

Winstbelasting en ondernemingsfinanciering: een heroriëntatie

Piet Duffhues, Jeroen van Strien

Received 2 May 2022 | Accepted 6 July 2022 | Published 28 July 2022

Samenvatting

Er is weinig nagedacht en gepubliceerd over de onderlinge verhouding van het fiscale en het financieel-economische winstbegrip van ondernemingen. Toch is er alle aanleiding om te onderzoeken of deze begrippen met elkaar sporen. Een belangrijke reden is dat het arsenaal van financieringsvormen en technieken in de laatste halve eeuw drastisch is uitgebouwd in de jacht op een zo laag mogelijke gemiddelde vermogenskostenvoet (WACC), die na belasting wordt gedefinieerd. In dit artikel wordt aandacht besteed aan het gegeven dat sommige financieringsvormen wel en andere niet of slechts ten dele tot fiscaal aftrekbare lasten leiden en daarmee tot fiscale discriminatie. Dit leidt veelvuldig tot fiscaal uitwijkgedrag door ondernemingen, waardoor het risico ontstaat dat ondernemingen zich niet optimaal financieren, gezien vanuit bedrijfseconomische en algemeen-economische inzichten. Recente aanvechtbare gedachtevorming in kringen van de overheid onderstreept het belang van het onderwerp.

Relevantie voor de praktijk

Dit artikel onderzoekt het spanningsveld tussen het fiscale en bedrijfseconomische winstbegrip in Nederland en in de internationale context. Daarin worden theoretische en praktische gezichtspunten belicht van de invloed van de financieringskeuze van ondernemingen op de gemiddelde vermogenskostenvoet en het mogelijke welvaartsverlies voor de economie als geheel.

Trefwoorden

Vermogenskosten (WACC), fiscale discriminatie, vermogensaftrek, earningsstrippingwetgeving

1. Inleiding

In dit artikel staat de relatie tussen het fiscale winstbegrip (in de inkomstenbelasting (IB) en vennootschapsbelasting (Vpb)) en het financieel-economische winstbegrip centraal. Een belangrijke aanleiding voor het onderzoek als in het onderhavige artikel wordt beschreven is de onderzoeksopdracht die de Vereniging voor Belastingwetenschap enige tijd geleden heeft voorgelegd aan een van haar studietoelagen. Deze commissie zal hierover te zijner tijd uitvoerig rapporteren. Het onderhavige artikel is voortgekomen uit de tussentijdse samenwerking van twee leden van deze studietoelage. Voorts heeft de brief die de staatssecretaris van Financiën per 13 september 2021 over hetzelfde onderwerp naar de Tweede Kamer heeft gestuurd (zie paragraaf 6 van dit artikel) geleid tot een stroomversnelling in het denken over het onderwerp.

Na afronding van het artikel is het debat in een nieuwe stroomversnelling gekomen door nadere berichten uit Brussel van de Europese Commissie die hetzelfde onderwerp betreffen. Deze laatste stroomversnelling is slechts vermeld als een post scriptum en kon wegens tijdgebrek niet meer in dit artikel worden verwerkt.

De twee genoemde winstconcepten zijn niet per se identiek. Dit hoeft ook niet, gezien de verschillende achtergronden, maar ook qua praktische uitvoerbaarheid. In dit artikel wordt wel verondersteld dat de fundamentele kenmerken van beide winstconcepten overeen moeten komen. In de theorie is, voor zover bekend, nauwelijks nagedacht over de vraag of de genoemde winstconcepten fundamenteel overeenkomen. Dit artikel beoogt een bijdrage te leveren aan de beantwoording van die vraag.

Hierbij gaat de aandacht in het eerste gedeelte naar de kosten van het vermogen die een onderneming moet vergoeden aan de verschaffers van het vermogen. In het tweede gedeelte gaat de aandacht uit naar de mogelijkheid van welvaartsverlies als gevolg van de belastingstructuur.

2. Het arsenaal aan vermogensvormen en -technieken en de WACC

In de financieringsliteratuur is van oudsher zeer ruime aandacht besteed aan de wijze waarop – en de vormen waarmee – het voor investeringen in vaste en vlottende activa benodigde vermogen wordt verkregen. Men kan wel zeggen dat dit oorspronkelijk veruit het belangrijkste studiegebied voor dit vakgebied was, met als goede tweede het liquiditeitsvraagstuk. In latere perioden is het studiegebied belangrijk uitgebreid, met name met het investeringsvraagstuk en de grote opkomst van financiële technieken die het financiële risico van de onderneming mede bepalen, zoals swaps en opties. De vraag naar en het aanbod van vermogen bepalen de uitkomst van de analyse van het financieringsvraagstuk. Gewoonlijk wordt deze uitkomst in eerste instantie beschreven in termen van individuele posten op de passiefzijde van een ondernemingsbalans. In theorie en praktijk worden de bedoelde vormen en posten echter gewoonlijk samengevat in twee subgroepen, te weten: vormen van Eigen Vermogen (EV) en Vreemd Vermogen (VV), samen het Totaal Vermogen (TV). Tot het EV behoort het geplaatste en volgestorte aandelenkapitaal, het agio, en de ingehouden winsten ofwel reserves. Tot het VV classificeert men daarbij alle vermogen met het karakter van schuld aan derden dus met een of andere verplichting om betalingen te doen aan partijen buiten de onderneming zelf. Te denken valt aan obligatieleningen, bankleningen en bankkredieten, sommige leaseschulden, leverancierskredieten en te betalen aflossingen en rentes en betaalbaar gestelde dividenden. De verhouding tussen het EV en het VV ofwel het EV en het TV is dan onderwerp van onderzoek en financieel beleid. Men noemt dit het vermogensstructuur- of het financieringsvraagstuk.

Kernvraag in deze vermogensstructuuranalyse is het zoekproces naar de beste of optimale vermogensstructuur. Hieronder wordt een zodanige samenstelling van de passiefzijde van de balans verstaan dat de som van de vermogenskosten van alle vormen – dus van EV en VV tezamen – minimaal is.

Daarbij wordt rekening gehouden met belastingen. Elke onderneming streeft er dan naar om de gewogen gemiddelde kostenvoet van al het aangetrokken vermogen (Weighted Average Cost of Capital geheten, WACC) te minimaliseren. Deze doelstelling sluit aan bij het streven van ondernemingen naar een zo laag mogelijke kostprijs van de voort te brengen producten of te leveren diensten en naar hoge investeringen; kortom naar waardemaximalisatie. Hierbij wordt geabstraheerd van het gegeven dat

ondernemingen volgens sommigen ook een breder belang kunnen dienen, door te mikken op maatschappelijk verantwoord ondernemen. Dit wordt ook meer en meer in regelgeving gegoten (zie de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)). De kosten van EV en VV behoren volgens de bedrijfseconomie wezenlijk tot de kostprijs van de ondernemingsproductie: zonder vermogen geen investeringen aan de debetzijde van de balans en dus ook geen productie of dienstverlening. De gemiddelde gewogen vermogenskostenvoet verdienen (WACC) als doelstelling houdt in dat een onderneming streeft naar continuïteitshandhaving op lange termijn.

Voor de hedendaagse bedrijfseconomen is deze vaststelling een grote vanzelfsprekendheid (zie echter Vrijburg (2017) die om sociale redenen de ongelijke behandeling van EV en VV wenst te handhaven), maar dat is het zeker niet voor de fiscale wetgever en ook niet voor de bedrijfseconomische jaarrekening, zoals die wordt vastgesteld door een accountant.

3. Het fiscale recht

In het fiscale recht worden – in Nederland, maar ook in veel andere landen – de kosten van VV (zoals rente) in beginsel erkend als aftrekbare kosten. Dit geldt merkwaardig genoeg niet voor de kosten van EV (dit laatste op enkele landen na). Deze laatste bestaan volgens de financieringstheorie uit het geëiste rendement van de verschaffers van EV. Dat bestaat onder andere uit dividend dat uitgekeerd wordt aan de aandeelhouders, maar ook uit ingehouden winst. Zie Duffhues (2006).

Het is onduidelijk om welke reden de cruciale uitsluiting van de aftrekbaarheid van de kosten van EV in de fiscale wetgeving is binnengeslopen. Voor zover ons bekend was de kennis over het bedrijfseconomische kostenbegrip met betrekking tot het vermogen van ondernemingen ook in Nederland – zoals in veel andere landen – bij de totstandkoming van de Wet Vennootschapsbelasting in 1969 nog onvoldoende ontwikkeld, hoewel de bekende publicaties van de Amerikaanse auteurs Modigliani en Miller toch reeds in 1958 en snel daarna plaatsvonden. Hierbij denken wij aan de winstbepalingen in zowel de IB als de Vpb.

De wetgever heeft destijds een fiscale erkenning van de kosten van EV gezien en behandeld als een vorm van winstuitdeling die per definitie geen kostenpost kon vormen, zodat deze niet voor aftrek in aanmerking kwam. Wel erkende de wetgever dat hierover wellicht genuanceerder kon worden gedacht, maar dat bracht hem gelet op de volgende passage uit de parlementaire geschiedenis niet op andere gedachten: *“Ten aanzien van een aantal posten waaromtrent twijfel zou kunnen rijzen of zij — gelet op het verschil in wezen tussen de belastingplichtige en een natuurlijk persoon — al dan niet bij het bepalen van de winst in aftrek kunnen worden gebracht, geven art. 8, 9 en 10 (Bew.: thans 9, 10 en 11) een aantal stellige voorschriften in hoofdzaak overeenkomende met die van de art. 13 en 14 van het besluit.”* (MvT 1959)

Daarmee wordt niet erkend dat het EV in een alternatieve aanwending met een vergelijkbaar risico wel degelijk een interessant rendement kan opleveren. Het gaat hierbij dus om een opportuniteitskostenvoet: als er elders een beter rendement met vergelijkbaar risico haalbaar zou zijn, zou men in theorie immers niet in deze onderneming moeten investeren. Het EV representeert ook een residuele claim, terwijl het VV doorgaans een vaste claim in zich draagt qua rentevergoeding en terugbetaling.

Deze *fiscale discriminatie* tussen de behandeling van EV en VV heeft tot gevolg gehad dat een fiscale impuls is ontstaan om eerder VV dan EV aan te trekken. De kosten van VV waren immers aftrekbaar, die van EV niet. Deze mogelijke voorkeur voor VV wordt de ‘debt bias’ genoemd. Deze ingebakken voorkeur geeft potentieel een bijdrage aan een ongezonde vermogensstructuur. Ongezonder betekent in dit geval een *overmaat* aan VV (ofwel een te hoge schuldratio VV/TV) met alle solvabiliteits- en liquiditeitsgevaars van dien. We hebben het hier over de geconsolideerde EV/VV-ratio’s.

Het optimaliseren van de vermogensstructuur door ondernemingen berust niet alleen op het verdienen van belastingvoordelen van de financiering met VV, maar ook op met name beperking van het faillissementsrisico en zeggenschapsaspecten. Dit kan de indruk wekken dat belastingvoordelen minder belangrijk zijn, maar ten onrechte: Graham (2000) spreekt zelfs van ‘conservatief schuldenbeleid’ bij grote liquide winstgevendende ondernemingen met lage verwachte ‘noodkosten’. Dit voorzichtig gedrag om op beperkte schaal van belastingvoordelen te willen profiteren kan uiteraard toch passen in het genoemde optimalisatiestreven.

Dat neemt niet weg dat het financiële risico van de onderneming door schuldfinanciering wordt vergroot. In het uiterste geval gaat de onderneming failliet. Het is daarom begrijpelijk dat de ondernemingsleiding zelf – maar ook de overheid en de Centrale Bank – de ontwikkeling van de schuldratio van ondernemingen anno 2021 scherp volgt. De overheid vreesde anno 2021 bijvoorbeeld dat de door de coronapandemie scherp verhoogde schuldratio’s (o.a. wegens hoge belastingschulden) te hoog zouden blijken te zijn om niet in financiële problemen te komen. Zij wil om die reden de prikkel om bij voorkeur VV aan te trekken deels (er is in het verleden reeds generieke renteaftrekbeperking ingevoerd) of geheel elimineren. De overheid doet hiermee uitspraak over de voorziene kwaliteit van de vermogensstructuur van ondernemingen. Primair moet de ondernemingsleiding uiteraard zelf hierover beslissen. Dat ze dat in de praktijk ook doet door de winstbelasting (IB en Vpb) niet alleen in nationaal opzicht door middel van de keuze van de schuldratio maar ook in internationaal opzicht met het doel om verschillen in belastingtarieven tussen landen te benutten (belastingarbitrage) en aldus een zo laag mogelijke WACC te creëren, wordt bevestigd in diverse empirische studies, onder andere in Desai et al. (2004); Huizinga (2008) en Heckemeyer and Overesch (2017). Rekening houden met het bestaan van winstbelasting (dus zowel in de IB als de Vpb) bij de

keuze van de vermogensvorm leidt tot wat bekend staat als een ‘belastingefficiënte’ vermogensstructuur. Daar is uiteraard niets mis mee. Fiscale discriminatie leidt wel tot een ander niveau van de optimale WACC, omdat de kosten van EV hierdoor relatief stijgen. Daarmee wordt ook de beoordeling van nieuwe investeringen – en dus de groei van de economie – beïnvloed.

4. Extra probleem: noodzaak tot etikettering

De eerdergenoemde discriminatie is niet alleen *principeel onjuist* omdat hiermee de kostprijsberekening tot onjuiste uitkomsten leidt, maar leidt er ook toe dat – mede door de vele innovatieve vermogensvormen die ontwikkeld zijn in de voorbije halve eeuw – allerlei tussenvormen van financiering (zoals converteerbare obligatieleningen) moeten worden ‘*geëtiketteerd*’. Voorts worden kunstmatige structuren opgezet om EV om te zetten in VV en wordt in voorkomende gevallen excessief met VV gefinancierd. Hiermee wil niet gezegd zijn dat converteerbare leningen altijd uitsluitend om fiscale reden werden aangegaan. Beoordeeld moet worden of het in een concreet, vaak (zeer) complex geval gaat om EV of VV in de zin van de fiscale wetgeving en of sprake is van een reële financieringsstructuur. Dat is in de theorie en de praktijk lang niet gemakkelijk. Talloze arresten en opvolgende wetwijzigingen getuigen van het bestaan van dit probleem. Vele fiscalisten buigen zich sinds jaar en dag over deze ‘overgangsvormen’ of ‘tussenvormen’ tussen EV en VV en over structuren om EV om te zetten in VV. Van Strien (2019) wijst op de vele pogingen van belanghebbenden om zoveel mogelijk het stempel VV te veroveren, desnoods na een langdurig proces met de fiscus. Over deze etikettering en de ermee gemoeide problemen is volgens Van Strien (2019) zelfs een *slagveld* ontstaan.

Dat ondernemingen en het gedrag van managers gevoelig zijn voor classificaties bleek ook al uit de MAB-studie van De Jong et al. (2006). In dat onderzoek werd bestudeerd wat de reactie was van ondernemingen wanneer hun uitstaande preferente aandelen onder IAS 32 een andere classificatie kregen, namelijk van EV naar VV. Door deze herclassificatie nam de schuldratio toe met gemiddeld 35%. Soms werden de statuten van de preferente aandelen gewijzigd, waardoor de classificatie als EV behouden bleef. Een andere veel voorkomende reactie was dat de uitstaande preferente aandelen werden teruggekocht. De verslaggevingsregel IAS 32 bleek van invloed op de populariteit van preferente aandelen.

De noodzaak tot etikettering en de aantrekkelijkheid van structurering vervalt uiteraard als de wetgever de principiële fout zou herstellen door alle vermogenskosten aftrekbaar te stellen ongeacht hun moeizaam vast te stellen karakter van EV en VV. Van Strien laat zien dat alle destijds bestaande renteaftrekbeperkingen zonder problemen geschrapt kunnen worden indien een vermogensaftrek

over het EV wordt ingevoerd (Van Strien 2007). Daarmee zou de fiscale prikkel die met ‘debt bias’ wordt aangeduid ook meteen verdwijnen. Ook de kosten van EV zouden dan uiteraard moeten worden erkend door de fiscale wetgever.

Volledigheidshalve wordt opgemerkt dat de genoemde fiscale discriminatie ook zou kunnen worden geëlimineerd door de kostenvoet van het VV (of wat ervan over is na allerlei beperkingen die daar al zijn aangebracht, vgl. Van Strien (2019)) niet langer aftrekbaar te maken. Dan zou immers ook sprake zijn van een ‘gelijke behandeling’ van EV en VV. Het zal echter duidelijk zijn dat het principieel fout is die weg in te slaan: vermogen is een noodzakelijk vereiste voor investeringen en hoort – ook fiscaal – thuis in de kostprijs van het product of dienst. Vermogenskosten worden daarmee meegenomen in de verkoopprijs van het product of dienst.

De conclusie blijft onverminderd dat – gezien vanuit de bedrijfseconomie – de fiscale aftrekbaarheid van de kosten van EV door de wetgever moet worden erkend. Bovendien zouden de (inmiddels gegroeide) beperkingen van de fiscale aftrekbaarheid van de kosten van het VV moeten worden geëlimineerd. Dit geldt in het bijzonder voor de earningsstrippingwetgeving.

5. Enige becijferingen van de invloed op de WACC

Invoering van een opheffing van de genoemde discriminatie – waarbij het belastingtarief van de Vpb aanzienlijk stijgt – zal er gemakkelijk toe leiden dat ondernemingen in de WACC-berekening ondanks de verhoging van het Vpb-tarief toch nog een voordeel bij de WACC-berekening kunnen opstrijken. Dit is gunstig ter bevordering van de investeringen en om meer met EV te financieren. De debt bias

zou in dat geval verdwijnen en de WACC zou per saldo zelfs dalen. Wel zou een verhoogd Vpb-tarief kunnen leiden tot winstverplaatsing naar het buitenland voor zover uitgerust met een lager tarief, onder andere door transfer pricing.

Hierna volgt eerst de definitie van de WACC en het verloop van de WACC-curve bij steeds meer substitutie van EV door VV en uitgaande van de bestaande fiscale discriminatie.

5.1. Definiëring WACC en grafisch verloop

De WACC kan – gegeven de bestaande fiscale discriminatie – met de volgende vergelijking worden berekend (vgl. Duffhues 2006; Brealey et al. 2008) als het gewogen gemiddelde van de kosten van EV en van VV.

Deze vergelijking vloeit voort uit de internationale financieringsliteratuur.

$$WACC = k(EV) \cdot (EV/TV) + (1-f) \cdot k(VV) \cdot (VV/TV) \quad (1)$$

waarin

$k(EV)$ = kostenvoet eigen vermogen

$k(VV)$ = kostenvoet vreemd vermogen

EV/TV = equity ratio

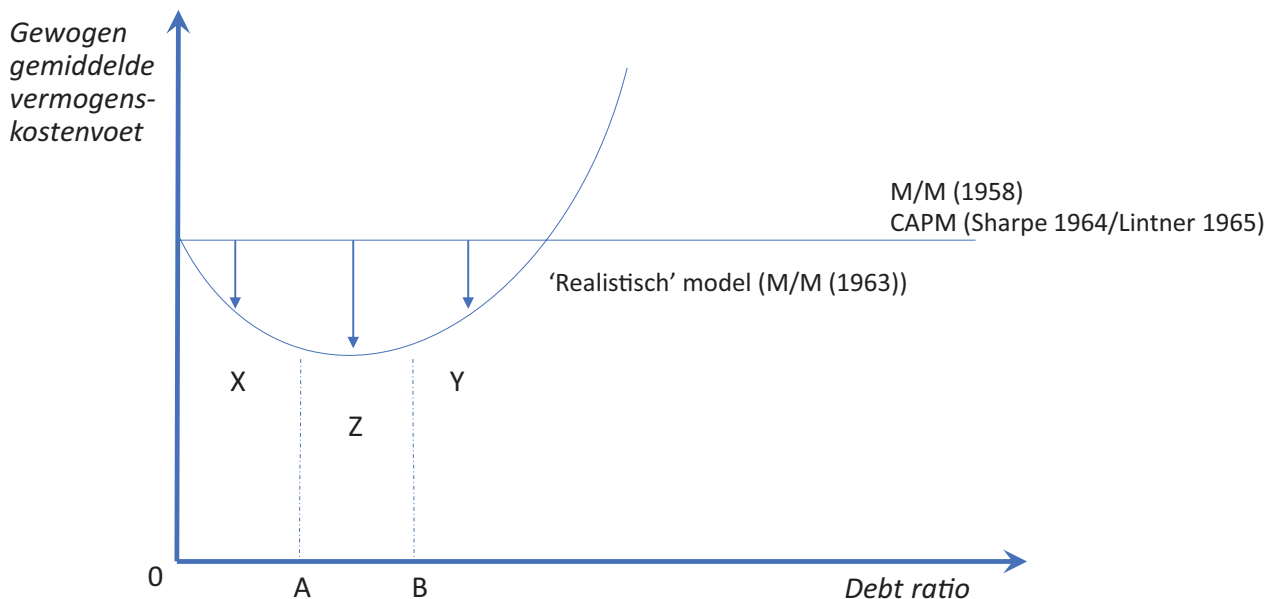
VV/TV = debt ratio (of schuldratio)

f = belastingdruk Vpb

In vergelijking (1) zijn de kosten van EV niet aftrekbaar, wel van VV. Deze situatie bestaat reeds decennia.

De curve *daalt in het realistische model* vanaf het prille begin (zie interval X) waarin een onderneming VV gaat aantrekken vanwege het belastingvoordeel van de aftrek van rente over VV. Maar gaandeweg met alsmaar méér VV ontstaan er ook tegenkrachten, doordat VV langzaam maar zeker duurder wordt. Trouwens, ook EV wordt steeds duurder. Vooralsnog daalt desondanks

Figuur 1. De gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet volgens de wereld van Modigliani/Miller en het CAPM, respectievelijk volgens het ‘realistische’ model (M/M (1963)).



het gemiddelde van die twee (zie interval X). Doordat gaandeweg onder andere de zogenoemde directe en indirecte verwachte faillissementskosten hun intrede doen, ontstaan deze tegenkrachten. Ook ontstaan er agencykosten als de leiding alsmaar meer VV aantrekt. Dat zijn nadelen van het toenemend risico van onder- en overinvesteringen als gevolg van belangentegenstellingen tussen de partijen van EV, VV en het management. De dalende curve van de WACC wordt hierdoor steeds vlakker en bereikt een bodem waarbij voor- en nadelen elkaar opheffen. Bij voortgaand financieren met VV gaat de curve weer stijgen: de nadelen nemen per saldo toe. Zie het gedeelte Y. Dat is uiteraard niet efficiënt: men schiet voorbij het optimum Z. De hieruit voor te stellen ‘badkuipcurve’ krijgt hiermee min of meer het karakter van een U-curve met een relatief platte bodem over een tamelijk breed veld van de debt ratio. Het optimum Z ligt uiteraard op het niveau van de debt ratio van de onderneming, dat correspondeert met de bodem van de curve. Daar is de WACC minimaal. Let wel: daar is het totaal van alle vermogenskosten van EV én VV minimaal. In het interval Y gaat de onderneming te ver met het aantrekken van VV. Dit interval is onaantrekkelijk en moet worden gemeden. Blijkbaar is dat het gebied van de schadelijke debt bias. In het gebied X is er geen sprake van een ongewenste debt bias. Immers, de WACC daalt daar en dat is juist gunstig.

Aanvullend nog het volgende. De in de financieringsliteratuur zeer bekende oorspronkelijke Modigliani-Milleroplossing (1958) en de eveneens bekende CAPM-oplossing (Brealey et al. 2007) die tot een ongevoeligheid van de WACC leiden (zie de horizontale lijn), zijn hierboven volledigheidshalve ook zichtbaar gemaakt: de WACC heeft bij elk niveau van de debt ratio in die modellen hetzelfde niveau. Dit zou betekenen dat elke vermogensstructuur, ongeacht welke debt ratio men op het oog heeft, dezelfde vermogenskosten genereert. Het probleem van de financieringskeuze zou dan vervallen: elke debt ratio is binnen de gemaakte veronderstellingen dan optimaal. Voor ons doel zijn die twee echter niet relevant, omdat beide theorieën uitgaan van een perfecte vermogensmarkt. In de werkelijkheid bestaat die niet. De badkuipcurve noemen we het ‘realistisch model’, waarin zijn begrepen de invloeden van belastingaftrek, faillissementskosten en agencykosten. Deze storingsfactoren ontbreken in het perfecte model van de vermogensmarkt. Verwezen wordt naar de financieringsliteratuur, zoals Brealey et al. (2008).

5.2. Miller’s latere bijdrage

Miller (1977) heeft in het artikel *Debt and Taxes in The Journal of Finance* de invloed van ondernemingsbelastingen onderzocht, in het bijzonder door de persoonlijke belastingen van vermogensverschaffers erbij te betrekken. Belastingvoordelen (dus marktwaardeschepping) door te financieren met VV zijn volgens Miller bij nader inzien niet zo vanzelfsprekend. Hij onderkende in

het algemeen drie mogelijke effecten: de marktwaarde van de onderneming kan zowel stijgen, dalen als onveranderd blijven. Dit bleek afhankelijk van de hoogte van de persoonlijke belastingtarieven en van de hoogte van de Vpb in onderlinge samenhang. Al deze tarieven verschillen echter van land tot land en zijn bovendien aan veranderingen onderhevig. In de mate dat het belastingvoordeel voor de onderneming in die analyse positief is, verloopt de WACC-curve gezien vanuit de oorsprong van de grafiek in Figuur 1 vergelijkbaar dalend als bij M/M (1963); dat is het ‘realistisch model’. Echter, het constante WACC-model was in Miller’s analyse zoals gezegd ook denkbaar (dus als bij M/M (1958) en bij CAPM), hetgeen geen marktwaardeschepping betekende door met VV te financieren. Ten slotte was het denkbaar dat er zelfs alleen nadelen in plaats van voordelen zouden ontstaan, waarbij de marktwaarde van de onderneming dus zou afnemen na elke additionele eenheid aangetrokken VV. Gemakshalve zijn deze drie mogelijkheden die voortkomen uit Miller’s analyse niet opgenomen in figuur 1. In feite is het daar genoemde ‘realistisch model’ dus ook verenigbaar in de analyse van Miller (1977) als een van de drie mogelijkheden. Verwezen wordt naar Miller (1977) en Duffhues (2006).

5.3. Cijfervoorbeeld WACC-berekening

We nemen ter illustratie een betrekkelijk representatief cijfervoorbeeld met een veronderstelde aanzienlijke stijging van de Vpb, namelijk van 15% in situatie 0 naar 20% in situatie 1; een stijging met 33,3%.

$k(\text{EV})$	=	0,10	Kosten eigen vermogen
$k(\text{VV})$	=	0,04	Kosten vreemd vermogen
Equity ratio	=	0,40	Fractie eigen vermogen in totale vermogen TV
Debt ratio	=	0,60	Fractie weging vreemd vermogen in TV
$f(0)$	=	0,15	Vpb-tarief situatie 0
$f(1)$	=	0,20	Vpb-tarief situatie 1, d.i. na opheffing discriminatie

Voor het begrip kosten EV en kosten van VV wordt verwezen naar de financieringsliteratuur. Deze bestaan hoofdzakelijk uit het geëiste rendement op EV respectievelijk VV volgens de financiële markten.

Initieel volgt hierbij:

$$\text{WACC}(0) = 0,10 \cdot 0,4 + 0,85 \cdot 0,04 \cdot 0,6 = 0,04 + 0,0204 = 0,0604$$

Na opheffing van de discriminatie (alle vermogenskosten zijn dan aftrekbaar maar verhoogd Vpb-tarief) ontstaat in vergelijking (2) het nieuwe percentage voor de WACC.

$$\text{WACC}(1) = (1-f_1) k_{\text{EV}} (\text{equity ratio}) + (1-f_1) \cdot k_{\text{VV}} \cdot (\text{debt ratio}) \quad (2)$$

waaruit in dit cijfervoorbeeld volgt:

$$WACC(1) = 0,80 \cdot 0,10 \cdot 0,4 + 0,80 \cdot 0,04 \cdot 0,6 = 0,032 + 0,0192 = 0,0512$$

De WACC daalt hierdoor onder de gemaakte veronderstellingen van 6,04% tot 5,12%. De nettokosten van zowel EV als VV blijken beide te dalen; een voordeel voor ondernemingen, omdat meer aftrek wordt geboden dan voorheen. Het EV blijft terecht wel duurder dan het VV, zoals ook in de uitgangssituatie. Let wel: het gaat in dit voorbeeld alleen over het fiscale effect van de financiering met VV.

Wanneer de opheffing van de discriminatie er vervolgens toe leidt dat het gewicht van het EV in het totaal toeneemt (zoals beoogd door de staatssecretaris) zal als het EV stijgt van 40% tot bijvoorbeeld 50% de volgende WACC resulteren:

$$WACC(2) = 0,80 \cdot 0,10 \cdot 0,5 + 0,80 \cdot 0,04 \cdot 0,5 = 0,04 + 0,016 = 0,056$$

De mutatie van 5,12% tot 5,60% reflecteert het hogere gewicht van het duurder EV, maar is nog altijd lager dan in de uitgangssituatie (6,04%), waarin de twee soorten vermogen fiscaal werden gediscrimineerd.

Afsluitend kan worden gesteld dat de winstbegrippen van de fiscus en de financieringstheorie fundamenteel verschillen, zelfs ver uit elkaar zijn gegroeid. Zijdelings en volledigheidshalve wordt opgemerkt dat ook in de bedrijfseconomische jaarrekening van ondernemingen aandacht voor de kosten van EV ontbreekt. Daardoor is ook dáár sprake van hantering van een onjuist winstbegrip. Dit laatste probleem behoeft de aandacht van accountants en blijft in dit artikel verder buiten beschouwing

6. Recente ontwikkelingen: brief ministerie van 13 september 2021 aan de Tweede Kamer

Gesteld werd reeds dat het kabinet de ontwikkeling van de toekomstige debt ratios (VV/TV) in het bedrijfsleven met enige zorg inschat. De staatssecretaris gaat er dus vanuit dat het bedrijfsleven zich bevindt of zich gaat bevinden in het interval Y in figuur 1. Dit blijkt uit de brief die de staatssecretaris van Financiën op 13 september 2021 naar de Tweede Kamer heeft verstuurd. De bewindsman merkt overigens elders in de brief op dat de vermogensstructuur van de gemiddelde onderneming er goed voorstaat, ook in het MKB. Belangrijke verklaring voor die zorg was en is het coronavirus, met al zijn onzekere gevolgen en bedreigingen voor onder andere het bedrijfsleven. De overheid zegt daarin dat een meer gelijke behandeling tussen EV en VV om die reden zal worden nagestreefd. De financiële stabiliteit van ondernemingen en van het financiële stelsel zouden worden bedreigd. Dat een meer gelijke behandeling wordt nagestreefd is

zeer toe te juichen en een impliciete erkenning van het ongelijke behandelingsprobleem. De overheid wenst de verzwakte ondernemingen te ondersteunen (zie interval Y in grafiek 1).

6.1. Daling van de WACC-curve bij volledige gelijk-schakeling EV en VV

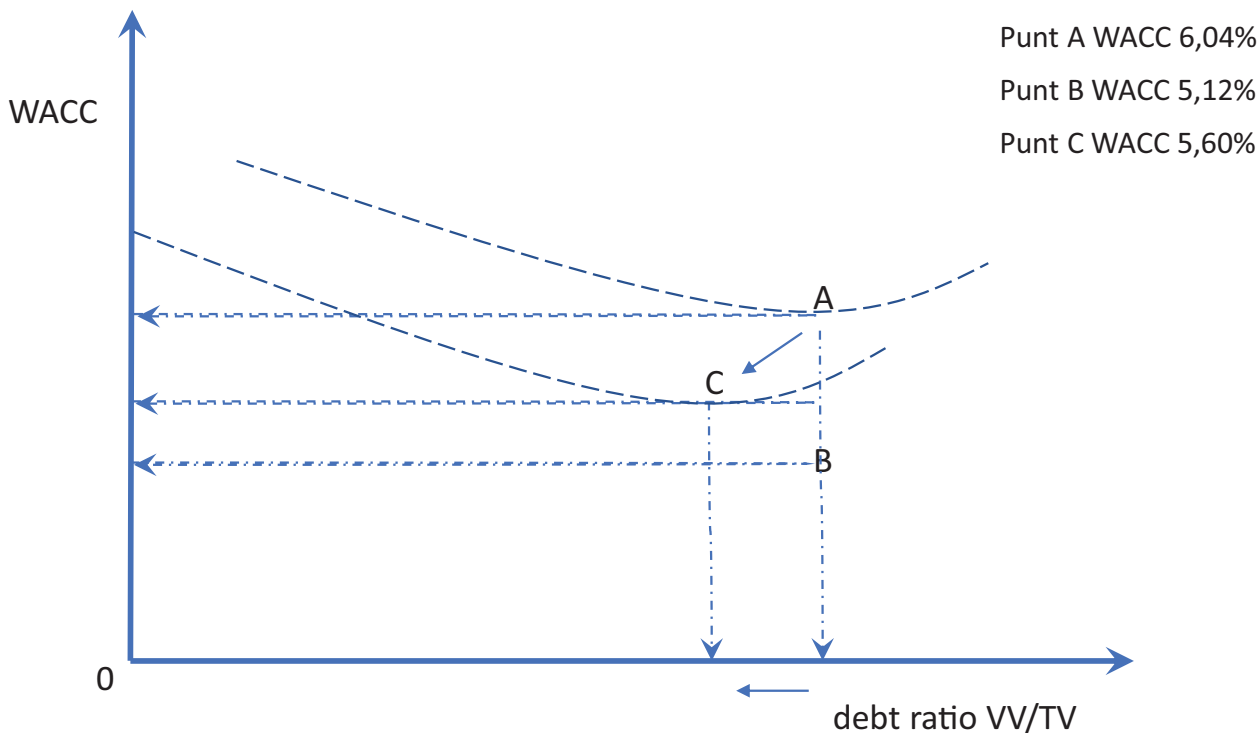
Wanneer de gelijkschakeling EV en VV zou verlopen volgens de in dit artikel bepleite methode (integrale aftrek van alle kosten van EV en VV) met bovendien een daaruit veronderstelde voortvloeiende vergroting van de wegingscoëfficiënt van het EV in de WACC (omdat ondernemingen zich gezonder gaan financieren), zou het resultaat zijn zoals dit hierna in figuur 2 is aangegeven. Op de Y-as start de nieuwe curve bij een debt ratio van 0 op een veel lager punt dan voorheen, omdat het EV van meet af aan volledig aftrekbaar is geworden door de fiscale gelijkschakeling met VV. Op de X-as verschuift de debt ratio naar links, omdat ondernemingen meer EV, dat netto goedkoper wordt, gaan aantrekken. Het optimum van de debt ratio verschuift daardoor naar links (zie punt C), hetgeen precies de bedoeling is van de gelijkschakeling: een lagere WACC én een hogere solvabiliteit EV/TV. In het cijfervoorbeeld hierboven wordt dat bevestigd doordat de WACC lager wordt: de WACC-curve daalt eerst van A naar B en stijgt daarna naar C, dat nog steeds onder het niveau A ligt. In zijn totaliteit bezien is dit een ideale oplossing.

6.2. Methode staatssecretaris

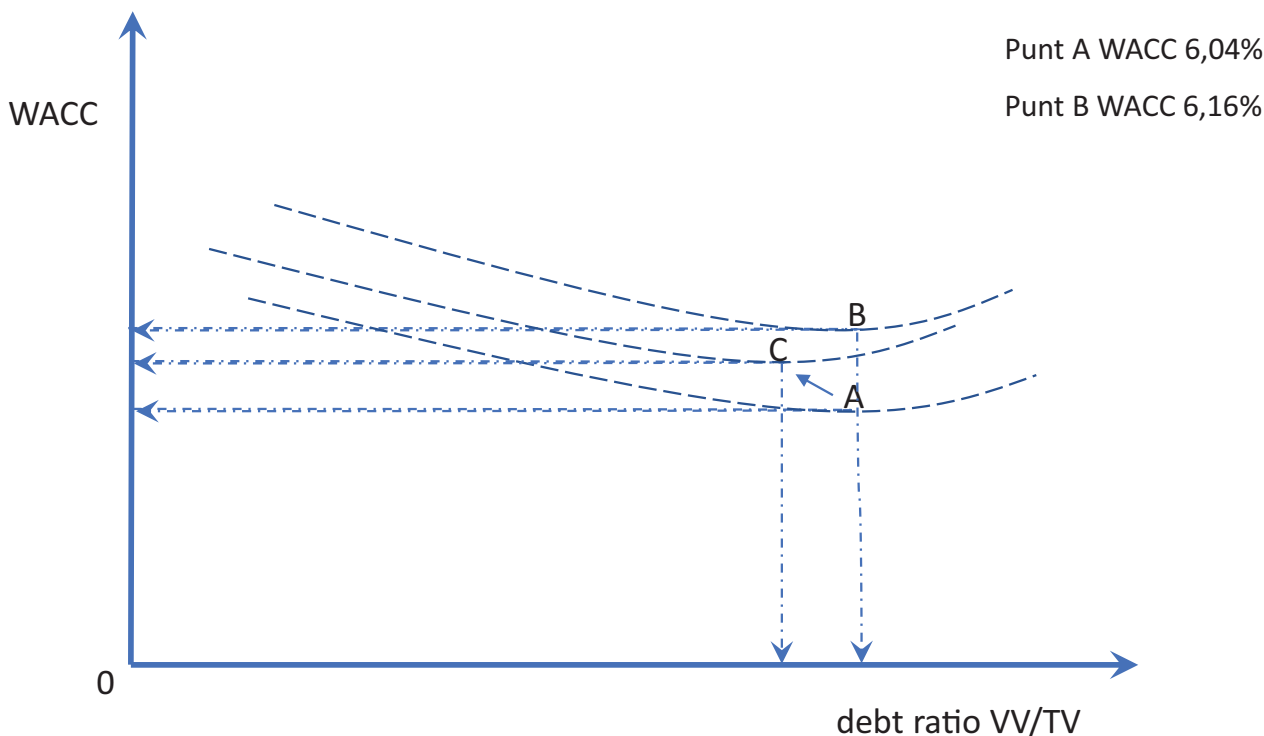
Verrassend blijkt echter de door de staatssecretaris gekozen *methode* van ‘gelijkschakeling’. Deze methode houdt *geen enkele erkenning in van de fiscale kosten van EV maar bovendien een nog verdere beperking van de kosten van VV* dan reeds het geval is in de bestaande situatie. Zie figuur 3, waarin vanaf een debt ratio van 0 onmiddellijk een stijging optreedt omdat het VV netto duurder wordt (nog minder aftrekbaar). Met dit standpunt spant de staatssecretaris het fiscale paard achter de bedrijfseconomische wagen en neemt de overheid een nog grotere afstand van de bedrijfseconomische inzichten zoals hiervoor beschreven. Het lijkt er sterk op dat de drijfveer voor dit merkwaardige standpunt geen andere is geweest dan een oer-Hollandse: een budgettaire beperking. Dat ver-aardt geen analyse, maar een konijn in de hoge hoed.

Er treedt althans bij dezelfde debt ratio geen enkele verlaging van de integrale vermogenskosten van ondernemingen op, maar juist een stijging van A naar B bij alle debt-ratio-waarden, dus over de gehele linie. Ondernemingen moeten hogere vermogenskosten accepteren (zie A naar B). Ook als ondernemingen meer EV zouden aantrekken, omdat dat relatief goedkoper wordt ten opzichte van het duurder gemaakte VV en daardoor de optimale debt ratio van punt A naar linksboven punt C verschuift, blijft er een stijging van de WACC optreden (zie A naar C). Deze zou de groei van de economie in gevaar brengen, hetgeen niet de bedoeling is van de nota van de staatssecretaris.

Figuur 2. De per saldo *daling* van de WACC-curve van A naar B en vervolgens een stijging naar C na volledige opheffing van de fiscale discriminatie tussen EV en VV en verhoopt aangepast financieringsgedrag van ondernemingen (méér EV).



Figuur 3. De per saldo *stijging* van de WACC-curve na invoering van het aanscherpen van de aftrek van de kosten van VV in combinatie met de weigering aftrek kosten EV ('methode staatssecretaris').



Bij de berekening van punt B is verondersteld dat van het VV 67% aftrekbaar is en dus 33% niet, vanwege de aanscherping van het overheidsbeleid. Hierbij wordt de nieuwe WACC 6,16% (was 6,04%), dus treedt een stijging op. De hoogte van deze stijging is uiteraard afhankelijk van de mate van 'aanscherping'.

6.3. Conclusie voorstel staatssecretaris

De conclusie is duidelijk. Aan de brief van de staatssecretaris ligt geen enkele theoretische onderbouwing ten grondslag. Vanuit de bedrijfseconomie bezien werken zijn voorstellen eerder averechts, omdat de WACC stijgt.

Positief is dat de brief van de staatssecretaris uiteindelijk wel de bereidheid laat zien om in internationaal verband (zie hierna in paragraaf 7) eerst verder te studeren op een voorstel om de kosten van EV alsnog te verlagen door het toestaan van een “vermogensaftrek”. Gevreesd worden echter ‘internationale mismatches’ en complicerende regelingen van antimisbruikbepalingen.

7. Internationale ontwikkelingen

7.1. Europese ontwikkelingen

Ontwikkelingen in lidstaten

Ook buiten Nederland vinden volop ontwikkelingen plaats ten aanzien van de fiscale behandeling van EV en VV. Verschillende Europese landen (België, Italië, Malta, Polen, Portugal en Cyprus) hebben een variant van een zogeheten ‘vermogensaftrek’ voor EV. Lees hiervoor een benaderd equivalent van de kosten van EV volgens de financiële markten. Hierbij maken de landen op bepaalde punten wel verschillende keuzes. Cyprus, Portugal, Italië, Cyprus en Polen passen de vermogensaftrek alleen toe op nieuw kapitaal.

Alleen Malta staat een vermogensaftrek toe voor het hele kapitaal. Polen en België gaan (vrijwel) uit van een aftrekpercentage ter grootte van het gemiddelde rendement op 10-jarige staatsobligaties. De andere vier landen voegen een aanzienlijke risicopremie toe aan het rendement van langlopende obligaties. In Portugal is de maatregel vooral gericht op het mkb, nu de aftrek wordt beperkt tot € 140.000 per jaar. Het gaat in deze landen dus om het fundamentele inzicht dat de kosten van alle vermogen worden erkend, zij het op verschillende wijzen worden geïmplementeerd. (Voor een empirisch overzicht van deze regelingen en ervaringen wordt verwezen naar Flamant et al. 2021, p. 28–29 en p. 53.)

Ontwikkeling bij Europese Commissie

In een recente mededeling ‘Belastingheffing van ondernemingen in de 21e eeuw’ heeft de Europese Commissie onder andere een voorstel aangekondigd om de debt bias in de vennootschapsbelasting aan te pakken (Europese Commissie 1, 2021). Het gaat om een voorstel om de ‘scheeftrekking tussen vreemd en eigen vermogen in de vennootschapsbelasting aan te pakken via een systeem van vrijstellingen voor aandelenfinanciering, dat financieel kwetsbare bedrijven moet helpen hun eigen vermogen te versterken’ (Europese Commissie 2 (2021), p. 13–14). De Commissie was voornemens om uiterlijk in het eerste kwartaal van 2022 een wetgevingsvoorstel in te dienen. Dit voorstel zal antimisbruikmaatregelen bevatten om oneigenlijk gebruik te voorkomen. Dit volgt ook uit de zogenoemde ‘Impact assessment’ van het DEBRA-initiatief, waarbij DEBRA staat voor Debt Equity Bias Reduction Allowance, alwaar wordt opgemerkt: “In

addition, these measures would need to be combined with a set of comprehensive anti-abuse provisions to prevent the use of the allowance for tax avoidance purposes.” (DG TAXUD 2021). Dit laatste is bijzonder interessant nu potentieel misbruik voor staatssecretaris Vijlbrief een belangrijk argument is om de invoering van een vermogensaftrek niet verder te onderzoeken (Vijlbrief 2021, p. 24). De Europese Commissie serveert een vermogensaftrek dus niet reeds op voorhand af. Dat maakt het wat ons betreft het onderzoeken waard.

De Europese Commissie geeft aan dat invoering van een vermogensaftrek naar verwachting leidt tot een matige groei van investeringen en werkgelegenheid. Voor kleine en middelgrote ondernemingen leidt een vermogensaftrek volgens de Commissie naar verwachting tot meer financiering met EV. Dit vergemakkelijkt economisch herstel en vergroot de financiële weerbaarheid. Een groot voordeel van een Europees gecoördineerde invoering is dat verstoringen en de druk van potentieel schadelijke belastingconcurrentie op de interne markt worden verminderd en dat zo een samenhangend belastingklimaat voor bedrijven wordt gecreëerd. De lijn van de Europese Commissie vinden wij ook terug in de macro-economische literatuur. Daaruit volgt dat het aftrekbaar stellen van een vergoeding over het EV – mits internationaal gecoördineerd – macro-economisch efficiënt is (Van Strien 2019, p. 79–94; Hebous et al. 2019; Jacobs 2019, p. 71). Een van de redenen hiervoor is dat hiermee de verstoring van de marginale investeringsbeslissing wordt gemitigeerd. Daarmee kan voor de samenleving als geheel een hoger nutsniveau worden bereikt.

Welvaartsverlies¹

Hiervoor hebben wij laten zien dat het vanuit de bedrijfs-economie belangrijk is om EV en VV gelijk te behandelen, in de zin dat de vergoeding voor beide aftrekbaar zou moeten zijn. De vraag rijst of het nadelig is voor de (Nederlandse) economie dat schuldfinanciering wordt bevoordeeld boven financiering met EV. Hoewel arbitrage in beginsel niet leidt tot allocatieve verstoringen, is het antwoord op deze vraag toch positief nu het Modigliani-Miller theorema 1 niet opgaat (vergelijk De Mooij 2003, p. 12). Zoals bekend houdt het Modigliani-Miller theorema in dat ondernemingen indifferent zijn tussen financiering met EV en financiering met VV (Modigliani et al. 1958).

In de economie gaat het immers om de optimale allocatie van schaarse, alternatief aanwendbare middelen. Deze optimale allocatie geschiedt via het principe van marktwerking. Indien deze marktwerking wordt verstoord door belastingen, dan ondervindt ook de optimale allocatie van schaarse, alternatief aanwendbare middelen (lees: vermogen) daar invloed van.

Belastingheffing beïnvloedt of verstoort economische beslissingen en veroorzaakt een welvaartsverlies, dat het bedrag overstijgt dat aan belasting wordt opgehaald. In de literatuur wordt dit welvaartverlies ook wel aangeduid

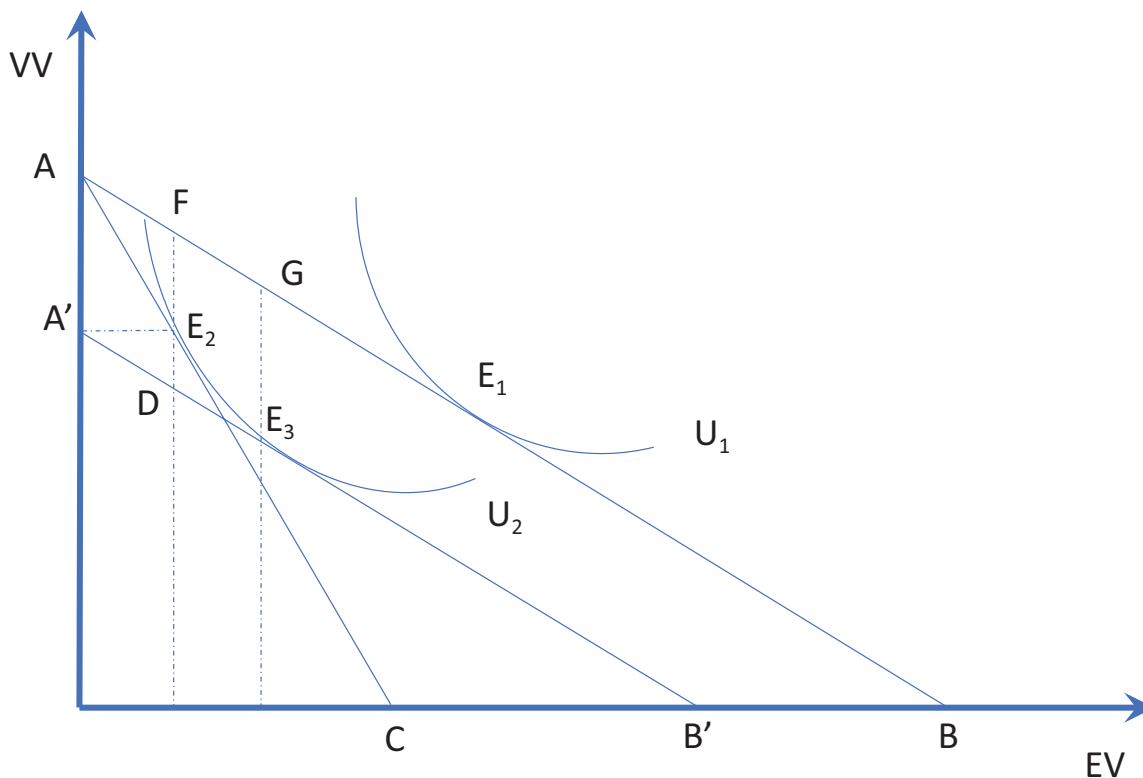
als excess burden, welfare cost of deadweight loss. Deze kosten komen voort uit fiscaal gedreven gedragsveranderingen. Deze verstoring wordt geïllustreerd in het volgende voorbeeld (zie figuur 4).²

De lijn AB stelt een (vereenvoudigde) financieringsbeslissingslijn (budgetlijn) van een vennootschap voor. Wij wijzen erop dat het gaat om een vereenvoudigde weergave

betaalt, valt – bij een gegeven financiering met EV – af te lezen als het verticale verschil tussen de lijn AB en de lijn AC. In de evenwichtssituatie bedraagt de belasting derhalve het lijnstuk E2F.

Het is logisch dat de vennootschap op een lagere nutscurve zit na de invoering van de belasting op EV. De vennootschap gaat er immers op achteruit. Ook bij andere

Figuur 4. Grafische voorstelling deadweight loss.



van de werkelijkheid. In de praktijk zijn VV en EV geen perfecte substituten (De Mooij 2003, p. 11). Deze lijn geeft alle denkbare combinaties weer van EV en VV die samen het beschikbare vermogen voor die vennootschap weergeven. Elk punt op deze lijn staat dus voor het beschikbare vermogen, waarbij er een bepaalde verhouding bestaat tussen financiering met EV en financiering met VV. De x-as staat voor financiering met EV en de y-as staat voor financiering met VV. In punt A wordt een investering geheel met VV gefinancierd en in punt B wordt een investering geheel met EV gefinancierd. U1 geeft de indifferentiecurve van de vennootschap weer. E1 is het evenwicht in deze situatie. Op enig moment wordt EV zwaarder belast dan VV. Er wordt een percentage belasting (bEV) geheven op EV, zodat de prijs voor EV (PEV) wordt $(1 + bEV) \cdot PEV$. Met andere woorden: de prijs van EV stijgt. Dit betekent dat de (budget)lijn AB om punt A draait, tot punt C. De richtingscoëfficiënt van de financieringsbeslissingslijn wijzigt namelijk van $-PEV/PVV$ in $-(1 + bEV)PEV/PVV$. Na de invoering van deze belasting op EV ontstaat het nieuwe evenwicht E2. In dit evenwicht gebruikt de vennootschap meer VV en minder EV dan in E1. Hierbij zit de vennootschap op een lagere indifferentiecurve, te weten U2. De belasting die de vennootschap

belastingen (die de vennootschap zou hebben getroffen) zou dit het geval zijn geweest. Het is echter de vraag of dit nutsverlies minimaal is, gegeven de belasting E2F die moet worden opgehaald, of dat er een manier is om ten minste evenveel belasting op te halen met minder economische verstoring. Om dit te bepalen, is het van belang vast te stellen wat het de vennootschap 'kost' om van U1 te worden verdrongen naar U2.

Grafisch kan dit worden weergegeven door het tekenen van een equivalent variation (verlies in welvaart). Deze lijn toont hoeveel van het investeringsbudget men zou moeten ontnemen van de vennootschap op de vennootschap op U2 te laten eindigen. Op deze wijze wordt het evenwicht E3 behaald. In dit voorbeeld wordt de equivalent variation weergegeven door het lijnstuk E3G. In de figuur is de equivalent variation E3G groter dan de oorspronkelijke belastingopbrengst E2F. Het welvaartsverlies van de belasting op EV (E2D) is precies het verschil tussen E3G en E2F. Indien in het voorbeeld EV en VV gelijk additioneel zouden worden belast, zou dit betekenen dat de budgetlijn van de onderneming zou verschuiven van AB naar A'B'. Het evenwichtspunt zou dan E3 zijn, waarbij meer belasting wordt opgehaald dan bij een heffing over alleen

EV. Dit betekent dat niet A'B' de nieuwe budgetlijn voor de vennootschap zou moeten worden, maar een (evenwijdige lijn) tussen AB en A'B'. Dit betekent dat een hogere indifferentiecurve dan U2 kan worden behaald, terwijl eenzelfde bedrag aan belasting wordt betaald als in de uitgangssituatie.

De uitkomst van dit voorbeeld waarin welvaartsverlies optreedt bij het zwaarder belasten van EV ten opzichte van VV, komt niet 'toevallig' voort uit het op een bepaalde manier tekenen van de indifferentiecurves. Aangetoond kan worden dat – mits indifferentiecurves een normaal (dat is een convex) verloop hebben – de invoering van een belasting die de relatieve prijs (in dit geval de prijs van eigen vermogen ten opzichte van de prijs van VV) beïnvloedt, een excess burden veroorzaakt (Rosen 1992, p. 309–310). Een belasting die de relatieve prijs van (kapitaal)goederen verandert, is daarom inefficiënt om een bepaald bedrag aan belasting te innen, aangezien de invoering een welvaartsverlies meebrengt dat groter is dan strikt noodzakelijk. In zoverre valt er dus ook iets te zeggen voor het aanscherpen van de generieke renteaftrekbepaling.

Fundamenteel blijft er dan echter een verschil bestaan tussen EV en VV. Zolang een onderneming niet wordt geraakt door de generieke renteaftrekbepaling, blijft het fiscaal aantrekkelijk te financieren met VV. Indien rente in het geheel niet aftrekbaar wordt gesteld, wordt de relatieve prijs van EV en VV minder of niet beïnvloed. Wel is het zo dat de marginale investeringsbeslissing dan sterker wordt verstoord (Van Strien 2007, p. 595–598).

Dus alles wat het verschil in de kostenvoet EV en VV na belastingen doet verkleinen, zal bijdragen aan het verkleinen van dit welvaartsverlies. Dat zou dus ook gebeuren met het voorstel om de fiscale behandeling van VV te versoberen.

7.2. Vermogensaftrek wereldwijd

Als Nederland een vermogensaftrek budgettair neutraal zou willen invoeren, dan zou het Vpb-tarief (aanzienlijk) moeten stijgen. Indien Nederland het tarief verhoogt, leidt dit tot de verstoring van de locatiebeslissing van multinationals, transferpricingperikelen, etc. Dit effect

kan zeer aanzienlijk zijn. Heckemeyer and Overesch hebben aan de hand van een meta-regressieanalyse van 27 studies onderzoek gedaan naar fiscale semi-elasticiteiten die rekening houden met alle potentieel verstoringende factoren. Het gaat hierbij om de elasticiteit voor multinationale dochterondernemingen. Zij komen tot een belasting-halfelasticiteit van de winst voor belastingen van ongeveer 0,8. Dit betekent dat een verhoging van het belastingtarief met één procentpunt in het gastland naar verwachting leidt tot een daling van de winst vóór belasting van een dochteronderneming met ongeveer 0,8% (Heckemeyer et al. 2017, p. 965–994).

Het standalone door Nederland budgettair neutraal invoeren van een vermogensaftrek lokt dus mogelijk ongewenste gedragseffecten uit. Een EU-brede invoering neemt de mogelijke verstoring van de locatiekeuze deels weg, maar een bredere invoering verdient de voorkeur. Het lijkt ons wenselijk dat het vraagstuk van de invoering van een – wereldwijde – vermogensaftrek op de agenda komt van het Inclusive Framework. Dit is een samenwerkingsverband van niet minder dan 140 landen, dat zich richt tegen belastingontwijking.³ In dat verband zou wellicht ook een bestemmingskasstroombelasting (destination based cashflow tax, DBCFT) kunnen worden bekeken (Auerbach et al. 2017).

Kort gezegd is een DBCFT een winstbelasting, waarbij alle investeringskosten in één keer ten laste van de winst kunnen worden gebracht. Voorts zijn bij een DBCFT importen niet aftrekbaar en worden exporten niet belast. Het voordeel van een DBCFT is dat deze de (marginale) investeringsbeslissing en de financieringsbeslissing niet verstoort. Dit heeft een DBCFT dus gemeen met een ACE, waarbinnen de rente aftrekbaar is, evenals een normale vergoeding op het EV (Van Strien 2019). Daarnaast treden onder een DBCFT niet langer verstoringen op van de locatiekeuze of van winstverschuiving door de manipulatie van transferpricing. Een ontwikkeling in het Nederlandse denken in de richting van een DBCFT is dan ook meer veelbelovend dan een aanscherping van de earningsstrippingwetgeving. In de tussentijd zou Nederland nogmaals kunnen onderzoeken in hoeverre een (cumulatief) incrementele vermogensaftrek een tijdelijke optie zou zijn.

■ **Dr. Piet Duffhues** is emeritus Hoogleraar Ondernemingsfinanciering, Tilburg University.

■ **Dr. Jeroen van Strien** is Hoofd Bureau Vaktechniek PKF Wallast en als universitair docent fiscaal recht verbonden aan de Radboud Universiteit Nijmegen en de VU Amsterdam.

Dankwoord

Met dank aan drs. Mark de Jager voor zijn commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

Noten

1. Deze paragraaf is ontleend aan Van Strien 2007, par. 2.4.2.2.
2. Voor een nadere behandeling van de effecten op belastingheffing op efficiency, en een uitleg en de uitgangspunten van (de bepaling van) een excess burden verwijzen wij naar Rosen HS (1992) *Public Finance*, Richard, D. Irwin Inc., Homewood (Ill.), hoofdstuk 14 en Musgrave et al. (1989) *Public Finance in Theory and Practice*, McGraw-Hill Book Company, New York, hoofdstuk 14 en 15.
3. <https://www.oecd.org/tax/beps/inclusive-framework-on-beps-composition.pdf>

Literatuur

- Auerbach AJ, Devereux MP, Keen M, Vella J (2017) Destination-based cash flow taxation, Oxford University Centre for Business Taxation, Working paper series 2017. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2908158>
- Brealey RA, Myers SC, Allen F (2008) *Principles of Corporate Finance*, ninth edition.
- De Jong A, Rosellón MA, Verwijmeren P (2006) De invloed van IFRS op preferente aandelen in Nederland. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 80(7/8): 336–342. <https://doi.org/10.5117/mab.80.20821>
- Desai MA, Foley CF, Hines JR (2004) A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets, *The Journal of Finance* 59(6): 2451–2487. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00706.x>
- DG TAXUD (2021) INCEPTION IMPACT ASSESSMENT EBRA – Debt Equity Bias Reduction Allowance, Ref. Ares(2021)3879996.
- Duffhues PJW (2006) *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten*, Stenfert Kroese, derde druk, Hoofdst 2 t/m 5.
- Europese Commissie 1 (2021) Voorstel voor een richtlijn inzake duurzaamheidsrapportage (corporate sustainability reporting), Brussel, 4 juni 2021 C(2021) 2800 final.
- Europese Commissie 2 (2021) Belastingheffing van ondernemingen in de 21e eeuw, COM(2021) 251 final, p. 13–14. <https://doi.org/10.5553/AB/0165-13312021101005004>
- Flamant E, Godar S, Richard G (2021) New Forms of Tax Competition in the European Union: an Empirical Investigation. *REPORT* 3(2021): 28–29, 53.
- Graham JR (2000) How Big Are the Tax Benefits of Debt. *The Journal of Finance* 55(5): 1901–1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- Hebous S, Klemm A (2019) Bron- en bestemmingsbelastingen op overwinst. In *Ontwerp voor een beter belastingstelsel*, Cnossen S, Jacobs B, red. ESB, p. 136–147.
- Heckemeyer JH, Overesch M (2017) Multinational’s profit response to tax differentials: Effect size and shifting channels. *Canadian Journal of Economics* 50(4[November]): 965–994. <https://doi.org/10.1111/caje.12283>
- Huizinga H, Laeven L, Nicodème G (2008) Capital structure and international debt shifting in Europe. *Journal of Financial Economics* 88(1): 80–118. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.006>
- Jacobs B (2019) Fundamentele hervorming van belastingen op kapitaalinkomen. In *Ontwerp voor een beter belastingstelsel*, Cnossen S, Jacobs B, red., ESB, p. 71.
- Lintner J (1965) Security Prices and Maximum Gains from Diversification. *The Journal of Finance* 20(4[December]): 587–615. <https://doi.org/10.2307/2977249>
- MvT (1959) MvT, Kamerstukken II 1959/60, 6000, nr. 3, p. 18 l.k.
- Modigliani F, Miller M (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Vol. 48, June.
- Modigliani F, Miller M (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review* 53(June).
- Miller MH (1977) Debt and Taxes. *The Journal of Finance* 32(2[May]): 261–275. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>
- De Mooij RA (2003) *Heeft de vennootschapsbelasting een toekomst?* Rotterdam, 2003, p. 10. <https://doi.org/10.1023/A:1026329920854>
- Musgrave RA, Musgrave PB (1989) *Public Finance in Theory and Practice*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1989, hoofdstuk 14 en 15.
- Rosen HS (1992) *Public Finance*, Richard, D. Irwin Inc., Homewood (Ill.), hoofdstuk 14.
- Sharpe WF (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance* 19(3[September]): 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Van Strien J (2019) Vijftig jaar eigen vermogen versus vreemd vermogen, De toekomst van de vennootschapsbelasting, *Lessen uit 50 jaar Wet VPB 1969*, redactie Stevens AJA and Van de Streek JL, Kluwer, p. 79–94.
- Van Strien J (2021) Annotatie bij Onderzoek naar een meer gelijke behandeling van eigen vermogen en vreemd vermogen, brief staatssecretaris 13 september 2021, NLF 2021/1873.
- Van Strien J (2007) *Renteaftrekbepalingen in de vennootschapsbelasting*, *Fiscale Monografieën* nr. 119, p. 578.
- Vijlbrief JA (2021) *Bevindingen onderzoek naar een meer gelijke behandeling van eigen vermogen en vreemd vermogen (brief staatssecretaris van Financiën 13 september 2021)*, 26 blz. <https://open.overheid.nl/repository/ronl-5382e6ee-e40c-47f4-8978-533c86026a95/1/pdf/onderzoek-fiscale-behandeling-van-eigen-en-vreemd-vermogen.pdf>
- Vrijburg H (2017) Ongelijke behandeling van eigen en vreemd vermogen is gewenst, *Economisch Statistische Berichten (ESB)*. 4753 blz. 424–426, 8 september.