

Kapitale Beleidskeuzes

Goede toegang tot kapitaal is van belang voor de brede welvaart in Nederland



DR2 CONSULTANTS COPENHAGEN

your key to public policy



Dit rapport is geschreven in opdracht van Stichting Capital Amsterdam.

Stichting Capital Amsterdam is een onafhankelijke stichting met als ideëel kerndoel om het belang van de openbare kapitaalmarkt in Nederland uit te dragen en te bevorderen. SCA doet dit onder meer door middel van onderzoek, publiciteit, educatie, het verlenen van financiële steun en het beheren en levend houden van het rijke beuserfgoed van Nederland.

Voor meer informatie
www.capitalamsterdam.com
info@capitalamsterdam.com

VOORWOORD

Vaak wordt gezegd dat het mkb de motor is van onze economie. En het is ook zonder twijfel zo dat het mkb van groot belang is voor Nederland. Maar, als het mkb het motorblok vormt, dan zouden we de grote internationale bedrijven moeten zien als de turbo. Deze bedrijven zorgen namelijk dat er meer zuurstof beschikbaar is voor de verbranding in de cilinders. Hierdoor draait de motor beter en levert hij veel meer vermogen.

Stichting Capital Amsterdam houdt zich bezig met het uitdragen van het belang dat bedrijven goede toegang hebben tot kapitaal. Dit doen we aan de hand van onderzoek, publiciteit, educatie, het verlenen van financiële steun en het beheren en levend houden van het rijke beurseerfgoed van ons land. Dat lijkt dan vaak vooral over grotere bedrijven te gaan. Maar, wij zetten ons hiervoor in omdat de hele samenleving hiervan profiteert. De samenwerking tussen grote en kleine bedrijven leidt namelijk tot grote synergie.

De Amsterdamse beurs is nu met recht een gateway naar de mondiale kapitaalmarkt. Bijvoorbeeld bijna 70% van institutionele beleggers in AEX-bedrijven komt van buiten de EU. Deze instroom van buitenlands geld is ten eerste goed nieuws voor alle grote en kleine ondernemingen in Nederland die hier op velerlei manieren van kunnen profiteren.

Ten tweede is deze internationale oriëntatie van de AEX een belangrijk voordeel van Nederland als vestigingslocatie voor grote bedrijven. Voor deze bedrijven is het van groot belang dat ze voldoende kapitaal kunnen aantrekken om te kunnen investeren en te groeien. Omdat deze bedrijven zich vaak uitstrekken over meerdere continenten en hun investeerders overal ter wereld zitten, is het belangrijk dat kapitaal vanuit

de hele wereld zijn weg naar Nederland kan blijven vinden.

De reden voor dit rapport is omdat we ons hier - mede op grond van recent in opdracht van Stichting Capital Amsterdam uitgevoerde onderzoeken naar het effect van de Brexit op de Nederlandse kapitaalmarkt - zorgen over maken. We zien bijvoorbeeld aan de ene kant dat de Brexit het voor Britse aandeelhouders moeilijker zal maken om te investeren in Europese bedrijven. Aan de andere kant komt in fiscale beleidsdiscussies de vraag wat de impact zou kunnen zijn op de toegang tot wereldwijd kapitaal niet of nauwelijks aan bod. Dit terwijl allerlei recente fiscale wetsvoorstellen in Nederland wel invloed zouden kunnen hebben op de toekomstige waardeontwikkeling van bedrijven in Nederland.

Met dit rapport wil Stichting Capital Amsterdam een aantal overwegingen meegeven die naar ons idee belangrijk zijn bij de besluitvorming over nieuwe wet- en regelgeving. Deze overwegingen zijn niet gebaseerd op angst voor verandering, maar op de overtuiging dat we met de beleidskeuzes die vandaag moeten worden gemaakt, grote invloed hebben op wat voor samenleving we op langere termijn in Nederland zullen hebben. Gezien ook de grote maatschappelijke uitdagingen, zoals klimaatverandering, die op korte termijn enorme investeringen van ondernemingen vragen, moeten nu slimme keuzes gemaakt worden. Keuzes die ons de beste kansen bieden op langdurige en duurzame groei van de welvaart en het welzijn in ons land.

Joost van der Does de Willebois
Stichting Capital Amsterdam
Voorzitter



INHOUDSOPGAVE

Een rijk en gelukkig land	5
Internationale ondernemingen dragen bij aan welvaart en geluk	5
Nederland scoort goed als vestigingsplaats voor grote ondernemingen	6
In Nederland genoteerde bedrijven hebben veel buitenlandse beleggers	7
De impact van Brexit is groot	8
Grote veranderingen in de internationale winstbelasting	9
Koerscorrecties in het Nederlandse fiscale beleid	10
Gevolgen voor toegang tot internationaal kapitaal blijven onderbelicht	11
Conclusies en aanbevelingen	11

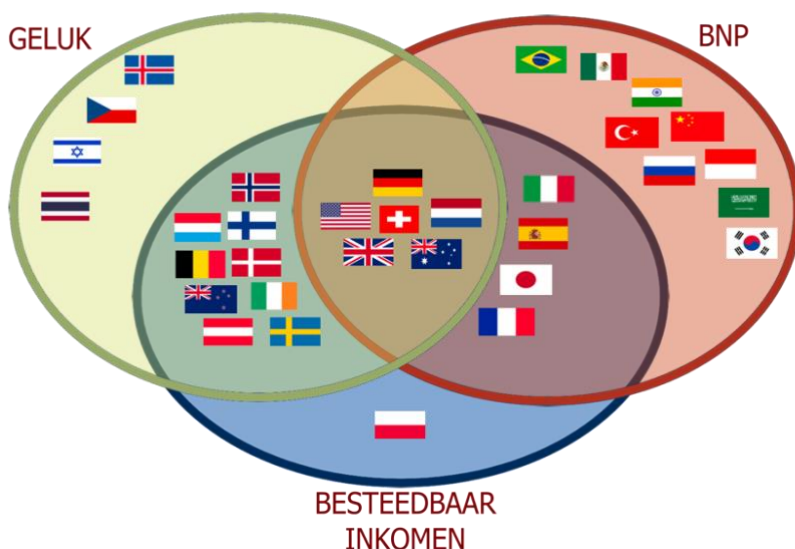


Een rijk en gelukkig land

Nederland is een rijk en gelukkig land. Met een Bruto Nationaal Product van zo'n 800 miljard euro (2020) mag Nederland zich bijvoorbeeld met recht een grote economie noemen, ook al is het een relatief klein land.ⁱ De grootte van de economie vertaalt zich ook in grotere welvaart op microniveau. Kijk bijvoorbeeld naar het besteedbaar inkomen per gezin. Volgens de OESO zijn er slechts 9 landen ter wereld waar een gezin gemiddeld een hoger besteedbaar inkomen heeft dan in Nederland.ⁱⁱ

Het BNP en besteedbaar inkomen zijn in beginsel geen maatstaven voor het welzijn en welbevinden van mensen, en zijn daar ook niet voor bedoeld. Er zijn echter wel aanwijzingen dat hoe gelukkig een bevolking is en economische voorspoed verband met elkaar houden. In ieder geval is het zo dat ook op de ranglijsten met betrekking tot geluk en welzijn Nederland zeer hoog scoort.ⁱⁱⁱ

Dat Nederland een bijzonder land is, blijkt ook wanneer een gecombineerde vergelijking wordt gemaakt van de 20 grootste economieën ter wereld, de 20 landen met de gezinnen met het hoogst besteedbare inkomen en de 20 meest gelukkige landen ter wereld. Dan is namelijk te zien dat, naast Nederland, slechts een handjevol landen hoog op alle drie deze lijstjes scoort.



Internationale ondernemingen dragen bij aan welvaart en geluk

Een opvallend kenmerk van de landen die hoog scoren op deze drie indicatoren is dat met name in deze landen ook relatief veel internationale ondernemingen zijn gevestigd. Dat zou kunnen duiden op een correlatie tussen welvaart, welzijn en internationale ondernemingen.

Volgens Nobelprijswinnaar Paul Samuelson en collega-econoom Béla Balassa is er in ieder geval een verband tussen welvaart en de aanwezigheid van deze ondernemingen. Zij hebben aangetoond dat het niveau van prijzen en lonen in een land afhankelijk is van de aanwezigheid van bedrijven die zich richten op export, of bedrijven die in buitenlandse handen zijn (zgn exposed sectoren).

Dit komt omdat in veel exposed sectoren het prijsniveau van de in die bedrijven geproduceerde goederen of diensten op de wereldmarkt wordt bepaald. Om concurrerend te kunnen zijn op wereldniveau, zijn deze bedrijven vooral aangewezen op het verhogen van de productiviteit.^{iv} Dit gebeurt onder meer door het aantrekken van binnenlands en buitenlands talent, een grotere focus op R&D en het benutten van schaalvoordelen.

De meest succesvolle bedrijven in deze exposed sectoren, zijn die bedrijven die in staat blijken om een hoge mate van (arbeids)productiviteit te bereiken. Uit onderzoek blijkt ook dat deze exposed sectoren gemiddeld een hogere productiviteit hebben dan nationale ondernemingen.^v Deze hoge productiviteit straalt vervolgens af op de hele economie van een land, onder andere omdat de exposed sectoren van hun toeleveranciers verlangen dat zij ook hun productiviteit verhogen en vanwege positieve spin-off effecten van onder meer R&D inspanningen.

Onderzoek laat daarnaast zien dat ook de

productiviteit van de nationale sectoren hoger ligt in landen met veel exposed sectoren, ook als deze bedrijven niet direct als toeleverancier optreden voor deze exposed sectoren.^{vi}

Er zijn daarom aanwijzingen dat internationale ondernemingen de rest van de economie op sleeptouw kunnen nemen, en dat dit leidt tot een relatief grotere economie. En als afgeleide daarvan, een grotere mate van welvaart.

De mate van geluk hangt af van veel factoren, zoals gezondheid, levensverwachting, opleidingsniveau, culturele diversiteit, levensstandaard, biodiversiteit, corruptie, politieke stabiliteit.^{vii} Ook zijn mensen die in kleinere landen wonen over het algemeen gelukkiger dan de inwoners van grotere landen. Verder blijkt het gezinsinkomen een belangrijke factor voor het algemeen welbevinden van mensen.

Daarbij komt dat het gezinsinkomen vaak van bepalende invloed is op een aantal van de hierboven genoemde criteria, zoals de gezondheid of het opleidingsniveau. Ook kan gezegd worden dat de aanwezigheid van internationale bedrijven ervoor zorgt dat er meer culturele diversiteit in een land komt, zowel in de zin dat er mensen wonen met verschillende achtergronden als dat er een breder cultureel aanbod is. Anderzijds zou de aanwezigheid van internationale ondernemingen een negatief effect kunnen hebben op zaken als het milieu en biodiversiteit.

Het is dan ook lastig om definitieve conclusies te trekken of de aanwezigheid van internationale ondernemingen positief bijdraagt aan het geluk. Echter, gezien de brede impact van het gezinsinkomen zou een per saldo positief effect kunnen worden verwacht. Dat lijkt ook overeen te komen met het beeld dat uit de gecombineerde vergelijking hiervóór volgt.

Nederland scoort goed als vestigingsplaats voor grote ondernemingen

Grote internationale ondernemingen maken een belangrijk deel uit van de Nederlandse economie. Ongeveer 30% van de werkgelegenheid en toegevoegde waarde in Nederland is toe te rekenen aan deze ondernemingen. De directe werkgelegenheid, de directe investeringen in R&D en de directe bijdrage van aan de economie via bijvoorbeeld de export zijn dan ook zeer relevant.^{viii}

Bovendien zijn er, in vergelijking met andere landen, relatief veel internationale of regionale hoofdkantoren van grote ondernemingen in Nederland gevestigd. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat als de aanwezigheid van een hoofdkantoor alleen betekent dat hier de statutaire zetel is gevestigd, dit geen aantoonbare meerwaarde oplevert voor de Nederlandse economie. Om impact te hebben op de economie, moet het gaan om internationale ondernemingen die in Nederland reële activiteiten ontplooiën en reële investeringen doen.

Als grote internationale bedrijven beslissen over waar ze nieuwe investeringen doen, komt Nederland op velerlei gebieden voordelig uit de vergelijking met andere landen. Uit diverse onderzoeken blijkt dat dit deels zit in factoren die niet door beleid te beïnvloeden zijn, maar ook zeker door factoren die het gevolg zijn van gericht overheidsbeleid.

De meest markante voordelen van Nederland die veelvuldig naar voren komen, zijn:^{ix}

- De geografische ligging die Nederland maakt tot een natuurlijke hub voor Europa;
- De hoogwaardige mainports en infrastructuur;
- De mate van digitalisering, de goede telecommunicatie-infrastructuur en



bijna 100% dekking van breedband internet;

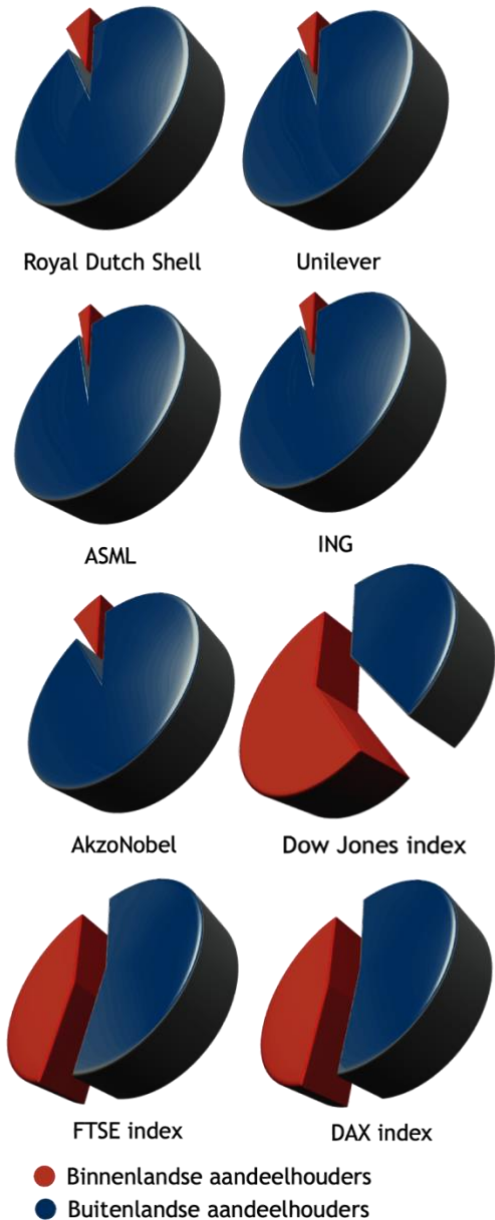
- Een internationale oriëntering van de bevolking in het algemeen en een open cultuur van zakendoen;
- Een hoogopgeleide beroepsbevolking en de kwaliteit van het onderwijs;
- Een sterke internationale traditie op financieel gebied
- Een aantal hoogwaardige clusters van bedrijvigheid, waaronder chemie, high tech, life sciences, water, creatieve industrie en financiële en zakelijke dienstverlening;
- Een aantrekkelijk leefklimaat en stabiele sociale omgeving.
- Politieke stabiliteit en een bestuurscultuur die is gebaseerd op het vinden van consensus en draagvlak.
- Fiscaal beleid dat internationale ondernemingen op gelijke voet laat opereren met nationale ondernemingen en een internationaal belastingverdragennetwerk dat handelsbarrières in internationale waardeketens voorkomt.

In Nederland genoteerde bedrijven hebben veel buitenlandse beleggers

Een grote economie met grote internationaal opererende ondernemingen vraagt ook een goede toegang tot de internationale kapitaalmarkten. Met name voor Nederland is dit van belang, omdat de nationale kapitaalmarkt relatief klein is.

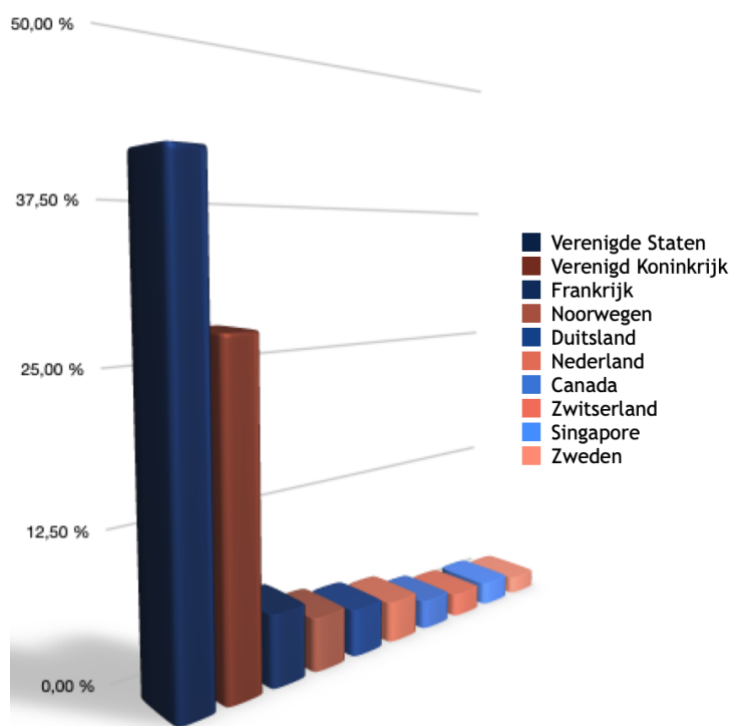
Ondernemingen die in Nederland zijn genoteerd zijn namelijk veel meer afhankelijk van buitenslands kapitaal dan ondernemingen die aan andere beurzen zijn genoteerd. Dit komt omdat de totale kapitaalsbehoefte van deze grote internationale ondernemingen groter is dan het kapitaal dat de Nederlandse investeerders bieden. Deze ondernemingen

moeten daarom goede toegang hebben tot buitenlandse beleggers. Dit laat zich goed illustreren aan de hand van de volgende afbeelding.^x



Dit beeld benadrukt ten eerste dat het vervolmaken van de Europese kapitaalmarktunie prioriteit moet blijven

hebben. Europese beleggers moeten de weg naar de Nederlandse ondernemingen kunnen vinden. Echter, alleen inzetten op de Europese kapitaalmarktunie is niet voldoende. Op dit moment komt namelijk ruim 70% van al het via de AEX geïnvesteerde kapitaal van buiten de EU. Daarbij komt dat de buitenlandse beleggers met name komen uit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Nu Brexit een feit is, is het voor grote internationale ondernemingen daarom van groot belang dat beleggers uit het VK in de in Nederland genoteerde ondernemingen kunnen (blijven) investeren.



AEX aandeelhouders

De impact van Brexit is groot

In het in opdracht van Stichting Capital Amsterdam uitgebrachte onderzoeksrapport uit 2019^{xi} is de verwachting uitgesproken dat

Brexit meer positieve dan negatieve effecten zou kunnen hebben op de Nederlandse economie. Positieve effecten zouden zijn dat bedrijven vanuit het Verenigd Koninkrijk naar Nederland zouden komen. Nederland is vooral aantrekkelijk voor bijvoorbeeld fintechs, market makers en handelsplatforms en betalingsdienstverleners. Negatieve effecten zouden erin liggen dat Nederland een belangrijke politieke bondgenoot kwijtraakt met betrekking tot de Europese besluitvorming, met name met betrekking tot de regulering van de financiële sector en de kapitaalmarkt.

Het vervolgrapport uit 2021^{xii} is minder optimistisch. In dit rapport wordt gesteld dat de belangen van het VK en de EU met betrekking tot de financiële sector niet (altijd) in elkaars verlengde liggen en dat dit negatieve gevolgen kan hebben voor de toekomstige relatie. De belangrijkste belangen voor de EU zijn het beschermen van de integriteit van de interne markt, het beschermen van financiële stabiliteit (in de Eurozone) en het verbreden van het gebied waar de Europese regelgeving geldt. In het Verenigd Koninkrijk is men echter vooral gebaat bij het ontwikkelen van een post-Brexit economisch verdienmodel, een post-Brexit geopolitiek model en het verzachten van de impact van Brexit.

De toekomstige relatie tussen de EU en het VK zal daarom volgens het rapport nog voor lange tijd overschaduwd kunnen worden door de gevolgen van Brexit, omdat geen van beide partijen op korte termijn bereid zal zijn tot politieke concessies met betrekking tot het soepel functioneren van de kapitaalmarkt.

De EU heeft het meest te winnen bij een steeds vlakker speelveld in de EU. Eén van de belangrijkste redenen hiervoor is dat dit zorgt voor meer stabiele en zekere financiële markten. Het 2021 rapport adviseert daarom dat het vervolmaken van de bankenunie en de kapitaalmarktunie bovenaan de agenda moeten blijven staan. Hierbij zou de EU

moeten streven naar het vastleggen van EU recht in verordeningen in plaats van in richtlijnen om een zo gelijk mogelijke implementatie van de regels door de hele EU te krijgen.

Dit kan echter mede tot gevolg hebben dat de EU minder snel geneigd zal zijn om de Britse financiële regelgeving - voor zover die zou afwijken van de Europese regels - te blijven erkennen. Ook is het onwaarschijnlijk dat tijdelijke maatregelen die bepaalde ondernemingen uitzonderen van de Europese regels met als doel dat er direct na Brexit geen problemen ontstaan, langere tijd zouden kunnen blijven gelden.

Nederland heeft op zijn beurt het meest te winnen door zo dicht mogelijk aan te sluiten bij deze EU-regelgeving en het promoten van verdere Europese integratie van de financiële regelgeving. Een voorbeeld waar Nederland afwijkt van de Europese regels is dat in Nederland niet meer dan 20% van het vaste salaris als bonus mag worden gegeven, terwijl de Europese regels voorschrijven dat dit niet meer dan 100% mag zijn. Geconstateerd kan worden dat van de financiële ondernemingen die vanwege Brexit de overstap hebben gemaakt naar het Europese vasteland, vooral diegenen die niet onder het bonusplafond vallen voor Nederland hebben gekozen.^{xiii}

De gevolgen van deze verschillen in de belangen van de EU en het VK vertalen zich in een aantal nadelen. De belangrijkste daarvan zijn dat de divergentie tussen de financiële regelgeving van de EU en het VK zal leiden tot hogere kosten voor kapitaal en hogere compliance kosten. Daarbij komt dat de Britse kapitaalmarkt minder makkelijk bereikbaar zal zijn voor Europese bedrijven. Dit laatste punt is met name van belang voor grote internationale bedrijven die in Nederland aan de beurs zijn genoteerd, aangezien deze bedrijven voor een belangrijk deel afhankelijk zijn van buitenlandse kapitaal van met name Britse aandeelhouders.

Grote veranderingen in de internationale winstbelasting

Het internationale systeem van de winstbelasting is al jaren onderwerp van politieke discussie. Hierbij gaat het er met name om of internationale ondernemingen een eerlijke bijdrage leveren aan de belastinginkomsten. Internationale ondernemingen zijn namelijk veelal in staat om de belastingdruk op hun wereldwijde winst te verminderen door gebruik te maken van de complexiteit van het internationale systeem van de winstbelasting en/of van de verschillen die bestaan tussen nationale belastingregimes.

Onder meer de OESO heeft in 2015 laten zien dat internationale ondernemingen deze verschillen op significante schaal actief (hebben) proberen uit te nutten door middel van fiscale structuren die (vooral) zijn gericht op het behalen van een belastingvoordeel.

Fiscale structuren worden bijvoorbeeld gebruikt om winsten van hoogbelaste landen te verschuiven naar laagbelaste landen. Of om uitgaven in het ene land als kosten aftrekbaar te laten zijn, terwijl de corresponderende inkomsten in het andere land onbelast blijven.

Sinds 2013 werkt de OESO/G20 aan allerlei maatregelen om belastingontwijking door grote internationale bedrijven te voorkomen en te bestrijden. Dit gebeurt in het zgn BEPS-project^{xiv}. Veel van de maatregelen die door de OESO zijn ontwikkeld, zijn inmiddels in heel veel landen over de hele wereld geïmplementeerd. Zo ook in Nederland.

Het meest recente nieuws over het BEPS-project is dat in juli een breed gedragen akkoord is bereikt om maatregelen te nemen om de belastingheffing op winst beter aan te laten sluiten op de digitaliserende economie en om een wereldwijd geldend minimumtarief in te voeren.^{xv}

Koerscorrecties in het Nederlandse fiscale beleid

Deze internationale ontwikkelingen hebben ook impact gehad op het onderliggende fiscale beleid in Nederland. Belangrijke speerpunten van het fiscale beleid van Nederland waren lange tijd dat buitenlandse dochtervennootschappen van Nederlandse moedermaatschappijen op gelijke voet moeten kunnen opereren met de nationale ondernemingen in dat andere land en dat Nederland een breed internationaal belastingverdragenetwerk heeft dat handelsbarrières in internationale waardeketens wegneemt.^{xvi} Concreet betekende dit onder meer dat dividenden, rente en royalties belastingvrij van en naar Nederland konden stromen. Dit maakte Nederland fiscaal tot een aantrekkelijke vestigingsplaats voor veel internationale en regionale hoofdkantoren.

Dit fiscale beleid kent echter ook een duidelijke schaduwzijde. Een belangrijk bijproduct is namelijk dat Nederland één van de landen is die veelvuldig wordt gebruikt in wereldwijde fiscale structuren die (uitsluitend) zijn bedoeld om belasting te ontwijken. Dit heeft er onder meer toe geleid dat Nederland vaak wordt aangeduid als een belastingparadijs. Ook is dit negatieve imago van Nederland zeer bepalend in de terecht gevoerde internationale en nationale maatschappelijk discussie over belastingontwijking en de rol van Nederland daarin.

De Nederlandse overheid heeft daarom haar fiscale beleid inmiddels aangepast. Zij zet nu expliciet in op een tweesporenbeleid. Enerzijds is dat beleid sterk gericht op het voorkomen dat Nederland als een fiscale draaischijf wordt gebruikt in internationale fiscale structuren. Anderzijds is het erop gericht dat Nederland aantrekkelijk is voor alléén die investeringen die een wezenlijke bijdrage leveren aan de Nederlandse economie en werkgelegenheid.^{xvii}

In de praktijk is te zien dat de laatste jaren met name de maatregelen zijn doorgevoerd die moeten voorkomen dat Nederland als fiscale doorvoerhaven wordt gebruikt.^{xviii} De corresponderende maatregelen die Nederland aantrekkelijker zouden moeten maken voor reële investeringen zijn echter veelal achterwege gebleven. Bijvoorbeeld zijn de geplande stapsgewijze verlagingen van het tarief van de vennootschapsbelasting teruggedraaid.^{xix}

Naar aanleiding van berichtgeving dat onder meer ondernemingen als Shell en Philips niet of nauwelijks winstbelasting betalen in Nederland,^{xx} is aanvullend op het kabinetsbeleid een initiatiefwetsvoorstel ingediend dat ziet op het beperken van de aftrekbaarheid van liquidatieverliezen. Dit voorstel is inmiddels tot wet verheven.^{xxi}

Naar aanleiding van de berichtgeving dat Unilever zijn zetel zou gaan verplaatsen naar het VK is nog een ander initiatiefwetsvoorstel ingediend. Dit beoogt een conditionele eindheffing in de dividendbelasting in te voeren over nog niet uitgekeerde winsten. Dit wetsvoorstel wordt nog verder behandeld in het Nederlandse parlement.^{xxii}

Beide voorstellen zijn met name vanuit de fiscale advieswereld en ondernemingsorganisaties bekritiseerd. Deze kritiek richt zich onder meer op dat de voorstellen afwijken van wat in andere landen gebruikelijk zou zijn en/of dat ze (op onderdelen) niet in overeenstemming zouden zijn met het Europese recht.

In de kern ziet veel van deze kritiek erop dat men van mening is dat een internationale aanpak van belastingontwijking verstandiger en effectiever is dan het nationaal nemen van unilaterale maatregelen. Hier ligt veelal aan ten grondslag dat wordt gevreesd dat een unilaterale aanpak Nederland ten opzichte van andere landen minder aantrekkelijk maakt voor internationale ondernemingen.

De oproep om unilaterale maatregelen achterwege te laten en alleen maatregelen te nemen die op brede internationale consensus kunnen rekenen, wordt echter door veel andere partijen opgevat als dat men eigenlijk liever alles bij het oude wil laten. Het bereiken van internationale consensus is namelijk een traag en ingewikkeld proces, en er is geen garantie op succes.

Er is daarom veel politieke druk om toch (aanvullende) maatregelen te nemen. Bijvoorbeeld het Europees Parlement heeft zich meermaals uitgesproken dat het geduld om te wachten op een internationaal compromis begint op te raken en dat men verwacht dat de Europese Commissie nu zelf het initiatief neemt.^{xxiii}

Gevolgen voor toegang tot internationaal kapitaal blijven onderbelicht

In de lijstjes over de aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsplaats voor internationale ondernemingen wordt niet vaak verwezen naar de mogelijkheden van deze ondernemingen om internationaal kapitaal aan te trekken. Ook in de discussie over eventuele (unilaterale) fiscale maatregelen ter verdere bestrijding van belastingontwijking komt dit onderwerp nauwelijks ter sprake. Dit is opmerkelijk. Bijvoorbeeld een maatregel die een fiscaal prijskaartje hangt aan het verplaatsen van het hoofdkantoor van een internationale onderneming, zou best een effect kunnen hebben op de waarde(ontwikkeling) van internationale ondernemingen die in Nederland zijn gevestigd.

Door de jaren heen zijn er bijvoorbeeld ook vaak zorgen geuit in hoeverre dat de mogelijkheid tot beschermingsconstructies in het Nederlandse ondernemingsrecht zouden kunnen leiden tot een 'Dutch Discount'.^{xxiv} Overigens is ook betoogd dat deze

beschermingsconstructies juist tot een waarde stijging zou kunnen leiden. Een belangrijk argument daarbij was dat deze constructies leiden tot efficiënter management. Ze bieden het zittende bestuur namelijk enerzijds de mogelijkheid zich op de langere termijn te richten en anderzijds geeft het hen bij overnames een sterkere onderhandelingspositie.

De Nederlandse overheid heeft hierover in 2006 het volgende gezegd: *“Los van de vraag of dit objectief meetbaar is, bestond de Dutch Discount in ieder geval in de perceptie van beleggers. Dit was voor sommige buitenlandse investeerders een drempel om in Nederlandse bedrijven te beleggen”*.^{xxv} Hieruit zou dus kunnen worden afgeleid dat het vooral om de perceptie van de beleggers gaat. Als de perceptie zou ontstaan dat Nederlandse fiscale maatregelen een waardedrukkend effect zouden kunnen hebben ten opzichte van bedrijven in het buitenland, dan zou dat voldoende kunnen zijn voor sommige nationale en internationale beleggers om hen te weerhouden te beleggen in bedrijven die zijn genoteerd aan de Nederlandse beurs.

Conclusies en aanbevelingen

Voor een duurzaam bloeiende Nederlandse economie is van belang dat er een rijke schakering aan bedrijven in Nederland actief is. Er lijkt namelijk een verband te bestaan tussen een hoog niveau van welvaart en geluk, en het blijvend aan Nederland binden van bedrijvigheid en investeringen van internationale én nationale ondernemingen. Hierbij moet het wel gaan om investeringen die wezenlijk bijdragen aan de economie en werkgelegenheid, niet om de aanwezigheid op papier.

De aantrekkelijkheid van Nederland als investeringslocatie voor met name internationale ondernemingen is afhankelijk van veel verschillende factoren. Opvallend is dat in de lijstjes met deze factoren meestal

weinig wordt gezegd over de toegang tot kapitaal. Gezien de beperkte omvang van de Nederlandse kapitaalmarkt is dat echter een factor die wel van belang is voor internationale ondernemingen die overwegen in Nederland te investeren.

Onder meer Brexit en de ontwikkelingen in de internationale winstbelasting hebben mogelijk impact op de toegang tot de wereldwijde kapitaalmarkt van in Nederland gevestigde ondernemingen. Tot nu wordt hier echter in de beleidsdiscussie nog weinig expliciete aandacht aan geschonken.

Met het oog op de aantrekkelijkheid van Nederland voor internationale ondernemingen, en als afgeleide daarvan de brede welvaarts groei in Nederland op de langere termijn zouden de volgende overwegingen een rol moeten spelen bij de besluitvorming van nieuwe wet- en regelgeving in Nederland.

1. De vervolmaking van de kapitaalmarktunie moet barrières voor beleggers binnen de EU zo veel als mogelijk wegnemen. Nederland heeft veel te winnen bij deze EU-regelgeving en het promoten van verdere Europese integratie van de financiële regelgeving.

Nederland zou zich daarom in Europees verband hiervoor moeten blijven inzetten en moet Europese regels zo snel mogelijk nationaal implementeren. Dit verzekert dat in Nederland genoteerde bedrijven onbelemmerd toegang hebben tot de volledige Europese kapitaalmarkt.

2. Een zeer aanzienlijk deel van het kapitaal dat wordt geïnvesteerd in AEX-bedrijven komt van buiten de EU. Er zou daarom specifiek in kaart moeten worden gebracht of en in welke mate er voor buitenlandse investeerders meer belemmeringen zijn om in Nederlandse ondernemingen te

beleggen dan bijvoorbeeld in ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten. En op welke wijze dit soort belemmeringen kan worden weggenomen.

Het lijkt er bijvoorbeeld op dat de uiteenlopende belangen van de EU en het VK als gevolg van Brexit een negatieve impact kan hebben op de toegang van kapitaal van met name Britse beleggers. Aangezien een belangrijk deel van het buitenlandse kapitaal op de Nederlandse beurs op dit moment uit het VK komt, is dit een punt van zorg. Definitieve afspraken tussen de EU en het VK over equivalentie zouden daarom op zijn plaats moeten zijn, voordat tijdelijke wederzijdse erkenningsafspraken (temporary transitional power) hun werking verliezen.

3. Met name bij fiscaal beleid zou grotere aandacht moeten worden gegeven aan de mogelijke effecten hiervan op de toegang tot internationaal kapitaal. Het is van belang te voorkomen dat de perceptie bij beleggers zou kunnen gaan ontstaan dat (unilaterale) maatregelen een negatief effect hebben op de waarde(ontwikkeling) van in Nederland genoteerde bedrijven.

Bijvoorbeeld blijkt uit het IBFD-onderzoek^{xxvi} naar aanleiding van de voorstellen om een conditionele eindafrekening in de dividendbelasting in te voeren dat Nederland hiermee een afwijkende route kiest dan in andere landen gebruikelijk is. Het verdient daarom overweging om te kiezen voor een aanpak die meer in lijn is met het beleid in andere landen, of om flankerend beleid uit te werken dat een negatieve perceptie bij de verstreckers van buitenlands kapitaal zou kunnen mitigeren.

NOTEN

- ⁱ IMF, *World Economic Outlook Database*, April 2021
- ⁱⁱ OECD, *OECD Data, Household Disposable Income, 2020*
- ⁱⁱⁱ World Population Review, *World Happiness Report 2021*, 2021
- ^{iv} Wagner, Exports and Productivity: A Survey of the Evidence from Firm-Level Data. *The World Economy* 2007
- ^v Freeman & Shaw. *International differences in the business practices and productivity of firms*. University of Chicago Press. 2009
- ^{vi} Belderbos & Van Roy, *Productivity Spillovers from Foreign Affiliates and Domestic Firm Internationalization: Firm-Level Evidence for Belgium*, STOIO Working Paper 2010; Zhou, Li & Tse, *The impact on FDI on the productivity of domestic firms: the case of China*, *International Business Review*, Volume 11 (4), 2002
- ^{vii} World Happiness Report 2021
- ^{viii} Centraal Bureau voor de Statistiek, *Internationaliseringsmonitor, 4^e kwartaal 2020*
- ^{ix} Zie onder meer Invest in Holland; Kamerstukken II 2020/2021, 26485 nr. 369, Het Nederlandse Investeringsklimaat; Dialogique 2021; EY, *Attractiveness survey The Netherlands 2017: Optimism precedes investment*, EY 2017; Kamerstukken II 2015/2016, 25087 nr. 112.
- ^x Zie websites en jaarverslagen Nederlandse multinationals, Office for National Statistics UK, Tax Policy Center, Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce en Deutsche Welle.
- ^{xi} De Argumentenfabriek, *Brexit and its effect on Dutch Capital Markets*, 2019
- ^{xii} De Argumentenfabriek, *Brexit and its effects on European and Dutch Capital Markets. Update 2021*, 2021
- ^{xiii} Zie Invest in Holland, Results 2020
- ^{xiv} OECD, *Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting*, OECD Publishing, 2013
- ^{xv} G20 Communiqué Third G20 FMCBG meeting 9-10 July 2021
- ^{xvi} Kamerstukken II 2015/2016, 25087 nr. 112
- ^{xvii} Kamerstukken II 2017/2018, 32140 nr. 33, *Fiscale Beleidsagenda*; Kamerstukken II 2019/2020, 31066 nr. 623, Rapport Adviescommissie Belastingheffing van Multinationals
- ^{xviii} Bijvoorbeeld invoering van een bronheffing op rente en royalties in low tax jurisdictions, verhoging van de dividendbelasting voor low tax jurisdictions, invoering renteaftrekbepalingen en een thin cap rule voor banken en verzekeraars, verhoging effectief tarief van de innovatiebox.
- ^{xix} Zie Memorie van Toelichting bij het Belastingplan 2021
- ^{xx} Trouw, *Shell betaalt in Nederland geen winstbelasting*, November 2018; RTL Nieuws, *Ook Philips betaalt geen winstbelasting, Akzo wil het niet zeggen*, mei 2019
- ^{xxi} Staatsblad 540, 2020
- ^{xxii} Kamerstukken II 2020/2021, 35523 nr. 12
- ^{xxiii} Europees Parlement, *MEPS lay out plans for a fairer tax system fit for the digital age*, 2021
- ^{xxiv} Zie bijvoorbeeld commentatoren in de media die menen dat de lagere waardering van de gemiddelde Nederlandse beursgenoteerde vennootschap deels terug te voeren is op het veelvuldig gebruik van beschermingsconstructies, zoals Het Financieel Dagblad, *Zet Peters mes in 'Dutch discount'*, 20 december 2002; Het Financieel Dagblad, *Muur tegen overname is onzin*, 27 november 2006; Het Financieel Dagblad, *Dutch discount*, 1 december 2006 en meer recent de berichtgeving in mei 2015 rondom de beursgang van ABN AMRO.
- ^{xxv} Kamerstukken II 2005/2006, 30 419, nr. 8
- ^{xxvi} IBFD, *IBFD Tax Research Report: Comparative Research on (conditional) exit withholding taxes*, 8 februari 2021



DR2 CONSULTANTS COPENHAGEN

your key to public policy