussen de 56% en de 58%.

Mogelijke gevolgen voor investeringen

Investerings kunnen gefinancierd worden door extern vermogen (middels de uitgifte van leningen of aandelenkapitaal) of door intern vermogen (door winst te gebruiken voor investeringen). Als financiering via de uitgifte van aandelenkapitaal duurder wordt, doordat de effectieve belasting op het uitkeren van dividend groter wordt, treedt er naar verwachting een verschuiving op van financiering via equity naar financiering via schuldpapier of interne financiering. Ook worden interne investeringen aantrekkelijker ten opzichte van het uitkeren van winst (de kosten van het uitkeren van winst nemen immers toe).

² Dušan Isakov, Christophe Pérignon, Jean-Philippe Weiskopf, What If Dividends Were Tax-Exempt? Evidence from a Natural Experiment, *The Review of Financial Studies*, Volume 34, Issue 12, December 2021, Pages 5756-5795, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab010>

³ Chetty, R., and E. Saez. 2005. Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut. *Quarterly Journal of Economics* 120:791-833.

Het beeld uit de empirische literatuur over het effect op investeringen is diffuus. Sommige studies laten geen effect op het niveau van investeringen zien, andere studies laten een afname van het niveau van investeringen zien en één studie laat zelfs een toename in het niveau van investeringen zien na een verhoging van de dividendbelasting.

Mogelijke gevolgen voor vestigingskeuze

Een andere mogelijkheid is dat bedrijven hun keuze voor een vestigingslocatie veranderen. Bedrijven die nu in Nederland gevestigd zijn en hier belasting afdragen zouden ervoor kunnen kiezen om zich in een ander land te vestigen als de kosten van het wijzigen van het land van vestiging kleiner zijn dan de (fiscale) baten daarvan. Hierbij is van belang dat er een samenloop van meerdere aspecten kan spelen, specifiek dat er in Nederland momenteel op meerdere vlakken wordt gedacht over afbouw van fiscale voordelen of dat er reeds concrete stappen genomen zijn. Er is geen empirische literatuur die het effect van dividendbelasting op vestigingskeuze in kaart brengt.

4 Kwantificering van het effect voor dividenduitkering – vier scenario's

De kwantificering van het effect gaat gepaard met onzekerheid. Ten eerste spelen er verschillende effecten door elkaar (zoeken naar alternatieven voor inkoop eigen aandelen, meer dividend uitkeren en vertrek uit Nederland). Een deel van de huidige inkoop van eigen aandelen zal na afschaffing van de inkoopfaciliteit mogelijk als dividend worden uitgekeerd. Hierover zal dividendbelasting moet worden betaald. Daarnaast zal er waarschijnlijk gebruik gemaakt worden van alternatieve manieren om aandelen in te kopen die niet belast zijn. Verder kunnen bedrijven ook ervoor kiezen om fiscaal uit Nederland te vertrekken. De mate waarin deze effecten optreden zijn onzeker. Ten tweede kunnen de keuzes van één of twee bedrijven (bijvoorbeeld om Nederland te verlaten of alles via een secondary trading line in te kopen) een groot effect hebben op de uitkomsten omdat het inkopen van aandelen relatief geconcentreerd is bij een beperkt aantal bedrijven. Dit vergroot de onzekerheid nog verder.

De gemiddelde waarde van ingekochte aandelen door in Nederland gevestigde beursgenoteerde bedrijven ligt tussen de 15 miljard euro per jaar (het gemiddelde van aandelenuitgifte door meegenomen over de jaren 2018-2022) en de 25 miljard euro per jaar (het maximum in de periode in 2022).⁴ In afwezigheid van gedragseffecten (als bedrijven blijven aandelen inkopen en dividend uitkeren zoals ze dat altijd deden) volgen er opbrengsten voor de schatkist van tussen de 2 en 3,3 miljard euro. Dit is echter onrealistisch. Daarom werken we met vier scenario's die in onderstaande tabel schematisch zijn weergegeven. Een best case scenario, twee midden scenario's en een worst-case scenario. De scenario's verschillen in de mate van verschuiving naar het uitkeren van dividend, de verschuiving naar alternatieven, het vertrek uit Nederland en het blijven inkopen van aandelen.

We hanteren bij het bepalen van de effecten in elk scenario de volgende uitgangspunten:

1. **Verschuiving naar dividend uitkeren.** Hierbij is van belang dat de dividendbelasting weliswaar 15% is, maar dat ongeveer 60% daarvan kan worden teruggevorderd of aan partijen wordt uitgekeerd die vrijgesteld zijn van de belasting⁵. De effectieve belasting is daarmee 6% (40% van 15%).
2. **Alternatieve niet belaste manieren om aandelen in te kopen.** Bedrijven hebben toegang tot alternatieve manieren om winst uit te keren aan aandeelhouders door aandelen in te kopen zonder dat dit wordt belast. Dit levert geen extra dividendbelasting op.
3. **Vertrekken uit Nederland.** Bedrijven kunnen ook besluiten om fiscaal te vertrekken uit Nederland. Deze bedrijven betalen vervolgens geen dividendbelasting meer in Nederland. Ook loopt een deel van de winstbelasting via het buitenland. Het tweede orde effect van lagere inkomsten uit de winstbelasting nemen we niet mee. We gaan er vanuit dat dit effect beperkt is omdat de feitelijke activiteiten in Nederland blijven plaatsvinden.
4. **Aandelen blijven inkopen.** Ook zijn er mogelijk bedrijven die aandelen blijven inkopen. In dat geval betalen de bedrijven 17,65% dividendbelasting over het verschil tussen de inkoopprijs van de aandelen en het gestorte aandelenkapitaal. We nemen op basis van onze data voor de grondslag 75% van de inkoopprijs.

In het best-case scenario verschuift 20% van het bedrag dat nu via aandeleninkoop wordt uitgekeerd naar directe dividenduitkering, terwijl 60% verschuift naar een alternatieve methode om winst uit te keren die niet belast is.

⁴ Mogelijk ligt het werkelijke bedrag hoger omdat small-cap bedrijven ontbreken.

⁵ Zie bijvoorbeeld <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-34700-54.html> waar uit de verhouding bruto en netto inkomsten uit de dividendbelasting een percentage van 43% volgt.

Daarbij vertrekt 5% van het bedrag uit Nederland en blijft 15% aandelen inkopen. In het median case I scenario verschuift 15% van het bedrag dat nu via aandeleninkoop wordt uitgekeerd naar directe dividenduitkering, terwijl 70% verschuift naar een alternatieve methode om winst uit te keren die niet belast is. Daarbij vertrekt 10% van het bedrag uit Nederland en blijft 5% aandelen inkopen. In het median case II scenario verschuift 10% van het bedrag dat nu via aandeleninkoop wordt uitgekeerd naar directe dividenduitkering, terwijl 80% verschuift naar een alternatieve methode om winst uit te keren die niet belast is. Daarbij vertrekt 10% van het bedrag uit Nederland en blijft 0% aandelen inkopen.

In het worst-case scenario verschuift 10% van het bedrag dat nu via aandeleninkoop wordt uitgekeerd naar directe dividenduitkering, terwijl 90% verschuift naar een alternatieve methode om winst uit te keren die niet belast is en blijft 0% aandelen inkopen. Daarbij nemen we aan dat de twee grootste inkopers van aandelen fiscaal vertrekken uit Nederland omdat dit een zeer groot effect heeft. Deze ondernemingen hebben ook de grootste prikkel om deze stap te nemen. De ondernemingen verplaatsen dan hun hoofdzetel naar een land waar ze wel van de vrijstelling profiteren. In de doorrekening van de effecten laten we de gevolgen voor de vpb buiten beschouwing. Kort gezegd gaan we ervan uit dat de feitelijke werkzaamheden grotendeels nog in Nederland plaatsvinden waardoor er ook in Nederland vpb betaald wordt. Op de langere termijn kan dit veranderen en in dat geval zal dit tot extra kosten voor de schatkist leiden in de vorm van misgelopen winstbelasting.

Tabel 4.1 Scenario's effecten afschaffing inkoopfaciliteit

	Best case	Median case I	Median case II	Worst case
Verschuiving naar dividend	Hoog (20%)	Midden (15%)	Laag (10%)	Laag (10%)
Verschuiving naar alternatieven	Beperkt (60%)	Midden (70%)	Hoog (80%)	Zeer hoog (90%)
Vertrek uit Nederland	Laag (5%)	Midden (10%)	Midden (10%)	Hoog (twee grootste inkopers vertrekken ⁶)
Blijven inkopen	Hoog (15%)	Midden (5%)	Laag (0%)	Laag (0%)
Totaal effect				

Bron: SEO economisch onderzoek

Onderstaande tabel geeft de uitkomsten per scenario weer voor de verschillende componenten en het totaaleffect, uitgaande van de gemiddelde situatie over de periode 2018-2022.⁷ In het best-case scenario volgen opbrengsten van 421 miljoen euro. In het median I scenario volgen opbrengsten van 139 miljoen euro. In het median II scenario zijn er geen opbrengsten, maar ook geen verliezen. In het worst-case scenario resulteert een verlies van 369 miljoen euro. Dit verlies wordt gedreven door misgelopen dividendbelasting.

Tabel 4.2 Opbrengsten op basis gemiddelde over periode 2018-2022 (gemiddelde inkoop van 15 mld)

	Best case	Median case I	Median case II	Worst case
--	-----------	---------------	----------------	------------

⁶ Op basis van het gemiddelde over de jaren 2018-2022 zijn dit ASML (1^e) en NXP (3^e). PROSUS is tweede, maar omdat de grondslag momenteel nul is omdat de gestorte waarde boven de beurskoers ligt, hebben we ervoor gekozen om NXP te nemen in plaats van PROSUS.

⁷ De berekening is als volgt uitgevoerd: per bedrijf in de dataset bepalen we voor elk jaar de aandeleninkoop, de dividenduitkering en de grondslag. Vervolgens vermenigvuldigen we deze met de percentages die bij de scenario's horen en bepalen we het gemiddelde effect over de periode 2018-2022.

Additionele dividendbelasting door verschuiving naar dividend	175 mln	131 mln	88 mln	88 mln
Alternatieven	0 mln	0 mln	0 mln	0 mln
Verlies dividendbelasting door vertrek	44 mln	88 mln	88 mln	457 mln
Additionele dividendbelasting bij aandeleninkoop	290 mln	96 mln	0 mln	0 mln
Totaal effect	421 mln	139 mln	0 mln	-369 mln

Bron: SEO economisch onderzoek

Onderstaande tabel geeft de uitkomsten per scenario weer voor de verschillende componenten en het totaaleffect, uitgaande van de situatie in 2022 toen relatief veel werd ingekocht.⁸ In het best-case scenario volgen opbrengsten van 722 miljoen euro. In het median I scenario volgen opbrengsten van 241 miljoen euro. In het median II scenario zijn er geen opbrengsten, maar ook geen verliezen. In het worst-case scenario resulteert een verlies van 307 miljoen euro. Dit verlies wordt gedreven door misgelopen dividendbelasting.

Tabel 4.3 Opbrengsten op basis 2022 (inkoop van 25 mld)

	Best case	Median case I	Median case II	Worst case
Additionele dividendbelasting door verschuiving naar dividend	300 mln	225 mln	150 mln	150 mln
Alternatieven	0 mln	0 mln	0 mln	0 mln
Verlies dividendbelasting door vertrek	75 mln	150 mln	150 mln	457 mln
Additionele dividendbelasting bij aandeleninkoop	497 mln	166 mln	0 mln	0 mln
Totaal effect	722 mln	241 mln	0 mln	-307 mln

Bron: SEO economisch onderzoek

⁸ De berekening is als volgt uitgevoerd: per bedrijf in de dataset bepalen we voor elk jaar de aandeleninkoop, de dividenduitkering en de grondslag. Vervolgens vermenigvuldigen we deze met de percentages die bij de scenario's horen en bepalen we het gemiddelde effect over de periode 2018-2022.

5 Beeld uit de interviews

Er hebben in totaal tien interviews plaatsgevonden met de volgende ondernemingen: NXP, Randstad, NN, Akzo Nobel, KPN, Prosus, ASMI, Wolters Kluwer, ING en Aegon. Het beeld dat uit deze interviews naar voren komt is unaniem op het punt dat de afschaffing van de faciliteit volgens de gesprekspartners een verslechtering is van het investeringsklimaat in Nederland betekent. Hierbij komen de volgende punten aan bod:

- Afschaffen van de inkoopfaciliteit ontnemt ondernemingen een instrument om flexibel winst uit te keren, bovenop een dividenduitkering. Omdat een stabiel dividend een grote waarde heeft in de ogen van investeerders en een belangrijk onderdeel vormt van de kapitaalstrategie van veel ondernemingen, is er een tweede instrument nodig om daarboven op flexibel winsten uit te kunnen keren. De inkoop van aandelen is hiervoor erg geschikt, omdat het met weinig administratieve lasten gepaard gaat. Vanuit het perspectief van buitenlandse aandeelhouders die betaalde dividendbelasting niet kunnen verrekenen, is het inkopen van aandelen een aantrekkelijk instrument.
- Bedrijven geven aan dat ze actief opzoek gaan naar alternatieve mogelijkheden om dividend uit te keren via het inkopen van aandelen, waarbij ze geen 17.65% belasting hoeven te betalen. Dit zal wel additionele administratieve lasten met zich meebrengen ten opzichte van de inkoop van eigen aandelen. Dit kan leiden tot een ongelijk speelveld tussen verschillende soorten bedrijven, want niet alle bedrijven hebben een groep aandeelhouders die van dergelijke alternatieve instrumenten gebruik kan maken. Daarnaast kan het voor kleinere bedrijven lastiger zijn omdat de omvang van de markt waarop ze bijvoorbeeld een secondary trading line zouden kunnen realiseren, kleiner is en daarmee minder liquide.
- In andere landen die voor Nederland als peer group worden gezien (bijvoorbeeld Duitsland, België of de Verenigde Staten), worden ofwel inkoop van eigen aandelen niet belast, ofwel dividenden niet belast, ofwel is er een vorm van vrijstelling voor inkoop van eigen aandelen. De dividendbelasting die door het beursgenoteerde bedrijf bij de huidige vorm van inkoop van eigen aandelen zelf moet worden ingehouden, kan niet worden teruggevorderd en zijn daarmee additionele kosten voor het bedrijf. De nieuwe situatie zorgt ervoor dat de kosten van inkoop van aandelen toenemen. Afschaffing van de inkoopfaciliteit zorgt daarmee voor een unlevel playing field voor Nederlandse ondernemingen ten opzichte van hun buitenlandse concurrenten. Beleggers waarderen het positief dat bedrijven dit instrument gebruiken. Voor bedrijven die grote winsten maken die ze niet kunnen investeren, kunnen deze kosten hoog oplopen. Zo kan de additionele belastingdruk vergelijkbaar of groter zijn dan de betaalde vpb. Nederlandse aandelen worden dan ook minder aantrekkelijk om in te investeren (vanwege de effectief hogere belastingdruk en het ontbreken van een flexibel instrument om winsten uit te keren). Dit kan leiden tot een afslag op de aandelenkoers van Nederlandse bedrijven.
- Niet alle bedrijven zullen stoppen met het inkopen van eigen aandelen. Sommige bedrijven geven aan dat het een centraal onderdeel is van hun kapitaalallocatiestrategie. Daarnaast zijn er bedrijven die aangeven dat ze op zoek gaan en zijn naar alternatieve manieren om aandelen in te kopen waarbij de belasting niet betaald hoeft te worden. Ook zijn er bedrijven die aangeven dat ze meer dividend gaan uitkeren, waarbij wel wordt aangetekend dat er dan een goed onderscheid gemaakt moet worden in de communicatie en vormgeving richting investeerders tussen een stabiel basisdividend en een additioneel dividend, dat de vorm van een cashdividend maar ook van een stockdividend kan krijgen. Tot slot geeft een enkel bedrijf aan dat ze mogelijk meer gaan investeringen met de winst die ze niet kunnen uitkeren.
- Alle bedrijven geven aan dat het beleid past in een breder beeld van een verslechterend investeringsklimaat, waarbij onder meer de innovatiebox, de 30%-regeling en de grondslag en hoogte van het VPB tarief ter sprake komen. Hierbij benadrukken de gesprekspartners dat er niet alleen inhoudelijke zorgen zijn over de maatregelen, maar ook vooral de wijze waarop beleidswijzigingen worden doorgevoerd. Er verandert veel

tegelijk en het proces van verandering is onvoorspelbaar en lijkt ook ondoordacht en ad hoc, waarbij er geen langetermijnvisie is op het vestigingsklimaat. De meeste bedrijven geven aan dat een enkele maatregel geen reden is om uit Nederland te vertrekken, maar dat zaken nu wel cumuleren. Een enkel bedrijf geeft heel concreet aan te zullen vertrekken als gevolg van de afschaffing van de inkoopfaciliteit.

Bijlage A Aandeleninkoop en dividenduitkering

Tabel A.1 aandeleninkoop per bedrijf

Onderneming	2018	2019	2020	2021	2022	Totaal
ABN AMRO	-	-	-	-	500	500
Adyen	0	0	-	-	-	0
Ahold	2.000	2.000	-	1.000	1.000	6.000
ASM	349	96	67	136	-	649
ASML	1.146	410	-	8.560	5.847	15.964
ASR	-	13	75	75	75	238
BAM	15	17	-	-	14	46
Besi	36	45	18	50	147	295
ING	-	-	-	1.604	1.727	3.331
KPN	-	-	-	200	300	500
NN	237	712	627	550	1.393	3.519
NXP	4.234	1.251	525	3.382	1.330	10.721
Phillips	1.156	1.429	311	1.647	176	4.718
Randstad	12	15	10	44	33	115
TKH Group	-	-	18	7	-	26
Vopak	-	-	100	-	-	100
WoltersKluwer	550	350	350	410	1.000	2.660
Aalberts	-	-	-	-	-	-
Akzo	-	2.512	528	1.108	639	4.787
Alfen	-	-	-	-	-	-
AMG	-	95	-	-	-	95
Arcadis	10	14	8	78	-	110
Basic-Fit	1	1	2	-	-	3
Corbion	-	-	-	-	-	-
CTP	-	-	-	-	-	-
Eurocommercial	-	200	-	-	-	200
Exor	62	207	29	-	255	553
Fugro	-	-	-	-	-	-
Heineken	-	-	-	-	-	-

IMCD	-	-	-	-	-	-
JDE Peets	-	-	-	-	500	500
Just Eats	-	-	-	-	-	-
Lanschot	10	8	3	9	14	45
OCI	-	-	-	-	-	-
Prosus	-	-	1.239	4.223	9.497	14.959
SBM Offshore	-	175	150	150	-	475
Signify	291	6	38	83	48	466
UMG	-	-	-	-	-	-
AEGON	248	316	59	229	542	1.395
Totaal	10.109	9.554	4.098	23.318	24.495	72.969

Bron: SEO economisch onderzoek

Tabel A.2 dividenduitkering per bedrijf

Onderneming	2018	2019	2020	2021	2022	Totaal
ABN AMRO	1.363	1.203	-	573	888	4.027
Adyen	-	-	-	-	-	-
Ahold	757	2.140	-	856	979	4.732
ASM	252	99	99	97	-	547
ASML	597	1.326	-	1.066	3.928	6.917
ASR	245	267	282	329	385	1.508
BAM	11	19	-	-	-	31
Besi	174	122	73	129	269	769
ING	2.646	935	468	3.422	2.044	9.515
KPN	596	512	532	564	588	2.792
NN	637	250	1.161	763	798	3.609
NXP	63	314	368	512	840	2.097
Phillips	401	453	1	482	412	1.749
Randstad	518	632	12	604	922	2.688
TKH Group	50	59	63	41	62	275
Vopak	134	141	146	151	157	728
WoltersKluwer	275	279	334	372	424	1.684
Aalberts	72	83	89	66	183	492

Akzo	636	1.446	366	364	379	3.191
Alfen	-	-	-	-	-	-
AMG	12	17	10	8	20	66
Arcadis	14	19	3	31	116	184
Basic-Fit	-	-	-	-	-	-
Corbion	33	33	33	33	33	165
CTP	-	-	-	6	124	129
Eurocommercial	75	93	94	25	78	365
Exor	281	2.615	100	455	601	4.052
Fugro	-	-	-	-	-	-
Heineken	1.090	1.223	811	796	1.099	5.019
IMCD	33	42	47	58	92	272
JDE Peets	-	-	11	176	345	532
Just Eats	-	-	-	-	-	-
Lanschot	60	60	29	82	74	305
OCI	-	-	-	-	1.059	1.059
Prosus	754	-	214	238	191	1.397
SBM Offshore	103	108	150	166	177	704
Signify	171	164	17	354	188	894
UMG	981	1.002	283	785	798	3.849
AEGON	570	611	370	348	407	2.306
Totaal	13.035	15.656	5.795	13.604	18.254	68.650

Bron: SEO economisch onderzoek