



Internationaliseringsmonitor 2018-IV

# Financiële globalisering





# Internationaliserings- monitor

2018-IV

Financiële globalisering

## Verklaring van tekens

|                   |                                                                              |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| .                 | Gegevens ontbreken                                                           |
| *                 | Voorlopig cijfer                                                             |
| **                | Nader voorlopig cijfer                                                       |
| x                 | Geheim                                                                       |
| –                 | Nihil                                                                        |
| –                 | (Indien voorkomend tussen twee getallen) tot en met                          |
| 0 (0,0)           | Het getal is kleiner dan de helft van de gekozen eenheid                     |
| Niets (blank)     | Een cijfer kan op logische gronden niet voorkomen                            |
| 2017–2018         | 2017 tot en met 2018                                                         |
| 2017/2018         | Het gemiddelde over de jaren 2017 tot en met 2018                            |
| 2017/'18          | Oogstjaar, boekjaar, schooljaar enz., beginnend in 2017 en eindigend in 2018 |
| 2015/'16–2017/'18 | Oogstjaar, boekjaar, enz., 2015/'16 tot en met 2017/'18                      |

In geval van afronding kan het voorkomen dat het weergegeven totaal niet overeenstemt met de som van de getallen.

## Colofon

### *Uitgever*

Centraal Bureau voor de Statistiek  
Henri Faasdreef 312, 2492 JP Den Haag  
[www.cbs.nl](http://www.cbs.nl)

Prepress: Textcetera, Den Haag en CCN Creatie, Den Haag  
Ontwerp: Edenspiekermann  
Copyright foto's: Hollandse Hoogte

### *Inlichtingen*

Tel. 088 570 70 70  
Via contactformulier: [www.cbs.nl/infoservice](http://www.cbs.nl/infoservice)

ISBN 978-357-1566-0  
ISSN 2352-3549

© Centraal Bureau voor de Statistiek, Den Haag/Heerlen/Bonaire, 2018.  
Verveelvoudigen is toegestaan, mits CBS als bron wordt vermeld.

# Voorwoord

Geld lenen kost geld. De kosten van vreemd vermogen zijn, met de lage rente op de geld- en kapitaalmarkt, tegenwoordig historisch laag. Toch is het voor een aanzienlijk deel van de bedrijven in Nederland niet evident dat ze voldoende kapitaal weten te vergaren om hun ambities te realiseren. Zo is het nog altijd relatief moeilijker voor bedrijven in het mkb om in hun financieringsbehoeftes te voorzien. In 2016 wist het mkb in 76 procent van de gevallen het gevraagde financieringsbedrag volledig te krijgen, dat ten opzichte van ruim 95 procent voor het grootbedrijf.

In deze editie van de internationaliseringsmonitor is voor het eerst onderzocht in hoeverre internationaal actieve bedrijven financiële beperkingen ervaren vergeleken met bedrijven die zich op binnenlandse markten richten. Zo blijken exporteurs minder vaak tegen financiële belemmeringen aan te lopen dan niet-exporteurs. Het exporterend zelfstandig mkb ervaart vaker problemen met toegang tot externe financiering dan grote exporteurs en grote niet-exporteurs.

Een andere situatie waar internationaal actieve bedrijven mee te maken kunnen krijgen, is dat commerciële exportkredietverzekeraars het risico van bepaalde transacties te groot vinden. In zulke gevallen kunnen bedrijven een publieke exportverzekering afsluiten bij de overheid. Per saldo hield de Nederlandse economie in de periode 2015–2017 circa 4,5 miljard euro over aan deze publiek verzekerde export, wat neerkomt op 0,2 procent van het bbp.

Naast bedrijven die internationale economische activiteiten nastreven, zijn er ook bedrijven die om fiscale redenen in het buitenland actief zijn. Nederland speelt hierin een grote rol aangezien circa 80 procent van de inkomende buitenlandse investeringen direct doorstroomt naar het buitenland zonder enige vorm van economische activiteit in Nederland. Onderzoek in deze internationaliseringsmonitor laat zien dat zulke investeringsstromen samenhangen met het hebben van bepaalde belastingverdragen van Nederland met andere landen. De Nederlandse fiscale regelgeving is ook gericht op het aanjagen van innovatie in Nederland. Dit kan een tweeledig effect hebben: het kan bedrijven stimuleren op innovatie in te zetten, maar het biedt ook mogelijkheden voor belastingstructurering door het verplaatsen van intellectueel eigendom naar Nederland. Onderzoek in deze internationaliseringsmonitor biedt inzicht in deze verschillende effecten.

In deze editie van de internationaliseringsmonitor staat de financiële kant van globalisering centraal. In het dossier Globalisering op [www.cbs.nl/globalisering](http://www.cbs.nl/globalisering) vindt u nog meer informatie en kerncijfers op het gebied van globalisering. Tevens vindt u hier eerdere edities van de Internationaliseringsmonitor.

**Directeur-Generaal**

**Dr. T.B.P.M. Tjin-A-Tsoi**

Den Haag/Heerlen/Bonaire, december 2018

# Inhoud

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| Voorwoord                                  | 3  |
| Executive Summary                          | 9  |
| Financiële globalisering – een introductie | 14 |

## 1. Winstgevendheid van Nederlandse goederen- en dienstenhandelaars 19

|     |                                                        |    |
|-----|--------------------------------------------------------|----|
| 1.1 | Inleiding                                              | 21 |
| 1.2 | Zijn exporteurs ook winstgevender dan niet-exporteurs? | 21 |
| 1.3 | Exporteurs: lagere winstmarges maar toch meer winst    | 23 |
| 1.4 | Productiviteit en winstgevendheid                      | 24 |
| 1.5 | Literatuur                                             | 25 |

## 2. Toegang tot financiering en internationalisering 27

|     |                                                                  |    |
|-----|------------------------------------------------------------------|----|
| 2.1 | Inleiding                                                        | 29 |
| 2.2 | (Structurele) exporteurs vaker financieel beperkt of juist niet? | 33 |
| 2.3 | Samenvatting en conclusie                                        | 40 |
| 2.4 | Data en methoden                                                 | 41 |
| 2.5 | Bijlage: Gedetailleerde regressieresultaten                      | 47 |
| 2.6 | Literatuur                                                       | 47 |

## 3. Buitenlandse deelnemingen van het Nederlandse bedrijfsleven 51

|     |                                                                  |    |
|-----|------------------------------------------------------------------|----|
| 3.1 | Inleiding                                                        | 53 |
| 3.2 | Het zelfstandig mkb investeert vooral kleinschalig               | 55 |
| 3.3 | Meeste buitenlandse deelnemingen binnen de EU                    | 56 |
| 3.4 | Bijzondere Financiële Instellingen investeren vaker buiten de EU | 57 |
| 3.5 | Literatuur                                                       | 59 |

#### **4. Geldstromen van BFI's in Nederland; welke rol spelen bilaterale verdragen? 61**

- 4.1 Inleiding **63**
- 4.2 Nederland investeringsland of doorsluisland? **68**
- 4.3 Nederland als spil in het internationale verdragenstelsel **70**
- 4.4 Nederland en buitenlandse investeringen: Spilfiguur of Spillebeen? **74**
- 4.5 Conclusie en discussie **78**
- 4.6 Bijlage **80**
- 4.7 Literatuur **86**

#### **5. De bijdrage van de publieke exportkredietverzekering aan de Nederlandse economie 91**

- 5.1 Inleiding **93**
- 5.2 Vooral grond-, water- en wegenbouw, scheepsbouw en machine-industrie maken gebruik van exportkredietverzekering **93**
- 5.3 Ook toeleveranciers profiteren van de exportkredietverzekering **95**

#### **6. De relatie tussen innovatie, belastingstructurering en economische activiteit in Nederland 99**

- 6.1 Inleiding **101**
- 6.2 Relatie innovatie en belastingafdracht **105**
- 6.3 Relatie innovatie en economische activiteit **109**
- 6.4 Samenvatting en discussie **114**
- 6.5 Bijlage 1: Data- en methodebeschrijving **117**
- 6.6 Bijlage 2: Gedetailleerde regressieresultaten **122**
- 6.7 Literatuur **123**

#### **7. Handel en wisselkoersrisico; de lage landen doorgelicht 125**

- 7.1 Inleiding **127**
- 7.2 Onderzoek in een nieuw jasje **127**
- 7.3 Handel van Nederland sterker gericht op niet-Eurozone dan Belgische **129**
- 7.4 Importeurs staan sterker bloot aan wisselkoersschommelingen **133**
- 7.5 Implicaties voor het beleid? **134**
- 7.6 Literatuur **134**

|                                   |            |
|-----------------------------------|------------|
| Begrippen                         | <b>135</b> |
| Eerder verschenen kwartaaledities | <b>141</b> |
| Dankwoord                         | <b>142</b> |
| Medewerkers                       | <b>143</b> |



# Executive Summary

The Internationalisation Monitor describes trends in internationalisation and the consequences thereof for the Dutch economy and society. It is published quarterly as part of the Globalisation programme at Statistics Netherlands (CBS), which is commissioned by the Dutch Ministry of Foreign Affairs.

In this edition, we focus on the financial side of globalisation. The Netherlands has a strong and internationally oriented economy. Internationalisation has financial aspects, such as the necessary access to finance in order to start operating as an export company. Access to financial resources is partly dependent on the financial health of companies. More productive companies are better able to start exporting than less productive companies, but the effects on profit are less well-known. The Dutch government provides a number of tax arrangements to support the private sector in the international context; for example, to stimulate innovation activities such as research and development (R&D). The downside of such provisions is that they may be used for tax structuring purposes by multinationals. The same applies to bilateral treaties (e.g. on taxation, trade and investment) which make the Netherlands a propitious environment for investments, but which may also support special-purpose vehicles that do not actually invest in the Netherlands but channel their investments to other countries.

Another financial aspect of globalisation is exposure to exchange rate fluctuations. These are likely to affect company value and share prices. Export activities also carry risks; companies can insure themselves against these risks. For high-risk export activities, the Dutch government provides a Public Export Credit Guarantee (PECG). This edition of the Internationalisation Monitor examines these financial aspects of internationalisation in more detail.

Listed below are some of the main findings presented in this edition:

## Chapter 1: Profitability of international traders

- On average, Dutch exporters make higher profits than non-exporters. This is mainly due to the fact that they tend to be larger and more productive.
- Despite making higher profits, the profit margins of Dutch exporters remain significantly lower than those of non-exporters.

- Although profit margins tend to be higher for more productive companies, they are also lower for larger companies as the latter have higher expenditure in investment.
- Since exporters are larger in terms of number of employees, pay higher wages and bear higher costs in general when expanding to new markets abroad, they have profit margins that are lower on average than for non-exporters.

## Chapter 2: Access to finance and internationalisation

- Entering an export market involves significant costs, which only a select few are able to finance. This is why only the best companies, i.e. the more productive ones, end up as exporters.
- These more productive companies are often relatively more focused on improving and expanding, whether it is improving their own product to be more competitive both domestically and internationally, expanding their workforce by adding more qualified (and therefore highly paid) staff or expanding into new export markets.
- All these activities require sufficient access to funds.
- Whether a company is enjoying sufficient access to finance is often not observable. The information we have is restricted to surveys where firms themselves answer questions about the perceived or actual extent to which they enjoy access to sufficient funds.
- Based on the conclusions of these surveys, a certain image of financially restricted companies has emerged. Symptoms of insufficient access to finance include lower liquidity, higher debt ratios, higher debt financing costs and lower profitability.
- Many contributions in the relevant literature use these insights to compose a measure of access to finance that ranks companies in terms of how well they are able to obtain sufficient funds.
- In this chapter we replicate two of those measures for Dutch firms. We also introduce one of our own, based on various insights from the literature as well as available surveys.
- We conclude that exporters generally enjoy better access to finance than non-exporters. We also notice that exporters constitute a highly heterogeneous group. Perennial exporters, for example, seem to have better access to finance than occasional exporter. Enterprises just starting to export are confronted with financial constraints more often than exporters that have been active for several years.

## Chapter 3: Outward foreign investments of firms in the Netherlands

- Cross-border investments are a step only few firms are willing and able to take due to the many risks and costs associated with them.
- Independent small and medium sized companies (SMEs) are far less likely to have foreign investments than large firms.
- Even when SMEs hold investments abroad, they are more likely to be in the form of minority interests.
- More than half of all foreign investments by Dutch firms take place within the European Union.
- Special-purpose enterprises often mainly invest within the European Union as well, albeit not as often.

## Chapter 4: Foreign investments and taxation, investment and trade agreements

- In 2017, the total inward stock of Foreign Direct Investment (FDI) amounted to 4,587 billion euros. Eighty percent was in the form of investments in special-purpose vehicles (SPV). The total outward FDI stock was 5,149 billion euros, of which 71 percent consisted of SPV investments. Outward FDI has grown threefold since 2004, while the share of SPV investments has remained fairly constant since then.
- The Netherlands has signed 142 double taxation agreements, 91 investment treaties and 581 trade agreements bilaterally, ranking it amongst the top in the world.
- In the presence of a double taxation agreement, the share of bilateral SPV investments in total FDI is 6.7 percentage points higher than in its absence.
- Shallow trade agreements that solely focus on removing barriers to trade do not significantly affect the SPV share in total FDI. However, in the presence of deep trade agreements, the SPV share may be up to 17 percentage points higher.
- Bilateral Investment Treaties (BITs) do not seem to significantly affect the share of SPV investments. However, we do observe that for developed non-EU countries, the SPV share is significantly lower in the presence of a BIT. In addition, in the presence of a BIT, the SPV share in total FDI is 7.5 percentage points lower in developed than in developing countries. These results suggest that BITs may be used by SPVs to protect their investments in developing countries.

## Chapter 5: The contribution of the Public Export Credit Guarantee to the Dutch economy

- The Public Export Credit Guarantee (PECG) stimulates and safeguards risky export transactions, e.g. when banks lack capacity or when the destination country is unsafe.
- 310 export transactions were covered by a PECG in 2015–2017, accounting for a total value of 6,9 billion euros.
- Civil engineering projects claim the larger share of the PECG (48 percent), followed by ship-building (26 percent) and machine industry (19 percent).
- Dutch companies benefit from the PECG in terms of value added and employment opportunities:
  - 4.5 billion euros was the amount gained in 2015–2017, both by companies that use the PECG directly and by supplying industries
  - Nearly 52 thousand jobs were created in 2015–2017.

## Chapter 6: Trade and exchange rate exposure

- The results show that in general, companies located in the Netherlands which innovate benefit from a relatively low tax burden. This holds for both innovation input (investments in R&D) and innovation output (patenting). This suggests that the Dutch tax regime stimulates innovative efforts. An important additional finding is that foreign companies do not pay less tax than other firms and tax payments by foreign firms are not significantly correlated with R&D and patenting activity.
- A comparison between productivity and profit-wage ratio of companies making use of R&D tax incentives and those that do not provides contrasting evidence. Overall, we find that companies making use of these tax incentives have higher labour productivity as well as higher profit wage ratios. This suggests that any additional income derived from increased productivity is not proportionally shared with employees through increased wages.
- This result holds regardless of nationality of ownership, but foreign companies show the highest productivity differential, combined with the highest profit-wage differential. Unless the excess profits are invested locally, this indicates that the contribution to the local economy of foreign companies with tax benefits aimed at innovation is in fact lower than would be expected based on their relative productivity.
- We conclude overall that companies do not seem to use tax incentives aimed at innovation to shift profits to the Netherlands, but it does seem that foreign

companies making use of these incentives are able to generate relatively large profits, which are not associated with higher wages of local employees.

## Chapter 7: Trade and exchange rate exposure

- Extensive academic research has been done on the effects exchange rate fluctuations have on firm value or the stock return, yielding mixed results.
- An increase in the exchange rate will lead to stronger competition for exporting companies because products will become more expensive abroad.
- For importers, an upward exchange rate is favourable because less of the same domestic currency is needed for the same quantity of imported products.
- This innovative research uses a firm-specific effective exchange rate based on monthly data from both import and export data for both the Netherlands and Belgium, enabling a comparative setup for both open economies.
- Dutch companies are more involved in world trade compared to Belgian ones, making them more vulnerable to exchange rate fluctuations as a result.
- Dutch and Belgian firms may react differently to the exchange rate and trade policy actions of the European Union, due to the different level of involvement in world trade.
- Dutch companies are more loyal to their trading partners than Belgian ones, giving them higher exchange rate exposure.
- Importing companies have higher exchange rate exposure because they also engage more in international trade and encounter trade barriers when doing so.
- The European Central Bank (ECB) should realise that even for similar economies such as the Netherlands and Belgium, their respective trade and exchange rate policies may have different results since their focus on international trade may differ significantly.

# Financiële globalisering – een introductie

Aan globalisering zit een financiële kant die in recente jaren steeds nauwer verweven raakt met de reële economie. Om te kunnen starten met exporteren bijvoorbeeld is kapitaal nodig. Dat kan eigen kapitaal zijn, maar vaak hebben bedrijven hier financiering voor nodig. Voor het verkrijgen van deze financiering zijn bedrijven afhankelijk van investeerders en kredietverschaffers. Of een bedrijf ook financiering krijgt hangt onder andere af van de financiële gezondheid van een bedrijf. Niet elk bedrijf met een financieringsbehoefte krijgt daadwerkelijk financiering. Dat beperkt de mogelijkheden voor deze bedrijven om de stap over de grens te maken.

De overheid biedt verschillende fiscale regelingen om het bedrijfsleven in Nederland te ondersteunen in de internationale context, waaronder verschillende fiscale regelingen om innovatie aan te jagen. Een daarvan is bijvoorbeeld belastingkorting voor investeringen in *research & development (R&D)*. Het belang van intellectueel eigendom zoals patenten, handelsmerken en *copyrights* neemt steeds verder toe in globaliserende wereld. Een keerzijde van deze fiscale regelingen is dat ze door multinationals ook gebruikt kunnen worden voor belasting-structureringsdoeleinden.

Ook treft de overheid maatregelen gericht op het verbeteren van het vestigingsklimaat en stimuleren van buitenlandse investeringen. Dit doet zij doormiddel van bilaterale verdragen met andere landen, die ruwweg in te delen zijn in fiscale, investerings- en handelsverdragen. Nederland is wereldwijd een van de koplopers wat betreft het aantal afgesloten verdragen. Dat maakt Nederland een aantrekkelijk vestigingsland voor multinationals, maar werkt ook grensoverschrijdende belastingstructurering in de hand. Bijzonder Financiële Instellingen zijn bedrijven die geen of nauwelijks economische activiteit ondernemen binnen Nederland, en hier vrijwel uitsluitend om fiscale redenen gevestigd zijn. Vooral de fiscale verdragen staan wat dat betreft onder discussie, omdat ze gebruikt kunnen worden om de effectieve belastingdruk zo laag mogelijk te maken.

Niet alleen aan starten met exporteren, maar ook aan specifieke exportactiviteiten zitten financiële aspecten. Een voorbeeld hiervan zijn exportrisico's. Bedrijven kunnen zich voor deze risico's verzekeren. Sommige exportactiviteiten zijn echter

dermate risicovol dat commerciële verzekeraars niet garant willen staan voor de betalingsrisico's. De overheid biedt voor deze activiteiten de mogelijkheid tot een publieke exportkredietverzekering. Deze verzekering maakt risicovolle exportactiviteiten mogelijk die anders waarschijnlijk niet plaats zouden vinden, terwijl ze vaak wel economisch lucratief zijn.

Bij handelen en investeren over landsgrenzen – in ons geval de grenzen van de Eurozone –, speelt ook het issue van wisselkoersen en wisselkoersrisico's. Fluctuaties in wisselkoersen kunnen zowel gunstige als ongunstige effecten hebben voor handelaren en investeerders. De meeste internationaal actieve bedrijven houden er uiteraard rekening mee dat de wisselkoers kan fluctueren. Ze dekken zich hier (vaak op korte termijn) tegen in. Soms zijn er echter onverwachte schommelingen, ontwikkelingen van lange duur of onverwachte crisissen. De economie in een internationaal georiënteerd land als Nederland is hier waarschijnlijk kwetsbaarder voor dan minder internationaal gerichte economieën.

In deze editie van de Internationaliseringsmonitor komen de verschillende financiële kanten van globalisering uitgebreid aan bod.

**Hoofdstuk 1** bespreekt de relatie tussen productiviteit, internationalisering en winstgevendheid. De meest productieve bedrijven zetten de stap over de grens, omdat exporteren veel kosten met zich meebrengt. Dit geldt zowel voor goederen- als dienstenhandelaren. De winstgevendheid van een bedrijf is een belangrijke maat voor financiële gezondheid en is daarom van invloed op de mate waarin het bedrijf toegang tot financiering geniet. Productievere bedrijven hebben gemiddeld hogere winstmarges. Grotere bedrijven aan de andere kant hebben gemiddeld juist lagere winstmarges. Exporteurs zijn gemiddeld productiever en groter dan niet-exporteurs. Ook maken zij hogere winsten dan bedrijven die alleen voor de binnenlandse markt produceren. Echter, doordat exporteurs groter zijn en hogere kosten maken zijn hun winstmarges lager dan bedrijven die niet exporteren.

In **hoofdstuk 2** komt de toegang tot bedrijfsfinanciering van het zelfstandig MKB en het grootbedrijf aan bod in het kader van internationalisering. Toegang tot financiering is zelden direct waarneembaar. In de wetenschappelijke literatuur zijn diverse maten ontwikkeld om toegang tot financiering alsnog indirect te meten. In dit hoofdstuk stellen we drie dergelijke indicatoren samen en passen die toe op Nederlandse data om de samenhang tussen internationalisering en toegang tot financiering in kaart te brengen. Toetreden tot (nieuwe) exportmarkten gaat gepaard met aanzienlijke kosten. Het zijn daarom de beste, oftewel meest productieve, bedrijven die deze kosten kunnen dragen. Productievere bedrijven hebben vaker beter toegang tot financiering. Het zijn dus de meest financieel

gezonde bedrijven die de stap naar internationalisering kunnen zetten. Zo blijkt dat exporteurs van zowel goederen als diensten minder vaak te maken krijgen met financiële beperkingen vergeleken met niet-exporteurs. Exporteurs vormen echter geen homogene groep. Zo zijn startende exporteurs vaker financieel beperkt dan bedrijven die al een aantal jaren regelmatig exporteren. Daarnaast hebben bedrijven die structureel exporteren gemiddeld betere toegang tot financiering dan bedrijven die slechts sporadisch exporteren. Ook exporteurs uit het zelfstandig MKB ondervinden vaker financieringsbeperkingen dan het grootbedrijf.

**Hoofdstuk 3** gaat in op buitenlandse deelnemingen van het Nederlandse bedrijfsleven (zelfstandig MKB en grootbedrijf). De stap om over de grens te investeren is voor de meeste ondernemingen groot. Er zijn meer kosten mee gemoeid dan met exporteren, en het is minder makkelijk omkeerbaar. De twee belangrijkste redenen om in het buitenland te investeren zijn het ontplooiën van reële economische activiteiten, of het minimaliseren van belastingafdracht door belastingstructurering. Bedrijven die zich om de tweede reden in Nederland hebben gevestigd noemen we *Bijzondere Financiële Instellingen (BFI's)*. In aantallen bedrijven met buitenlandse deelnemingen, investeert het zelfstandig mkb het vaakst in het buitenland, maar dit is ook de grootste groep bedrijven. Het grootbedrijf investeert relatief het vaakst. Zelfstandig mkb-ers nemen relatief vaker minderheidsdeelnemingen in buitenlandse bedrijven dan het grootbedrijf. Meer dan de helft van alle buitenlandse deelnemingen vindt plaats binnen de EU, in het zelfstandig MKB iets vaker dan in het grootbedrijf. BFI's investeren ook vaak binnen de EU, maar minder vaker dan reguliere ondernemingen. BFI investeringen gaan relatief vaker naar landen buiten de EU, bijvoorbeeld in Azië en Latijns-Amerika en de Caraïben.

**Hoofdstuk 4** besteedt aandacht aan de inkomende en uitgaande directe buitenlandse investeringen (DBI) en verschillende verdragen die Nederland bilateraal heeft afgesloten. Nederland behoort jaarlijks tot de top vijf van de wereld wat betreft de waarde van inkomende en uitgaande DBI. Tachtig procent van de inkomende DBI is echter afkomstig van Bijzonder Financiële Instellingen (BFI's) die hun investeringen zonder enige economische activiteit binnen Nederland doorsluizen naar verdere bestemmingen. Tegelijkertijd is Nederland een spil in het internationale verdragenstelsel, daar het tot de landen behoort met de meeste investerings-, handels- en fiscale verdragen. Analyses wijzen uit dat zowel de fiscale- als handelsverdragen eigenschappen hebben die het voor BFI's aantrekkelijk maken investeringen door Nederland te sluizen.

**Hoofdstuk 5** gaat in op de bijdrage van de publieke exportkredietverzekering aan de Nederlandse economie. 310 exporttransacties werden in 2015 tot en met 2017

verzekerd met een publieke exportkredietverzekering. De totale waarde van deze transacties was 6,9 miljard euro. Ongeveer de helft hiervan kwam van de grond-, water-, en wegenbouw, de andere helft voornamelijk van de overige transportmiddelenindustrie en machine-industrie. Aan deze export verdienden bedrijven in Nederland gezamenlijk 4,5 miljard euro, de toeleveranciers meegerekend. Er waren in totaal 52 duizend banen mee gemoeid.

**Hoofdstuk 6** behandelt in welke mate de innovatieve activiteiten van ondernemingen verband houden met reële economische activiteiten in Nederland, en in hoeverre intellectueel eigendom vanwege belastingstructurering in Nederland wordt ondergebracht. Intellectueel eigendom is onder invloed van de toenemende globalisering steeds belangrijker geworden. De overheid heeft stimulatie van innovatie tot speerpunt gemaakt. Innoverende ondernemingen hebben in Nederland te maken met een relatief lagere winstbelasting dan bedrijven die niet innoveren. Ondernemingen die gebruik maken van stimulatie maatregelen hebben een hogere arbeidsproductiviteit en hogere winst-loon ratio dan bedrijven die dit niet doen. Er zijn geen aanwijzingen dat ondernemingen inkomen naar Nederland verplaatsen om hun belastingafdrachten te minimaliseren door gebruik te maken van het fiscale beleidsinstrumentarium voor stimulatie van innovatie. Wel lijken zij dit instrumentarium in te kunnen zetten om hogere winsten te genereren, waarvan de baten niet evenredig bij het personeel in Nederland terecht komen.

In **hoofdstuk 7** komt de relatie tussen wisselkoersen en aandelenkoersen aan bod. Internationale handel buiten de EU stelt bedrijven bloot aan wisselkoersschommelingen. Bedrijven kunnen zich hier maar gedeeltelijk tegen wapenen. Nederlandse bedrijven zijn in vergelijking met Belgische bedrijven relatief vaker actief op de markt buiten de EU. Nederlandse aandeelkoersen hangen sterker samen met de bedrijfsspecifieke wisselkoersen dan Belgische aandelenkoersen. In economisch onrustige periodes (zoals crisisperiodes) reageren Nederlandse en Belgische bedrijven verschillend, tijdens rustige periodes niet. Ook blijken de aandelenkoersen van importeurs sterker te reageren dan van exporteurs. Importeren buiten de EU-zone blijkt dus risicovoller dan exporteren buiten de EU-zone.



1.

# Winstgevendheid van Nederlandse goederen- en dienstenhandelaars

Auteurs

Angie Mounir

Marcel van den Berg

**4** procentpunten lager is de mediane winstmarge van exporteurs vergeleken met die van niet-exporteurs in de industrie

**2,5** keer zo hoog is de mediane winst van exporteurs vergeleken met die van niet-exporteurs in de industrie



**Nederland is een relatief kleine economie. Dat betekent dat als een bedrijf de ambitie heeft om te groeien en tot schaalvergroting te komen het al snel is aangewezen op buitenlandse markten. Dit zien we terug in het feit dat goederen- en dienstexporteurs hogere bedrijfswinsten weten te realiseren, met name omdat ze gemiddeld simpelweg groter en ook productiever zijn. Deze hogere bedrijfswinsten zijn echter ontleend aan gemiddeld lagere winstmarges dan de marges die niet-exporteurs weten te realiseren. Dit hangt bijvoorbeeld samen met de intensere competitie op internationale markten, maar ook met het feit dat exporteurs hun productievere personeel gemiddeld hogere lonen betalen dan niet-exporteurs.**

## **1.1 Inleiding**

Dat goederenexporteurs op veel fronten beter presteren dan niet-exporteurs is inmiddels herhaaldelijk vastgesteld in de wetenschappelijke literatuur. Goederenexporteurs zijn groter, productiever en betalen hogere lonen (Bernard & Jensen, 1995 en 1999; Bernard, Jensen, Redding & Schott, 2007; Wagner, 2007 en 2012; Jaarsma, 2013). Internationale dienstenhandelaars blijken ook veel gemeen te hebben met goederenhandelaars (Walhout, 2017; Breinlich & Criscuolo, 2011; Ariu, 2012). Maar er zijn ook verschillen tussen goederen- en dienstenhandelaars. Bedrijven die uitsluitend diensten exporteren zijn bijvoorbeeld kleiner in termen van aantallen werknemers en productiever dan exporteurs die uitsluitend goederen verhandelen (Breinlich & Criscuolo, 2011; Walhout, 2017; Vos & Jaarsma, 2017).

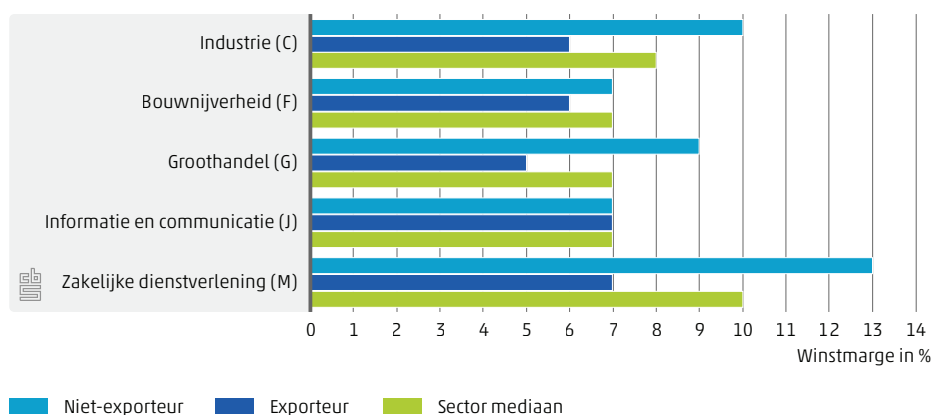
## **1.2 Zijn exporteurs ook winstgevender dan niet-exporteurs?**

De meest productieve bedrijven zijn degene die uiteindelijk de stap naar internationalisering zetten. Starten met exporteren brengt veel kosten met zich mee. Die bedrijven die de kosten en risico's van internationalisering kunnen dragen zijn degene die de stap naar internationalisering zetten (Bernard & Jensen, 1999). Om deze stap te kunnen zetten hebben bedrijven vaak wel aanvullende financiering nodig. Winstgevendheid is dan een belangrijke maat van financiële gezondheid waar investeerders of kredietverschaffers hun beslissing op baseren om een bedrijf al dan niet van dienst te zijn. Daarmee beïnvloedt winstgevendheid de mate waarin een bedrijf toegang tot interne en externe financiering geniet en mogelijk de mate

waarin het de stap naar buitenlandse markten kan zetten. De vraag rijst dan of internationaal actieve bedrijven dan ook winstgevender zijn dan bedrijven die zich op de binnenlandse markt richten?

Winstgevendheid wordt vaak gemeten aan de hand van winstmarges, simpel gezegd de winst per euro omzet. De mate van winstgevendheid van bedrijven is onder andere afhankelijk van bedrijfstak. Iedere bedrijfstak kent zijn eigen standaarden voor wat als winstgevend of financieel gezond gezien wordt. Figuur 1.2.1 laat zien hoe de mediane winstmarges van exporteurs en niet-exporteurs afwijken van de mediaan van de bedrijfstak als geheel in de vijf bedrijfstakken met de meeste exporteurs. Met exporteurs bedoelen we bedrijven die goederen en/of diensten exporteren. In alle bedrijfstakken zijn de winstmarges van niet-exporteurs hoger dan die van exporteurs.

### 1.2.1 Mediane winstmarge naar bedrijfstak en type handelaar, 2016



**0,8** procentpunt lager is de  
mediane winstmarge van bedrijven die  
alleen goederen exporteren vergeleken  
met die van exporteurs die uitsluitend  
diensten uitvoeren in de groot- en  
detailhandel

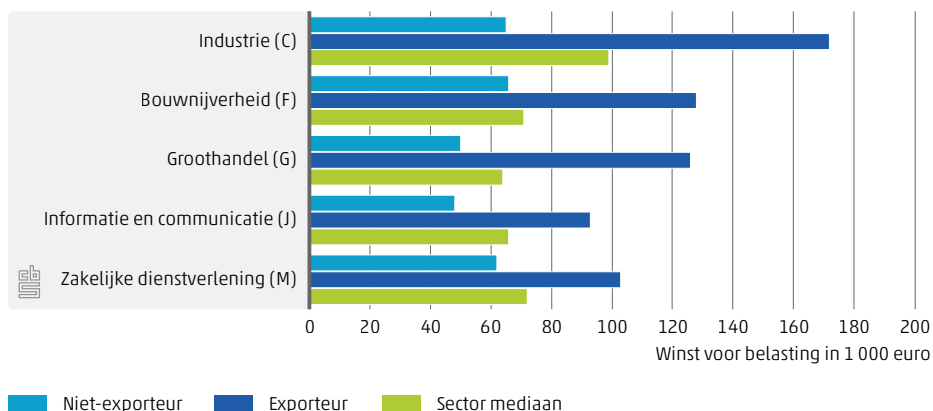


Als we vervolgens dienstenhandelaren met goederenhandelaren vergelijken, zien we dat bedrijven die alleen diensten uitvoeren hogere marges realiseren dan bedrijven die alleen goederen exporteren. In de groot- en detailhandel, bijvoorbeeld, is de mediane winstmarge van bedrijven die uitsluitend diensten exporteren 6,1 procent in 2016, dat ten opzichte van 5,3 procent onder bedrijven die alleen goederen exporteren. Groot- en detailhandelaars die zowel goederen als diensten exporteren hadden met 4,2 procent de laagste mediane winstmarge onder exporteurs. Een vergelijkbaar beeld van de verschillen tussen exporteurs en niet-exporteurs en tussen groepen exporteurs ontstaat als we naar een alternatieve maatstaf van winstgevendheid kijken zoals de rentabiliteit van het totaal vermogen, ofwel hoeveel winst een bedrijf genereert per euro totaal vermogen.

## **1.3 Exporteurs: lagere winstmarges maar toch meer winst**

Dat exporteurs lagere winstmarges hebben dan niet-exporteurs betekent niet dat ze minder winst boeken. Figuur 1.3.1 laat zien dat exporteurs, met name bedrijven die zowel goederen als diensten exporteren, aanzienlijk hogere winsten boeken dan niet-exporteurs. Dit is intuïtief logisch, omdat bedrijven anders niet direct een reden hebben om de stap naar het buitenland te zetten, in eerste aanleg gaat het een bedrijf er natuurlijk om dat het wat oplevert onder de streep.

### 1.3.1 Mediane winst voor belasting naar bedrijfstak en type handelaar, 2016



De resultaten laten dus zien dat de marges op internationale markten gemiddeld lager zijn, maar dat de omvang van de buitenlandse markt bedrijven wel in staat stelt om hogere totaalwinsten te realiseren. Tussen exporteurs die zich alleen op goederen richten en degene die alleen diensten exporteren wisselt het verschil daarbij per bedrijfstak. In dienstensectoren boeken dienstenexporteurs hogere winsten terwijl goederenexporteurs meer winst maken in de industrie en de groothandel.

## 1.4 Productiviteit en winstgevendheid

Om het beeld van de relatie tussen winstgevendheid en internationalisering te vervolledigen is het van belang om niet alleen naar verschillen tussen bedrijfstakken te kijken maar ook naar andere relevante bedrijfskenmerken zoals productiviteit en bedrijfsomvang. Van den Berg, Van Marrewijk & Tamminen (2018) laten zien dat winstgevendheid (winstmarges) vooral samenhangt met productiviteit. Productievere bedrijven zijn gemiddeld winstgevender dan minder productieve bedrijven. Dit geldt zowel voor exporteurs als voor non-exporteurs. Als er rekening wordt gehouden met zaken als omvang, productiviteit en kapitaalintensiteit van het bedrijf en verschillen tussen bedrijfstakken, dan hebben goederenexporteurs meestal lagere, maar in ieder geval geen hogere, winstmarges dan bedrijven die niet in goederen handelen (Van den Berg et al., 2018).

We komen hier tot dezelfde conclusies als we de analyses van Van den Berg et al. (2018) repliceren voor zowel goederen- als dienstenhandelaars in de jaren 2012 tot en met 2016. We vinden eveneens dat winstmarges hoger zijn voor productievere bedrijven ongeacht hun exportstatus. Daarnaast vinden we dat deze lager zijn voor grotere bedrijven (in termen van werkgelegenheid) ongeacht hun exportstatus. Exporteurs zijn gemiddeld productiever dan niet-exporteurs. Tegelijkertijd zijn ze ook groter en betalen ze hun productievere personeel gemiddeld hogere lonen.

Verder zien we binnen de groep exporteurs dat bedrijven die zowel goederen als diensten exporteren minder winstgevend zijn dan exporteurs die alleen goederen of diensten exporteren. Hoewel productiever, zijn bedrijven die zowel goederen als diensten exporteren ook groter dan bedrijven die of alleen goederen of alleen diensten exporteren. Dit lijkt erop te duiden dat goederen- of dienstexport een extra dimensie van de extensieve marge is. Oftewel, als een bedrijf al goederen exporteert naar een bepaalde markt is er nog een aanvullende investering nodig alvorens het daar ook diensten kan gaan afzetten en vice versa, wat ten koste gaat van de winstmarge.

## 1.5 Literatuur

Ariu, A. (2012). *Services versus goods trade: Are they the same?* (National Bank of Belgium working paper series 237). Brussels: National Bank of Belgium.

Berg, van den, M., Marrewijk, van, C., & Tamminen, S. (2018). [Trade, productivity and profitability: On profit levels and profit margins](#). *World Economy*, 41(8), 2149–2174.

Bernard, A., & Jensen, B. (1995). Exporters, jobs and wages in U.S. Manufacturing: 1976–1987. *Brooking Papers: Microeconomics*, 1995 (1995), 67–119.  
DOI: 10.2307/2534772

Bernard, A., & Jensen, B. (1999). Exceptional exporter performance: cause, effect or both?. *Journal of International Economics*, 47(1), 1–25. DOI: 10.3386/w6272

Bernard, A., Jensen, B., Redding, S., & Schott, P. (2007). Firms in international trade. *Journal of Economic Perspectives*, 21(3), 105–130. DOI: 10.3386/w13054

Breinlich, H., & Criscuolo, C. (2011). International trade in services: a portrait of importers and exporters. *Journal of International Economics*, 84(2), 188–206.  
DOI: 10.1016/j.jinteco.2011.03.006

Jaarsma, M. (2013). Werknemers bij internationaal opererende bedrijven beter betaald. In *Sociaal Economische Trends 2013*. Heerlen/Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

Vos, S., & Jaarsma, M. (2017). Bedrijven met internationale handel in diensten, dezelfde prestaties als bedrijven met goederenhandel?. In *CBS Internationaliseringsmonitor 2012*. Heerlen/Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

Wagner, J. (2007). Exports and productivity: A survey of the evidence from firm-level data. *World Economy*, 30(1), 60–82.

Wagner, J. (2012). Average wage, qualification of the workforce and export performance in German enterprises: Evidence from KombiFiD data (Working paper Series in Economics 224). Lüneburg: University of Lüneburg.

Walhout, J., (2017). Karakteristieken van bedrijven met internationale van bedrijven handel in diensten. In *CBS Internationaliseringsmonitor 2017*. Heerlen/Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

**2.**

# **Toegang tot financiering en internationalisering**

Auteurs

Angie Mounir

Rik van Roekel



**1,5**

keer zo hoog is de waarschijnlijkheid van financieringstekorten onder het exporterende zelfstandig mkb ten opzichte van exporteurs behorend tot het grootbedrijf

**5 - 6**

procentpunten lager is de rentabiliteit van het totaal vermogen van exporteurs vergeleken met niet-exporteurs in de groot- en detailhandel en de dienstverlening.

**Onvoldoende toegang tot financiering wordt regelmatig genoemd als een mogelijke uitdaging voor bedrijven die internationaal actief zijn of willen worden. In dit hoofdstuk wordt deze kwestie nader onder de loep genomen. Hebben exporteurs vaker te maken met financieringsbeperkingen? Komen structurele exporteurs vaker onder financiële druk te staan ten opzichte van incidentele exporteurs of juist niet? Omdat met de huidige CBS statistieken toegang tot financiering niet rechtstreeks is te meten, hebben we drie financieringsindices samengesteld uit diverse bedrijfskenmerken waarvan (in de wetenschappelijke literatuur) de samenhang met financieringsbeperkingen vastgesteld is. De toegang tot financiering van onder andere internationaal actieve bedrijven wordt vervolgens in kaart gebracht aan de hand van een combinatie van beschikbare microdata en deze samengestelde indicatoren.**

## 2.1 Inleiding

Voldoende toegang tot financiering is van groot belang voor de ontwikkeling van een bedrijf. Voldoende financiering is niet alleen bepalend voor het investeringsgedrag van een bedrijf maar ook cruciaal voor het besluit om toe te treden tot buitenlandse markten. Bij toetreding tot een buitenlandse markt krijgen startende exporteurs te maken met aanzienlijke vaste en verzonken kosten. Denk bijvoorbeeld aan kosten voor marktverkenning en analyse, onderzoek en ontwikkeling, het opbouwen van een netwerk in het buitenland en het aanpassen van het product om aan de behoeftes en eisen van de nieuwe markt te voldoen. Het is daarom een selecte groep bedrijven die de stap naar internationalisering zet, namelijk de groep bedrijven die deze onzekerheden en lasten kan dragen. Meestal zijn dat de meest productieve bedrijven (Bernard & Jensen, 1999; Creusen, Kox, Lejour & Smeets, 2011; Wagner, 2007).

Bedrijven verschillen ook in de mate waarin zij toegang tot financiering hebben, waardoor het niet voor alle ondernemingen mogelijk blijkt om deze kosten te dekken. Exporteurs lijken in het algemeen betere toegang tot financiering te hebben dan bedrijven die niet exporteren. Het zijn financieel gezonde bedrijven die uiteindelijk de stap naar internationalisering kunnen zetten (Bellone, Musso, Nesta & Schiavo, 2010; Berman & Héricourt, 2010; Muûls, 2015). Tegelijkertijd wijzen sommige bevindingen op verbeterde toegang tot financiering als gevolg van internationalisering (Greenaway, Guariglia & Kneller, 2007). Doordat exporteurs op meerdere markten actief zijn, zijn ze minder gevoelig voor risico's op de binnenlandse markt. Dit zal door kredietverschaffers positief opgevat worden.

De causaliteit tussen toegang tot financiering en internationalisering kan dus beide kanten op gaan.

Exporterende bedrijven zijn van groot belang voor de Nederlandse economie. De Nederlandse export van goederen en diensten is goed voor ongeveer een derde van de totale toegevoegde waarde en een vijfde van de totale werkgelegenheid in de Nederlandse economie (Van Beveren, 2016). Het is daarom van belang te weten of bedrijven voldoende in staat zijn financiering te verkrijgen voor hun internationale activiteiten en zo niet, waar de knelpunten liggen. Door middel van de Financieringsmonitor laat het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) jaarlijks onderzoek uitvoeren naar de financieringsbehoefte en de toegang tot bedrijfsfinanciering van het Nederlandse bedrijfsleven. Ook in Europees verband is veel aandacht voor de vraagzijde van de financiering van bedrijven. Jaarlijks doet de Europese Centrale Bank (ECB) in samenwerking met de Europese Commissie (EC) onderzoek naar de mate van toegang tot financiering en internationalisering bij Europese bedrijven middels de Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE).

Informatie over de mate waarin bedrijven in het algemeen toegang tot financiering hebben is schaars en vooral gebaseerd op enquêtering van kleine groepen bedrijven. Toegang tot financiering van internationaal actieve bedrijven is nog lastiger in kaart te brengen omdat niet alle enquêtes zich op internationalisering richten. De SAFE, bijvoorbeeld, houdt sinds 2014 wel rekening met de exportstatus van bedrijven. Zo blijkt dat exporteurs vaker op zoek gaan naar externe financiering dan niet-exporteurs (Doove, Kwaak & Span, 2015). Echter, de groep bedrijven die in deze enquête door de tijd gevolgd wordt is beperkt qua omvang. Hiermee zijn verschillen tussen, bijvoorbeeld, startende exporteurs en bedrijven die al een aantal jaar exporteren niet in kaart te brengen. Ook is een koppeling aan CBS-data niet mogelijk in het geval van de SAFE, waardoor kenmerken zoals productiviteit noodgedwongen buiten beschouwing blijven.

Op basis van beschikbare bedrijfseconomische cijfers, met name de balans en winst-en-verliesrekening van bedrijven, is een scala aan financiële ratio's te berekenen. Deze financiële ratio's worden regelmatig in de wetenschappelijke literatuur gebruikt als indicatie van de mate waarin een bedrijf toegang tot financiering heeft. Omdat het makkelijker is om naar één cijfer te kijken in plaats van een reeks kenmerken, zijn in de wetenschappelijke literatuur meerdere inspanningen gedaan om deze kengetallen samen te stellen tot één geïntegreerde *access-to-finance* indicator (Kaplan & Zingales, 1997; Lamont, Polk & Saa-Requejo, 2001; Whited & Wu, 2006; Musso & Schiavo, 2008 en Ferrando et al., 2015). Box 2.1.1 en figuur 2.1.1 tonen een samenvatting van de belangrijkste componenten van zo'n *access-to-finance* indicator.

Dit onderzoek heeft als doel een beter beeld te krijgen van de toegang tot financiering van exporteurs in Nederland en of deze verschilt van die van bedrijven die zich uitsluitend op de binnenlandse markt richten. Als maten van toegang tot financiering, passen we twee *access-to-finance* indicatoren uit de literatuur op de Nederlandse bedrijvenpopulatie toe. Daarnaast wordt de Financieringsmonitor<sup>1)</sup> dit jaar voor het eerst door het CBS uitgevoerd. Door de respons op de enquête van de Financieringsmonitor te combineren met microdata over het handelsgedrag van bedrijven kunnen we ook een eigen index samenstellen die inzicht geeft in de samenhang tussen toegang tot financiering en de ontplooiing van internationale activiteiten. Met de ontwikkelde *access-to-finance* indicatoren beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen:

- Hangt internationalisering direct samen met toegang tot financiering?
- Hebben internationaal actieve bedrijven in het algemeen een lagere of hogere waarschijnlijkheid van financiële beperkingen? En verschillen exporteurs ook onderling in termen van toegang tot financiering?
- In hoeverre is het mogelijk om op basis van financiële data de mate van toegang tot financiering met voldoende zekerheid indirect te bepalen?

In dit onderzoek richten we ons uitsluitend op het exporteren van goederen en diensten en kijken we niet naar andere vormen van internationalisering zoals importeren of in het buitenland investeren. Het hoofdstuk is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2.2 bespreken we de belangrijkste bevindingen van dit onderzoek. Paragraaf 2.3 geeft een samenvatting en bespreekt mogelijke verbeterpunten aan de ontwikkelde maten. In paragraaf 2.4 worden de gebruikte data en methode beschreven. Paragraaf 2.5 geeft de gedetailleerde onderzoeksresultaten weer.

---

## Componenten *access-to-finance* indicator

**Omdat financiële beperkingen vaak niet direct waarneembaar zijn, heeft de wetenschappelijke literatuur diverse maten ontwikkeld om financiële beperkingen alsnog indirect te meten aan de hand van verschillende financiële en niet-financiële kenmerken van bedrijven. Deze maten gaan uit van een bepaald beeld van de financiën van een bedrijf. Bijvoorbeeld, als een bedrijf voldoende eigen middelen heeft dan kan het de dagelijkse activiteiten, en misschien ook investeringen of uitbreidingen, in ieder geval deels uit eigen middelen financieren.**

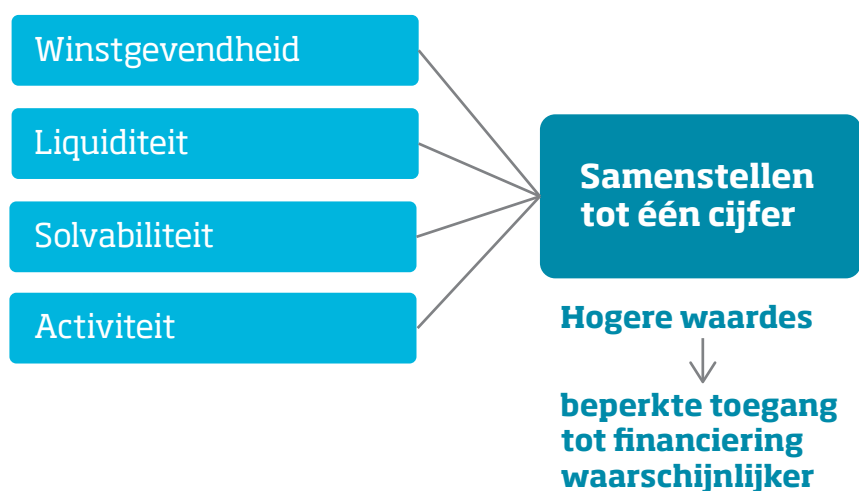
<sup>1)</sup> De binnenkort te verschijnen Financieringsmonitor van het CBS is opgesteld op verzoek van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat.

Bestaande indicatoren over de toegang tot financiering van bedrijven in de literatuur verschillen sterk in de specifieke (financiële) kenmerken die ze in beschouwing nemen. Niettemin bevat vrijwel iedere *access-to-finance* indicator in de literatuur één of meer varianten van de volgende aspecten van financiële gezondheid: liquiditeit, solvabiliteit, winstgevendheid en activiteitskengetallen (zie figuur 2.1.1). Liquiditeit geeft aan of een bedrijf voldoende geld in kas heeft om aan betalingsverplichtingen op korte termijn te kunnen voldoen. Bedrijven met voldoende liquiditeit hebben minder vaak last van financiële beperkingen. Een bedrijf met voldoende eigen middelen kan bijvoorbeeld bij gebrek aan voldoende externe financiering nog steeds een investering of een uitbreiding voortzetten door deze deels uit eigen middelen te financieren.

Solvabiliteit geeft aan in hoeverre een onderneming aan haar verplichtingen kan voldoen in het geval van liquidatie en is daarom een belangrijke maat waarop financiële instellingen kredietaanvragen beoordelen. Solvabiliteit wordt gemeten door het eigen vermogen door het balanstotaal te delen. Winstgevendheid geeft aan hoeveel winst een bedrijf kan genereren per euro omzet, eigen vermogen of totaal vermogen. Winstgevende bedrijven zijn beter in staat om eigen middelen te genereren en worden tegelijkertijd kredietwaardiger ingeschat door investeerders en kredietverschaffers. Daarom hebben winstgevende bedrijven minder vaak last van financieringstekorten. Met activiteitskengetallen worden indicatoren bedoeld die uitdrukking geven aan de efficiëntie en effectiviteit van de bedrijfsvoering. Denk hierbij bijvoorbeeld aan arbeidsproductiviteit en de opbouw van bedrijfskosten.

---

### 2.2.1 Voorbeeld access-to-finance indicator



## 2.2 (Structurele) exporteurs vaker financieel beperkt of juist niet?

### Productievere bedrijven minder vaak financieel beperkt

In de enquête van de Financieringsmonitor van het CBS beantwoorden bedrijven vragen omtrent financieringsbehoeftes, of ze wel of geen financiering hebben aangevraagd, en de mate van succes in het verkrijgen van de benodigde financiering in de periode juli 2017 tot juni 2018. Deze data zijn gekoppeld aan CBS-gegevens. Ruim 5 200 bedrijven hebben de enquête van de Financieringsmonitor ingevuld, waarvan er circa 3 000 tot het Nederlandse bedrijfsleven behoren, ook wel bekend als de business economy. Over deze groep bedrijven hebben we gegevens over hun financiën, balansinformatie en informatie uit de winst- en verliesrekeningen. De koppeling van deze bedrijven aan het bedrijvenregister, internationale handelsdata (van goederen en diensten) en financiële data van de balans en winst- en verliesrekeningen wordt in paragraaf 2.4 nader beschreven.

De eerder genoemde circa 3 000 bedrijven worden op basis van hun antwoorden op de vragen van de Financieringsmonitor in twee groepen verdeeld: bedrijven die beperkingen ondervinden met financiering en bedrijven zonder dergelijke beperkingen.<sup>2)</sup> Als financieel beperkt beschouwen wij bedrijven die in het voorafgaande jaar behoefte aan financiering gehad hebben maar zich niet georiënteerd hebben op financieringsmogelijkheden of na zo'n oriëntatie toch geen aanvraag hebben gedaan. Dat kan zijn omdat ze verwachtten de benodigde financiering toch niet te kunnen krijgen of omdat de kosten te hoog waren. Daarnaast beschouwen we ook als financieel beperkt bedrijven die financiering hebben aangevraagd maar vervolgens het gevraagde bedrag niet of slechts deels hebben gekregen. Dit is een vaak voorkomende afbakening van bedrijven met beperkte toegang tot financiering (zie bijvoorbeeld, Ferrando & Mulier, 2015). Volgens deze definitie wordt 6 procent van de bedrijven in onze dataset als financieel beperkt gekenmerkt, hetgeen overeenkomt met ruim 160 bedrijven. Van de bedrijven met een (deels) onvoldane financieringsbehoefte is 42 procent

<sup>2)</sup> Hier gaat het om een eigen afbakening gemaakt op basis van de wetenschappelijke literatuur met gebruik van de data van de Financieringsmonitor. Het begrip 'financieel beperkte bedrijven' is dus niet aan de Financieringsmonitor ontleend en zal niet terugkomen in de binnenkort te verschijnen Financieringsmonitor van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat.

niet-exporteur. Bij de niet-beperkte bedrijven is ongeveer de helft exporteur.<sup>3)</sup> Om de samenhang tussen internationalisering en toegang tot financiering in kaart te brengen maken we gebruik van een probit regressiemodel. Paragraaf 2.4 bevat een gedetailleerde beschrijving van het model en de resultaten zijn opgenomen in paragraaf 2.5.

Uit de analyse blijkt toegang tot financiering niet samen te hangen met internationalisering. Bedrijfskenmerken die sterk samenhangen met internationalisering hebben echter wel verbanden met toegang tot financiering. Zo zijn productievere bedrijven minder vaak financieel beperkt. Daarbij kan de causaliteit beide kanten op gaan. Enerzijds zullen minder beperkte bedrijven beter in staat zijn investeringen te doen of hoger gekwalificeerd personeel aan te nemen die bijdragen aan de productiviteitsgroei van bedrijven (Levine & Warasawitharana, 2014 en Ferrando & Ruggieri, 2015). Anderzijds zijn productievere bedrijven winstgevender, waardoor ze makkelijker financiering los zullen krijgen bij investeerders en kredietverschaffers. Ook kunnen winstgevende bedrijven meer eigen middelen genereren en zijn daarmee minder genoodzaakt een beroep te doen op externe bronnen van financiering (Ferrando & Mulier, 2015).

**11,7** is het mediane aantal  
werkzame personen bij exporteurs  
vergeleken met 7 bij niet-exporteurs



Grotere bedrijven, vooral in termen van werkgelegenheid maar ook in termen van de omvang van het balanstotaal, hebben ook minder vaak te maken met een onvoldane financieringsbehoefte. Uit eerdere edities van de Financieringsmonitor blijkt dat grotere bedrijven vaker behoefte aan financiering hebben. Zij slagen echter ook vaker dan kleinere bedrijven in het verkrijgen daarvan (Span, Doove, Kok & Verhoeven, 2015). Ook laten analyses van de SAFE zien dat kleinere bedrijven in termen van werkgelegenheid meer moeite hebben met het verkrijgen van financiering (zie bijvoorbeeld Kwaak, 2017). Aangezien exporteurs gemiddeld groter en productiever zijn dan niet-exporteurs, zijn deze bevindingen reden om te

<sup>3)</sup> Dit betekent dat exporteurs oververtegenwoordigd zijn in onze data. Om toch een representatief beeld van de hele populatie te verkrijgen maken we gebruik van ophooggewichten.

verwachten dat exporteurs als groep minder vaak financieel beperkt zijn. Ook binnen de groep exporteurs is de samenhang tussen bedrijfsomvang en toegang tot financiering aantoonbaar. Zo zijn exporteurs in het zelfstandig mkb gemiddeld anderhalf keer vaker financieel beperkt dan exporteurs in het grootbedrijf, rekening houdend met relevante factoren die verband houden met toegang tot financiering en internationalisering.

## Financieel beperkte bedrijven vaker minder liquide

Verder laat de analyse zien dat bedrijven met financiële beperkingen minder winstgevend zijn en lagere liquiditeit en solvabiliteit hebben dan bedrijven die over voldoende financiering beschikken. Dit geldt zowel voor exporteurs als voor bedrijven die uitsluitend op de binnenlandse markt actief zijn. Liquiditeit is een belangrijk aspect van financiële gezondheid. Een bedrijf dient voldoende eigen middelen te hebben om aan schulden en betalingsverplichtingen op korte termijn te kunnen voldoen. Daarnaast kan het bedrijf eigen middelen (deels) gebruiken om geplande investeringen of uitbreidingen naar nieuwe (buitenlandse) markten toch voort te zetten bij gebrek aan voldoende externe financiering (Holmström & Tirole, 2000). Uit vorig onderzoek van het CBS blijkt dat exporteurs gemiddeld aanzienlijk lagere liquiditeit hebben dan niet-exporteurs (Mounir & Van den Berg, 2017). Dit zou kunnen samenhangen met een hogere waarschijnlijkheid van financiële belemmeringen bij exporteurs.

**1,5** keer zo hoog is de mediane liquiditeitsratio van niet-exporteurs vergeleken met exporteurs in de industrie en groot- en detailhandel



Toegang tot financiering hangt dus niet direct samen met internationalisering, maar wel met bedrijfskenmerken die indirect samenhangen met internationalisering, met

name productiviteit, bedrijfsomvang en liquiditeit.<sup>4)</sup> Op basis van dit model berekenen we de geschatte waarschijnlijkheid van financieringsbeperkingen voor de hele populatie bedrijven in de business economy in 2016. We zijn met name geïnteresseerd in verschillen tussen de volgende groepen: het zelfstandig mkb (zmkb) en het grootbedrijf enerzijds en exporteurs en niet-exporteurs anderzijds. Daarnaast kijken we binnen de groep exporteurs naar verschillen tussen bedrijven die net een start maken op de goederen- en/of dienstenexportmarkt en bedrijven die al meerdere jaren regelmatig exporteren. We beschouwen als starter een bedrijf dat twee achtereenvolgende jaren niets exporteert alvorens twee opeenvolgende jaren wel te exporteren. We zetten deze groep af tegen bedrijven die al minstens drie achtereenvolgende jaren exporteren. Deze groepen noemen we structurele exportstarters resp. structurele exporteurs. Structurele exporteurs, inclusief starters, verschillen vaak van bedrijven die slechts sporadisch exporteren, oftewel incidentele exporteurs (zie Mounir & Van den Berg, 2017).

We komen vervolgens tot de volgende conclusies: (1) financiële beperkingen zijn waarschijnlijker onder het zmkb dan bij het grootbedrijf; (2) structurele exporteurs hebben gemiddeld minder te maken met financiële beperkingen dan incidentele exporteurs; (3) binnen de groep structurele exporteurs zijn financiële beperkingen onder startende exporteurs waarschijnlijker dan onder bedrijven die al meerdere jaren regelmatig exporteren. De resultaten met betrekking tot verschillen tussen exporteurs en bedrijven die zich uitsluitend op binnenlandse markten richten laten geen eenduidig beeld zien, er is geen sluitend bewijs dat één van de twee groepen gemiddeld vaker te maken heeft met financiële belemmeringen. We komen hier later nog op terug.

## Access-to-finance index

Omdat financiële beperkingen vaak niet direct waarneembaar zijn, is het lastig om voor alle bedrijven in Nederland een beeld te schetsen van de mate waarin ze wel of niet financieel beperkt zijn. In de wetenschappelijke literatuur zijn diverse maten ontwikkeld om financiële beperkingen alsnog indirect te meten aan de hand van verschillende financiële en niet-financiële kenmerken van bedrijven (zie box 2.1.1 en figuur 2.1.1). Voor dit hoofdstuk hebben we twee indicatoren uit de literatuur gerepliceerd, namelijk die van Musso & Schiavo (2008) en een variant van die van

4) Een verdere analyse op data van de SAFE bevestigt deze conclusies. Resultaten van deze analyse zijn hier niet opgenomen. Omdat de SAFE-data alleen geanonimiseerd tot onze beschikking werden gesteld, was een koppeling daarvan aan CBS-data niet mogelijk. Bevindingen zijn in het geval van de SAFE dus uitsluitend gebaseerd op variabelen afgeleid uit de SAFE-enquête.

Ferrando et al. (2015). Daarnaast hebben we een eigen indicator samengesteld op basis van inzichten opgedaan in het analyseren van de Financieringsmonitor. Deze indicatoren zijn gemaakt voor alle bedrijven in de business economy in 2016 waarvan we over financiële data van de balans en winst- en verliesrekeningen beschikken.

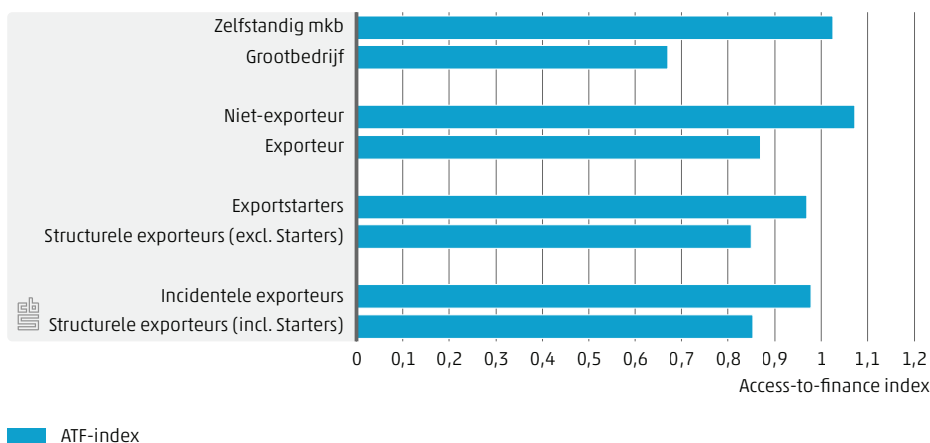
De indicatoren zijn zo samengesteld dat hogere waarden hogere waarschijnlijkheden van financieringsbeperkingen betekenen. Verder hebben individuele waarden van de index voor een bedrijf of een groep bedrijven geen intrinsieke betekenis. Een gemiddelde waarde, van bijvoorbeeld 2, voor een groep bedrijven zegt op zich niets over de toegang tot financiering van deze groep. Een gemiddelde waarde van 2,2 betekent dat financieringstekorten waarschijnlijker zijn in die groep in vergelijking tot een groep bedrijven met een waarde van 2. Methodologische stappen die gezet zijn in het samenstellen en het valideren van deze indicatoren worden verder toegelicht in paragraaf 2.4.

Voor iedere indicator hebben we gekeken naar verschillen tussen het zmkb en het grootbedrijf, exporteurs en niet-exporteurs en binnen de groep exporteurs naar incidentele en structurele exporteurs. Omdat de drie indicatoren tot dezelfde conclusies leiden met betrekking tot deze verschillen, bespreken we hier alleen één van de drie, namelijk onze eigen indicator. Deze is een samenstelling van de volgende componenten: (1) de rentabiliteit van het totaal vermogen als maat van winstgevendheid, (2) liquiditeit gemeten door liquide middelen gedeeld door het balanstotaal, (3) solvabiliteit berekend door het eigen vermogen gedeeld door het balanstotaal, (4) werkzame personen en (5) arbeidsproductiviteit.<sup>5)</sup> Deze indicator zetten we steeds af tegen onze bevindingen op basis van het model dat is besproken in het eerste gedeelte van deze paragraaf.

Figuur 2.2.1 laat zien dat financiële beperkingen waarschijnlijker zijn onder bedrijven in het zmkb dan bij het grootbedrijf. Dit resultaat komt overeen met de bevindingen van het model in het eerste gedeelte en is ook herhaaldelijk bevestigd in vorige studies zowel voor Nederland als voor andere landen (Artola & Genre, 2011).

<sup>5)</sup> Zie box 2.1.1 en tabel 2.4.1 voor de definitie van de verschillende componenten.

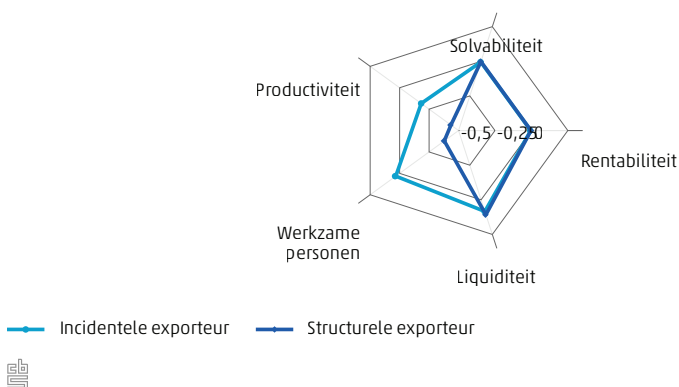
## 2.2.1 Access-to-finance index op basis van eigen model, 2016



Beperkte toegang tot financiering is waarschijnlijker bij startende exporteurs dan bij bedrijven die al een paar jaar exporteren. Dit is een intuïtief logisch resultaat, hoewel de onderliggende verklaring voor deze verschillen niet evident is. Starten op een internationale markt gaat gepaard met aanzienlijke vaste en verzonken kosten (Chaney, 2005). Verschillen tussen starters en bedrijven die al langer exporteren impliceren mogelijk dat starters een aantal jaar nodig hebben om te herstellen van de financiële inspanning die gepaard gaat met een toetreding tot internationale markten. Verschillen kunnen echter ook samenhangen met een verbetering van de financiële gezondheid van het bedrijf naarmate het een paar jaar exporteert (Greenaway et al., 2007). Verder kunnen deze verschillen ook het gevolg zijn van het feit dat niet alle exportstarters actief blijven op de internationale markt wat impliceert dat de meest gezonde bedrijven langer kunnen overleven.

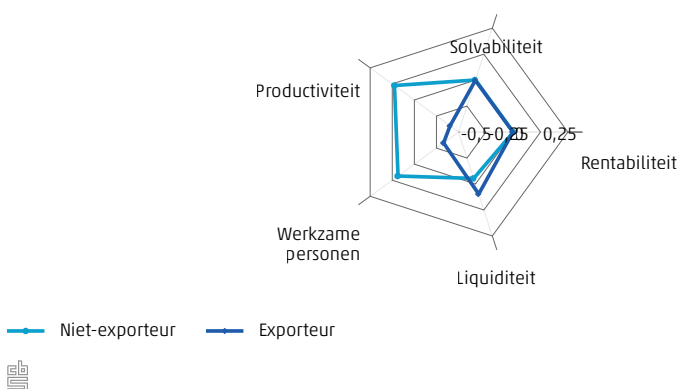
Ook structurele exporteurs blijken een kleinere kans op financieringstekorten te hebben dan incidentele exporteurs. Structurele exporteurs zijn gemiddeld groter en productiever dan bedrijven die slechts sporadisch exporteren. Dit wordt vooral duidelijker als we naar de componenten van de indicator kijken. Zoals eerder aangegeven signaleren hogere waarden op de index een hogere waarschijnlijkheid van financiële beperkingen. Hogere waarden op de verschillende dimensies vertalen zich in een grotere afstand van de kern in figuur 2.2.2. Incidentele exporteurs liggen op alle dimensies verder, of in ieder geval even ver, van de kern dan structurele exporteurs. Figuur 2.2.2 laat inderdaad zien dat het verschil tussen de twee groepen voornamelijk door verschillen in productiviteit en bedrijfsomvang ontstaat.

## 2.2.2 Gemiddelde gestandaardiseerde rentabiliteit, solvabiliteit, productiviteit, liquiditeit en werkzame personen voor indicentele en structurele exporteurs, 2016



Ten slotte wijzen alle drie de indicatoren op een lagere waarschijnlijkheid van financieringsbeperkingen bij exporteurs ten opzichte van bedrijven die zich enkel op de binnenlandse markt richten. Figuur 2.2.3 laat zien dat exporteurs groter en productiever zijn dan niet-exporteurs, maar ook dat ze gemiddeld een lagere liquiditeit hebben.

## 2.2.3 Gemiddelde gestandaardiseerde rentabiliteit, solvabiliteit, productiviteit, liquiditeit en werkzame personen voor exporteurs en niet-exporteurs, 2016



## 2.3 Samenvatting en conclusie

Internationalisering op zich lijkt niet direct samen te hangen met toegang tot financiering. Internationaal actieve bedrijven verschillen echter wel van bedrijven die zich enkel op de binnenlandse markt richten in termen van kenmerken die wel samenhangen met toegang tot financiering. Exporteurs zijn bijvoorbeeld gemiddeld productiever en groter dan niet-exporteurs. Zowel grotere als productievere bedrijven hebben gemiddeld minder last van financiële belemmeringen. Exporteurs hebben aan de andere kant gemiddeld lagere liquiditeit en lagere winstmarges, kenmerken die juist samenhangen met een hogere kans op financiële beperkingen. Op basis van een analyse op de respons van de Financieringsmonitor zien we geen duidelijke verschillen tussen exporteurs en niet-exporteurs.

Echter, de hier ontwikkelde *access-to-finance* indicatoren laten wel zien dat financieringsbeperkingen minder waarschijnlijk zijn onder exporteurs. Deze bevinding komt overeen met vergelijkbare studies in andere landen waarin exporteurs vaker financieel gezonder en/of minder financieel beperkt blijken te zijn (Bellone et al., 2010; Berman & Héricourt, 2010; Muûls, 2015). Hoewel exporteurs als groep minder beperkt zijn, is de groep exporteurs wel zeer heterogeen van aard. Zo wijzen zowel het regressiemodel als de samengestelde indicatoren op een hogere waarschijnlijkheid van financiële beperkingen bij exporteurs behorend tot het zelfstandig mkb in vergelijking tot exporteurs in het grootbedrijf. Dit verschil komt door onderliggende verschillen in toegang tot financiering van het zmkb ten opzichte van het grootbedrijf.

De heterogeniteit binnen de groep exporteurs beperkt zich niet tot verschillen in termen van bedrijfsomvang. Ook zijn structurele exporteurs minder vaak beperkt in hun toegang tot financiering dan bedrijven die slechts incidenteel exporteren. Structurele exporteurs zijn namelijk gemiddeld groter en productiever dan incidentele exporteurs. Verder hebben exporteurs die al meerdere jaren regelmatig exporteren een kleinere kans op financiële beperkingen dan exportstarters. Hoewel intuïtief logisch is niet evident wat dit verschil verklaart. Hebben starters meer tijd nodig om financieel te herstellen van de aanzienlijke kosten die ze moeten dragen bij de stap naar het buitenland? Of vergroot exporteren de kansen van bedrijven om financiering te krijgen en zijn bedrijven die duurzaam exporteren daarom minder beperkt dan starters? Of is toegang tot financiering ook van belang om op exportmarkten te overleven waarbij alleen de gezondere bedrijven overleven op internationale markten?

Hoewel intuïtief logisch en grotendeels in overeenstemming met bevindingen van bestaande literatuur, moeten de resultaten van de ontwikkelde *access-to-finance* indicatoren met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden. Dit komt omdat de indicatoren zodanig zijn samengesteld dat alle componenten even zwaar mee wegen. In de praktijk lijkt het echter voor de hand te liggen dat sommige kenmerken van zwaarwegender belang zijn dan andere in hun samenhang met toegang tot financiering. Om de juiste gewichten van de verschillende componenten van de indicatoren met voldoende robuustheid te kunnen bepalen is het echter raadzaam om met meer dan één jaar aan enquêterespons te kunnen werken. Op dit moment hebben we echter nog slechts één jaar aan data tot onze beschikking. De beschikbare informatie zal komende jaren echter gestaag toenemen en daarmee wordt het interessant om in de toekomst dit onderzoek voort te zetten, teneinde gedetailleerdere uitspraken te kunnen doen over de toegang tot financiering van internationaal actieve bedrijven.

## 2.4 Data en methoden

### Data

Om de onderzoeksvragen te kunnen beantwoorden is een microdataset voor het jaar 2016 samengesteld. Voor de financiële data maken we gebruik van de balans en winst- en verliesrekening van bedrijven uit de Statistiek Financiën van Ondernemingen (SFO) en Baseline. Voor handelsdata maken we gebruik van de statistieken Internationale Handel in Goederen (IHG) en Diensten (IHD) van het CBS. Door deze databronnen aan het Bedrijfsdemografisch Kader (BDK) te koppelen voegen we kenmerken zoals bedrijfstak, bedrijfsomvang in termen van werkzame personen en het land van uiteindelijke zeggenschap toe. In dit onderzoek richten we ons op bedrijven met minstens 2 werkzame personen in de bedrijfstakken van de business economy waarvoor we over financiële gegevens beschikken.

Voor het tweede gedeelte van de resultaten maken we ook gebruik van de data van de Financieringsmonitor. Deze is gebaseerd op een enquête waarin bedrijven vragen beantwoorden omtrent financieringsbehoeftes, of ze wel of geen financiering aan hebben gevraagd, en de mate van succes in het verkrijgen van de benodigde financiering. De Financieringsmonitor wordt al sinds 2008 halfjaarlijks uitgebracht in opdracht van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) en werd dit jaar voor het eerst door het CBS uitgevraagd. De dataset betreft ruim 5 000 bedrijven verdeeld over het mkb en het grootbedrijf. Hoewel de enquête niet

specifiek gericht is op internationalisering zijn exporteurs voldoende vertegenwoordigd in de respons.

De data van de Financieringsmonitor worden vervolgens aan de bovengenoemde dataset van bedrijven uit 2016 gekoppeld. Daarmee houden we 2 946 bedrijven over met zowel gegevens uit de Financieringsmonitor als handels- en financiële gegevens. Hoewel de vragen op de enquête betrekking hebben op de financieringssituatie van bedrijven in de tweede helft van 2017 en de eerste helft van 2018, is het aannemelijk te veronderstellen dat de financiële gegevens van die bedrijven uit 2016 nog representatief zijn voor de financiële gezondheid van de betreffende bedrijven een jaar later. Op basis van de Financieringsmonitor beschouwen we bedrijven als financieel beperkt als deze in het jaar voorafgaand aan de enquête behoefte aan financiering hebben gehad en:

1. zich niet georiënteerd hebben op financieringsmogelijkheden omdat ze verwachtten het toch niet te kunnen krijgen of omdat de kosten te hoog waren,
2. zich georiënteerd hebben maar geen aanvraag hebben gedaan omdat ze verwachtten het toch niet te kunnen krijgen of omdat de kosten te hoog waren of
3. een aanvraag hebben gedaan maar vervolgens de benodigde financiering niet of slechts deels hebben gekregen.

Met deze definitie wordt 6 procent van de bedrijven uit de Financieringsmonitor die uiteindelijk aan onze dataset koppelen gekenmerkt als financieel beperkt. Er wordt voor deze bedrijven een binaire variabele, *beperkt<sub>i</sub>*, opgesteld die gelijk is aan 0 wanneer een bedrijf niet financieel beperkt is en gelijk is aan 1 wanneer dit wel het geval is.

## Methode: analyse op de response van de Financieringsmonitor

Voor deze analyse gebruiken we een probit model om de samenhang tussen internationalisering en toegang tot financiering in kaart te brengen. Het model ziet er als volgt uit:

$$\Pr(\text{beperkt}_i) = \alpha + \beta_1 X_i + \beta_2 \text{internationalisering}_i + \text{bedrijfstak}_i + e_i$$

De uitkomstvariabele in dit model, *beperkt<sub>i</sub>*, is de waarschijnlijkheid dat bedrijf *i* te maken krijgt met beperkte toegang tot financiering. Deze heeft waarde 1 als het bedrijf volgens onze definitie getypeerd wordt als financieel beperkt en 0 als dat niet zo is. Voor een beschrijving van de gehanteerde afbakening van financieel beperkte

bedrijven zie de data beschrijving hierboven. Variabele *internationalisering<sub>i</sub>* geeft aan of een bedrijf wel of niet exporteert. Verder is  $\mathbf{X}_i$  een reeks van financiële en niet- financiële kenmerken van bedrijf *i*:

1. Liquiditeit, oftewel hoeveel activa een bedrijf makkelijk op korte termijn in cash om kan zetten om aan verplichtingen te kunnen voldoen. Liquiditeit is gemeten door de waarde van liquide middelen gedeeld door het balanstotaal,
2. De rentabiliteit van het eigen vermogen als maat van winstgevendheid. Deze wordt gemeten door het bedrijfsresultaat gedeeld door het balanstotaal,
3. De solvabiliteit gemeten door het eigen vermogen gedeeld door het balanstotaal,
4. Log werkzame personen als maat van bedrijfsomvang,
5. Log arbeidsproductiviteit gemeten door de toegevoegde waarde gedeeld door het aantal werkzame personen en
6. Een dummy variabele die waarde 1 heeft als het bedrijf onder buitenlandse zeggenschap valt.

Verder controleert het model voor verschillen tussen sectoren op 2-digit SBI. Tussen de waarschijnlijkheid van beperkingen aan de ene kant en liquiditeit, de rentabiliteit, de solvabiliteit, werkzame personen en arbeidsproductiviteit aan de andere kant verwachten we een negatief verband. Op basis van het geschatte model berekenen we de geschatte waarschijnlijkheden van financiële beperkingen voor alle bedrijven in onze populatie in 2016. We vergelijken de geschatte waarschijnlijkheid van financiële beperkingen van de verschillende groepen (exporteur en niet-exporteur, structurele en incidentele exporteurs, starters en continue exporteurs, zmkb en grootbedrijf) aan de hand van een Kolmogorov-Smirnov (K-S) test. Hiermee kunnen we bepalen of de geschatte waarschijnlijkheden onder, bijvoorbeeld, exporteurs hoger of lager zijn dan onder niet-exporteurs. Deze test wijst op hogere geschatte waarschijnlijkheden van financieringstekorten bij het zmkb, incidentele exporteurs en exportstarter vergeleken met respectievelijk het grootbedrijf, structurele exporteurs en bedrijven die al meerdere jaren regelmatig exporteren. Voor exporteurs en niet-exporteurs laat deze test alleen zien dat de verdeling van de geschatte waarschijnlijkheden van de twee groepen niet hetzelfde is zonder een eenduidige conclusie op te leveren over welke groep hoger of lager ligt.

## Methode: Ontwikkeling access-to-finance indicatoren

Met behulp van de gecombineerde dataset van 2016 van alle bedrijven in de business economy met 2 of meer werkzame personen stellen we drie indicatoren van toegang tot financiering samen. Twee daarvan worden gerepliceerd uit de

wetenschappelijke literatuur (van Musso en Schiavo (2008) en Ferrando en et al. (2015)) en een is gebaseerd op een eigen model waarin inzichten opgedaan in de analyse van de Financieringsmonitor mee worden genomen. De kwaliteit van de indicatoren wordt vervolgens getoetst aan de hand van de respons van de Financieringsmonitor.

Zoals gebruikelijk bevatten alle drie indicatoren een of meer maten van solvabiliteit, liquiditeit, rentabiliteit en bedrijfsvoering. Tabel 2.4.1 toont de samenstelling van de drie indicatoren en de verwachte verbanden tussen financieringsbeperkingen en de verschillende componenten. De index is zodanig samengesteld dat de relatieve, in plaats van de absolute, waardes iets zeggen over de toegang tot financiering van bedrijven. Hoge indexwaarden geven grotere waarschijnlijkheden van financieringsbeperkingen aan, lagere indexwaarden betekenen dat financieringstekorten minder waarschijnlijk zijn.

Financiële kengetallen verschillen sterk tussen bedrijfstakken. Een voldoende liquiditeitsratio in één bedrijfstak kan relatief laag zijn in een andere. Alle financiële componenten van de drie indicatoren worden daarom als afwijkingen van het sectorgemiddelde meegenomen bij het berekenen van de indicatoren. Volgens de methode van Musso en Schiavo (2008) worden bedrijven gerangschikt en in kwintielen opgedeeld op de zeven componenten van de index. De indicator is dan een optelling van de kwintielen waarin het bedrijf valt volgens de verschillende factoren. Het voordeel van deze vorm van aggregatie is dat deze minder gevoelig is voor uitbijters. Het nadeel is dat we hiermee veel van de variatie in de data kwijtraken. Een alternatieve aggregatie methode is standaardisatie (oftewel, de z-score methode), waarin alle onderdelen verschaald worden naar de standaardnormale distributie en vervolgens opgeteld worden. We repliceren de indicator van Musso en Schiavo (2008) door dezelfde componenten aan te houden en deze door middel van standaardisatie te aggregeren.

Een tweede maat uit de literatuur is de Indicator of Credit Constraints (ICC) van Ferrando en et al. (2015). Het oorspronkelijke model bevatte een andere maat van investeringen, namelijk vaste activa gedeeld door het balanstotaal. Uit de analyse op basis van de Financieringsmonitor bleek de alternatieve maat zoals in tabel 2.4.1 een duidelijker verband met financieringsbeperkingen te hebben. Hogere waardes van deze component zouden signaleren dat een bedrijf aan het investeren is. De derde indicator is gebaseerd op het probit model die we op de steekproef van de Financieringsmonitor hebben geschat. De componenten daarvan komen daarom ook overeen met de verklarende variabelen in het probit model hierboven.

Om de indicatoren te testen gebruiken we deze als verklarende variabele in een probit model als volgt:

$$\Pr(\textit{beperkt}_i) = \alpha + \beta_1 \textit{indicator}_i + \beta_2 \textit{control}_i + e_i$$

Iedere indicator wordt dus als verklarende variabele gebruikt om de kans op financiële beperkingen te voorspellen. Aan de linkerkant in dit model is de response van de Financieringsmonitor. Als controle variabelen gebruiken we sector-dummies op 2-digit SBI en een dummyvariabele die waarde 1 neemt als het bedrijf onder buitenlandse zeggenschap valt. Indien de coëfficiënt van de indicator positief significant is dan concluderen we dat de waarden van de indicator hoger zijn onder bedrijven met financieringsbeperkingen. Daarnaast testen we aan de hand van een Kolmogorov-Smirnov (K-S) test of de waarden van iedere indicator hoger zijn binnen de groep met financieringsbeperkingen dan bij niet-beperkte bedrijven. Dezelfde test gebruiken we ook om voor iedere indicator de verschillende groepen (exporteur, niet-exporteur, structurele exporteur, starter, enz.) te vergelijken.

## 2.4.1 Componenten van de ontwikkelde access-to-finance indicatoren

| Indicator       | Componenten                  | Definitie                                                                      | Maat van        | Samenhang met financiële beperkingen |
|-----------------|------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------------|
| Musso & Schiavo | Bedrijfsomvang               | logaritme van het balanstotaal                                                 | Activiteit      | Negatief                             |
|                 | Current ratio                | (voorraden + kortlopende vorderingen + liquide middelen)/ kortlopende schulden | Liquiditeit     | Negatief                             |
|                 | Rentabiliteit                | Winst voor belasting/ balanstotaal                                             | Winstgevendheid | Negatief                             |
|                 | Autofinancierings-capaciteit | (Winst na belasting + afschrijvingen)/ balanstotaal                            | Winstgevendheid | Negatief                             |
|                 | Solvabiliteit                | Eigen vermogen/ balanstotaal                                                   | Solvabiliteit   | Negatief                             |
|                 | Repayment ability            | Langlopende schulden/ cashflow                                                 | Solvabiliteit   | Positief                             |
| Ferrando et al. | Handelskrediet               | Handelskrediet/ balanstotaal                                                   | Solvabiliteit   | Positief                             |
|                 | Schuldratio                  | Totale schulden/balanstotaal                                                   | Solvabiliteit   | Positief                             |
|                 | Winstmarge                   | Bedrijfsresultaat/omzet                                                        | Winstgevendheid | Negatief                             |
|                 | Investerings                 | Vaste activa in jaar t /vaste activa t-1                                       | Activiteit      | Negatief                             |
|                 | Liquiditeit                  | liquide middelen/ balanstotaal                                                 | Liquiditeit     | Negatief                             |
| Eigen model     | Bedrijfsomvang               | logaritme van het balanstotaal                                                 | Activiteit      | Negatief                             |
|                 | Solvabiliteit                | Eigen vermogen/ balanstotaal                                                   | Solvabiliteit   | Negatief                             |
|                 | Liquiditeit                  | liquide middelen/ balanstotaal                                                 | Liquiditeit     | Negatief                             |
|                 | Rentabiliteit                | Winst voor belasting/ balanstotaal                                             | Winstgevendheid | Negatief                             |
|                 | Arbeidsproductiviteit        | Toegevoegde waarde/ werkzame personen                                          | Activiteit      | Negatief                             |
|                 | Bedrijfsomvang               | logaritme van het aantal werkzame personen                                     | Activiteit      | Negatief                             |

## 2.5 Bijlage: Gedetailleerde regressieresultaten

### 2.5.1 Samenhang toegang tot financiering en internationalisering, 2016

|                                          | Coëfficiënt          |
|------------------------------------------|----------------------|
| <b>Variabele</b>                         |                      |
| Solvabiliteit                            | -0,396***<br>(0,104) |
| Rentabiliteit totaal vermogen            | -0,368<br>(0,254)    |
| Liquiditeit                              | -1,402***<br>(0,495) |
| Werkzame personen (log)                  | -0,190**<br>(0,076)  |
| Arbeidsproductiviteit (log, x 1000 euro) | -0,154**<br>(0,077)  |
| Exportstatus (dummy)                     | 0,273<br>(0,193)     |
| Buitenlandse eigendom (dummy)            | -1,409***<br>(0,54)  |
| Bedrijfstakeffect                        | Ja                   |
| Observaties                              | 2,531                |
| Pseudo R <sup>2</sup>                    | 0,229                |

Verklaarde variabele is of een bedrijf wel of niet financieel beperkt is (0 voor niet-beperkt en 1 voor beperkt). Geschatte model is een Probit model met robuuste standaardfouten. Statistische significantie is aangegeven met asterisken (\*:10%, \*\*:5%, \*\*\*:1% significantie niveaus).

## 2.6 Literatuur

Artola, C., & Genre, V. (2011). *Euro Area SMEs Under Financial Constraints: Belief or Reality?* (CESifo Working Paper 3650). Munich: CESifo Group Munich.

Bellone, F., Musso, P., Nesta, L., & Schiavo, S. (2010). Financial Constraints and Firm Export Behaviour. *World Economy*, 33(3), 347–373.

Berman, N., & Héricourt, J., (2010). Financial factors and the margins of trade: Evidence from cross-country firm-level data. *Journal of Development Economics*, 93, 206–217.

Bernard, A., & Jensen, B. (1999). Exceptional exporter performance: cause, effect, or both?. *Journal of International Economics*, 47(1), 1–25.

Creusen, H., Kox, H., Lejour, A., & Smeets, R. (2011). Exploring the margins of Dutch exports: A firm-level analysis. *De Economist*, 159(4), 413.

Doove, S., Kwaak, T., & Span, T. (2015). *Survey on the access to finance of enterprises*. Zoetermeer: Panteia.

Ferrando, A., Iudice, M., Altomonte, C., Blank, S., Felt, M., Meinen, P., Neugebauer, K., & Siedschlag, I. (2015). *Assessing the financial and financing conditions of firms in Europe: the financial module in CompNet* (ECB working paper 1836). Frankfurt: European Central Bank.

Ferrando, A., & Mulier, K. (2015). Firms' financing constraints: do perceptions match the actual situation?. *The Economic and Social Review*, 46(1), pp. 87–117.

Ferrando, A., & Ruggieri, A. (2015). *Financial constraints and productivity: evidence from euro area companies* (ECB Working Paper 1823). Frankfurt: European Central Bank.

Greenaway, D., Guariglia, A., Kneller, R. (2007). Financial factors and exporting decisions. *Journal of International Economics*, 73, 377–395.

Kaplan, S., en Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. *Quarterly Journal of Economics*, 115, 707–712.

Kwaak, T., Clarke, M., Mikolajun, I., & Raga-Abril, C. (2017). *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE) 2017*. Zoetermeer: Panteia.

Lamont, O., Polk, C., & Saa-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The Review of Financial Studies*, 14, 529–554.

Levine, O., & Warasawitharana, M., (2014). *Finance and Productivity Growth: Firm-level Evidence* (Finance and Economics discussion paper 2014-17). Washington, DC: Federal Reserve Board.

Mounir, A., & Van den Berg, M. (2017). *De Kapitaalstructuur van Nederlandse exporteurs*. Rapport. Heerlen/Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

Muûls, M., (2015). Exporters, importers and credit constraints. *Journal of International Economics*, 95, 333–343.

Musso, P. en Schiavo, S. (2008). The impact of financial constraints on firm survival and growth. *Journal of Evolutionary Economics*, 18, 135–149.

Span, T., Doove, S., Kok, R., & Verhoeven, W. (2015). De financiële positie van bedrijven met een kredietbehoefte: een verdieping op de financieringsmonitor. Zoetermeer: Panteia

Wagner, J. (2007). Exports and productivity: A survey of the evidence from firm-level data. *World Economy*, 30(1), 60–82.

Whited, T.M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531–559.

Van Beveren, I. (2016). *Het belang van het midden- en kleinbedrijf voor de Nederlandse export in 2012*. Heerlen/Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.



**3.**

# **Buitenlandse deelnemingen van het Nederlandse bedrijfsleven**

Auteurs

Angie Mounir

Marcel van den Berg

**48%** van de buitenlandse deelnemingen van het Nederlandse bedrijfsleven is handen van het zelfstandig mkb

**12%** van de buitenlandse deelnemingen van BFI's in Latijns Amerika en de Caraïben ten opzichte van 6% onder reguliere ondernemingen



**Er zijn verschillende redenen voor een bedrijf om in het buitenland te gaan investeren. Maar investeren in het buitenland gaat gepaard met hoge kosten en bovendien zijn investeringen in het buitenland niet eenvoudig omkeerbaar. Dit maakt dat slechts een selecte groep Nederlandse bedrijven in het buitenland investeert. Wat karakteriseert het midden- en kleinbedrijf dat investeert in het buitenland? Is dat beeld anders voor het grootbedrijf? Wat zijn de belangrijkste bestemmingen van investeringen? Zien we daarbij andere patronen voor bijzondere financiële instellingen (BFI's)?**

## **3.1 Inleiding**

Aan het besluit om in het buitenland te investeren kunnen veel motieven ten grondslag liggen. Een bedrijf kan besluiten te investeren in een buitenlands verkoopfiliaal, een distributiecentrum of een productiefaciliteit. Een bedrijf kan een buitenlands bedrijf overnemen of puur uit rendementsoverwegingen een investering in een buitenlands bedrijf doen. Maar ook fiscale overwegingen – ingegeven door de wens om de belastingafdracht op concernniveau te minimaliseren – kunnen ten grondslag liggen aan de beslissing om in een bepaald land actief te worden. Niettemin is de stap om over de grens te investeren voor de meeste ondernemingen te groot. Investeren in het buitenland gaat gepaard met hogere risico's en kosten dan bijvoorbeeld exporteren of importeren. Bovendien zijn investeringen in het buitenland doorgaans minder eenvoudig omkeerbaar dan de beslissing om te gaan handelen. Dit alles maakt dat maar een selecte groep Nederlandse bedrijven investeert in het buitenland.

---

### **Bedrijven, buitenlandse deelnemingen en BFI's: hoe zit het ook alweer precies?**

**Een klein deel van de in Nederland gevestigde vennootschappen houdt deelnemingen in het buitenland aan. Bedrijven kunnen heel grof gesteld om twee redenen deelnemingen in het buitenland aanhouden: (1) om reële economische activiteiten, zoals productie of verkoop, te ontplooiën of (2) om de belastingafdracht van het concern als geheel te minimaliseren door belastingstructurering. Daarnaast is het zo dat de in Nederland gevestigde vennootschap die deelnemingen aanhoudt in het buitenland hier om dezelfde twee hoofdredenen gevestigd kan zijn. Dat heeft gevolgen voor wat we weten over de activiteiten van deze vennootschappen.**

Vennootschappen die reële activiteiten ontplooiën in Nederland, bijvoorbeeld in de vorm van werkgelegenheid, zijn te relateren aan ondernemingen in het Algemeen Bedrijvenregister (ABR) van het CBS, de kapstok van alle cijfers over individuele ondernemingen. Van deze ondernemingen weten we naast de informatie over hun buitenlandse deelnemingen ook in welke bedrijfstak ze actief zijn en hoeveel werkzame personen ze hebben, of ze internationale handel hebben, etc.

Van de vennootschappen die niet te relateren zijn aan ondernemingen in het ABR – omdat zij geen reële economische activiteiten hebben in Nederland – hebben we deze aanvullende informatie niet. Vennootschappen die enkel om fiscale redenen in Nederland gevestigd zijn en hier geen of nauwelijks operationele activiteiten aan koppelen noemen we *Bijzondere Financiële Instellingen (BFI's)*. Deze BFI's relateren voor het overgrote deel (ongeveer 80 procent op een totaal van ruim 14 duizend) *niet* aan ondernemingen in het ABR waarover meer informatie beschikbaar is. Van deze vennootschappen weet het CBS dus *niet* meer dan wat er via de belastingaangifte wordt opgegeven, zoals het aantal buitenlandse deelnemingen dat wordt aangehouden en het land waar deze gevestigd zijn. Ongeveer 20 procent van de BFI's is wel te relateren aan 'echte' ondernemingen, bijvoorbeeld omdat er wel enige, zij het beperkte, activiteit in Nederland wordt geregistreerd. Dit betreft ongeveer 2 700 BFI's die aan ruim 1 000 ondernemingen te relateren zijn. Deze ondernemingen zijn vrijwel altijd in het grootbedrijf. Van deze ondernemingen behoort 45 procent tot de dienstverlening. Daarnaast is 40 procent actief in de groothandel en de industrie.

---

In dit hoofdstuk komen twee zaken aan bod. Ten eerste kijken we naar verschillen in investeringsgedrag tussen het zelfstandig midden- en kleinbedrijf en het grootbedrijf. Deze bespreking omvat dus ook de 20 procent van de BFI's die wel relateert aan 'echte' ondernemingen. Ten tweede kijken we naar geografische patronen van buitenlandse investeringen vanuit Nederland door het zelfstandig mkb, het grootbedrijf en BFI's afzonderlijk. Deze informatie is voor BFI's wel beschikbaar en vanwege het bijzondere karakter van BFI's valt bovendien te verwachten dat daar andere patronen te zien zullen zijn dan bij 'echte' ondernemingen.

## 3.2 Het zelfstandig mkb investeert vooral kleinschalig

In 2015 kende Nederland ongeveer 14 duizend ondernemingen met investeringen in het buitenland.<sup>1)</sup> Deze hadden samen ruim 44 duizend deelnemingen in het buitenland. In absolute zin investeert het zelfstandig midden- en kleinbedrijf (zelfstandig mkb) vaker over de grens. Dit is ook logisch, simpelweg omdat er veel meer zelfstandig mkb'ers zijn dan grootbedrijven. Bijna 80 procent van de ondernemingen met buitenlandse investeringen behoort tot het zelfstandig mkb. Deze groep is samen goed voor 48 procent van alle deelnemingen in het buitenland. In relatieve zin investeert het grootbedrijf logischerwijs juist vaker. Slechts 1,2 procent van de ondernemingen behoort tot het grootbedrijf, maar samen zijn zij goed voor ruim een vijfde van het aantal ondernemingen met buitenlandse investeringen en meer dan de helft van het aantal deelnemingen in het buitenland (Boutorot & Van den Berg, 2017).

**30%** van de buitenlandse deelnemingen van het zelfstandig mkb betreft minderheidsbelangen

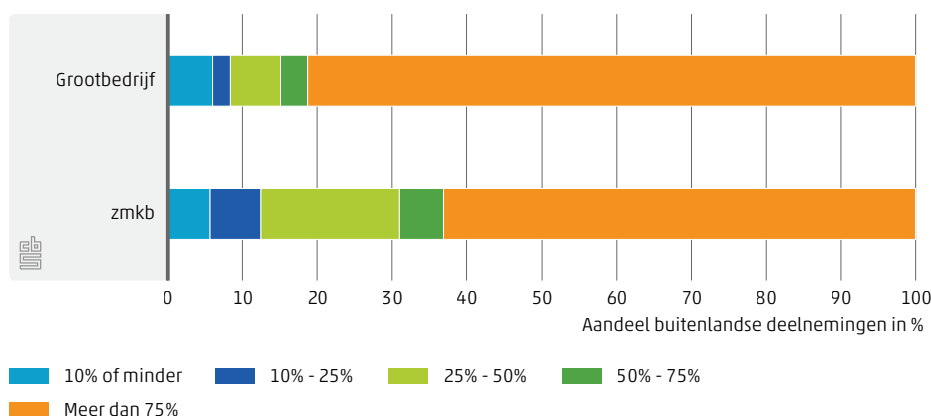


Hoewel bedrijven in het zelfstandig mkb bijna de helft van de buitenlandse deelnemingen van het Nederlandse bedrijfsleven aanhouden, vertegenwoordigen deze slechts enkele procenten van de waarde van de totale investeringen in het buitenland. Daarnaast neemt het zelfstandig mkb relatief vaak minderheidsdeelnemingen in buitenlandse bedrijven dan het grootbedrijf. Dat wil dus zeggen dat zelfstandig mkb'ers over het algemeen minder zeggenschap verwerven over de buitenlandse bedrijven waarin zij participeren. Figuur 3.2.1 toont de verdeling van alle deelnemingen in het buitenland van het zelfstandig mkb en

<sup>1)</sup> De cijfers in dit hoofdstuk zijn ontleend aan de aangiften van alle vennootschapsbelastingplichtige ondernemingen in Nederland. We spreken van investeringen in het buitenland, als een onderneming een of meer belangen in het buitenland opgeeft in de aangifte. Alle belangen tellen daarbij mee los van het gebruikelijke deelnemingspercentage van 10 procent dat wordt gehanteerd bij de afbakening van directe buitenlandse investeringen.

het grootbedrijf naar het deelnemingspercentage. Ruim 30 procent van de deelnemingen van het zelfstandig mkb betreft minderheidsbelangen. Bij het grootbedrijf is dit slechts 15 procent. Niettemin gaat ook bij het zelfstandig mkb de meerderheid van de deelnemingen om meerderheidsbelangen: ruim 60 procent betreft deelnemingspercentages boven de 75 procent. Het zelfstandig mkb investeert daarmee dus over het algemeen op kleinere schaal dan het grootbedrijf, zowel in termen van waarde als in termen van deelnemingspercentages.

### 3.2.1 Belang in buitenlandse deelnemingen van het zmkb en het grootbedrijf, 2015

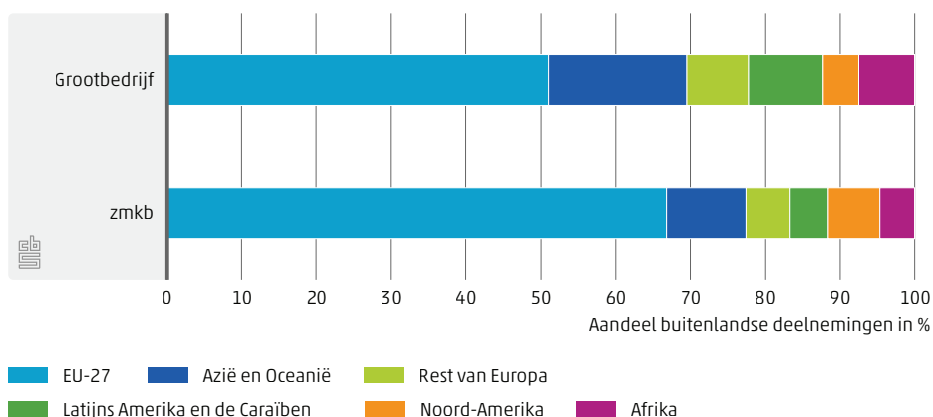


## 3.3 Meeste buitenlandse deelnemingen binnen de EU

Ruim 65 procent van de deelnemingen van het zelfstandig mkb gaat naar een land binnen de EU. Bij het grootbedrijf is dat ruim de helft. Verder is de verdeling van deelnemingen over de werelddelen vergelijkbaar voor het zelfstandig mkb en het grootbedrijf (zie figuur 3.3.1). De twee groepen ondernemingen verschillen echter binnen de regio's wel als we inzoomen op individuele landen waarin wordt geïnvesteerd. In Latijns-Amerika en de Caraïben, bijvoorbeeld, is ruim een kwart van de deelnemingen in handen van het zelfstandig mkb op Curaçao gevestigd terwijl het grootbedrijf vaker in landen zoals Brazilië en Mexico investeert. Landen zoals China, India, Turkije en Singapore zijn even belangrijk voor de twee groepen ondernemingen binnen Azië, maar voor het zelfstandig mkb is Hongkong van relatief groot belang. Ruim een kwart van de deelnemingen van het zelfstandig mkb in Azië

is in Hongkong gevestigd. Dit betreft vooral Nederlandse investeerders uit het zelfstandig mkb in de financiële en zakelijke dienstverlening.

### 3.3.1 Geografische verdeling van buitenlandse deelnemingen van het zmkb en het grootbedrijf, 2015

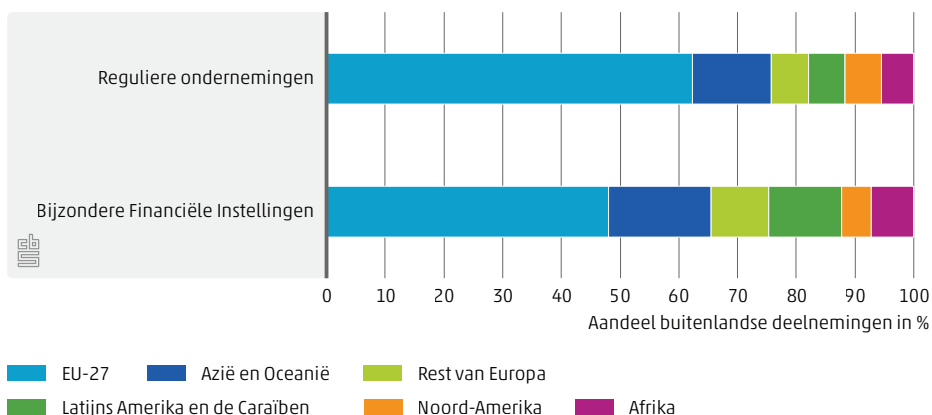


## 3.4 Bijzondere Financiële Instellingen investeren vaker buiten de EU

Volgens cijfers van de Nederlandsche Bank wordt ruim 70 procent van de directe buitenlandse investeringen<sup>2)</sup> door in Nederland gevestigde bedrijven in het buitenland gedaan door BFI's (zie hoofdstuk 4). Samen waren deze BFI's goed voor ruim 24 duizend deelnemingen in het buitenland in 2015. In wat volgt vergelijken we de geografische verdeling van deelnemingen van BFI's met deze van reguliere Nederlandse ondernemingen. We merken daarbij op dat investeringen in het buitenland door BFI's die onderdeel uitmaken van een onderneming met daadwerkelijke operationele activiteiten in Nederland meetellen in de cijfers van de BFI's. Figuur 3.4.1 laat zien dat de EU voor BFI's veel minder belangrijk is dan voor reguliere ondernemingen. BFI's investeren daarentegen relatief vaak in Latijns-Amerika en de Caraïben. Binnen deze regio zijn de deelnemingen vooral in Mexico, Argentinië en de Kaaimaneilanden gevestigd. Reguliere ondernemingen richten met hun investeringen het vizier vaker op landen als Curaçao en Suriname.

<sup>2)</sup> Zie de begrippenlijst voor de definitie van directe buitenlandse investeringen van De Nederlandse Bank.

### 3.4.1 Geografische verdeling van buitenlandse deelnemingen van BFI's en reguliere ondernemingen, 2015



Gezien de rol die BFI's spelen in het grensoverschrijdend structureren van belastingafdrachten door multinationals om zo hun totale belastingafdracht te minimaliseren, is te verwachten dat landen met lage of zeer lage belastingtarieven, zogeheten offshore financial centers (OFC), prominent opduiken als bestemming van investeringen door BFI's. De Nederlandsche Bank laat bijvoorbeeld zien dat ongeveer de helft van de grensoverschrijdende kapitaalstromen waar BFI's bij betrokken zijn, betrekking heeft op dergelijke OFC's (DNB, 2018). Dit zien we echter niet terug in de cijfers als we kijken naar aantallen deelnemingen van BFI's in het buitenland. Als we het relatieve belang van de groep OFC's als bestemming van investeringen, in termen van aantallen deelnemingen, door BFI's afzetten tegen dat van reguliere ondernemingen dan zien we nauwelijks verschil tussen de beide groepen. In absolute aantallen hebben reguliere ondernemingen zelfs meer deelnemingen in OFC's dan BFI's, al is dat geen zuivere vergelijking omdat reguliere ondernemingen sowieso bijna twee maal zoveel deelnemingen in het buitenland aanhouden.

Dit zou bijvoorbeeld kunnen komen doordat ook reguliere ondernemingen aan grensoverschrijdende belastingstructurering via OFC's doen, dat is zeker niet enkel voorbehouden aan BFI's. Het enige verschil tussen deze typen ondernemingen is in dat geval dat belastingstructurering bij BFI's niet gecombineerd wordt met operationele activiteiten in Nederland. Ook is het denkbaar dat grensoverschrijdende belastingstructurering via BFI's door multinationale concerns juist gepaard gaat met een ondernemingsstructuur waarin combinaties van deelnemingen in landen met hoge en lage belastingtarieven voorkomen om op die manier inkomen in landen met hoge belastingtarieven te kunnen verplaatsen naar landen met lage tarieven. Dit samen zou kunnen verklaren waarom OFC's geen

prominentere bestemming zijn in termen van aantallen deelnemingen van BFI's dan van reguliere ondernemingen. Dit in tegenstelling tot eerdere bevindingen in termen van omvang van kapitaalstromen die via BFI's lopen.

## 3.5 Literatuur

Berg, van den, M., Cremers, D., & Jaarsma, M., (2018). Exportstrategieën in het kort. In *CBS Internationaliseringsmonitor 2018*. Heerlen/Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

Boutorat, A., & Berg, van den, M., (2017). *Directe buitenlandse investeringen en handel – een schets*. Heerlen/Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.

DNB, (2018, Oktober 25). Bijzondere financiële instellingen van beperkt belang voor Nederlandse economie. DNBulletin. Te vinden op: <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/DNBulletin2018/dnb379675.jsp>.



4.

# Geldstromen van BFI's in Nederland; welke rol spelen bilaterale verdragen?

Auteur  
Loe Franssen

**3 661** miljard aan buitenlandse investeringen wordt momenteel door Nederland gesluisd. Dat is meer dan 4x zoveel dan ons BNP

**142** dubbelbelastingverdragen, 91 investeringsverdragen en 581 handelsverdragen heeft Nederland bilateraal afgesloten. Hiermee behoort Nederland tot de top van de wereld



**Nederland behoort al jaren tot de top van de wereld wat betreft inkomende en uitgaande directe buitenlandse investeringen (DBI). Ongeveer 80 procent van deze investeringen blijft echter niet in Nederland maar wordt direct doorgesluisd naar andere landen via zogenaamde Bijzonder Financiële Instellingen (BFI's). Staatssecretaris van Financiën Menno Snel wil een einde maken aan dit soort investeringen en stelt daarbij voor om fiscale voordelen in te perken en het investeringsklimaat verder te verbeteren. Dit hoofdstuk kijkt naar het verband tussen investeringen en drie typen bilaterale verdragen, namelijk belastingverdragen, investeringsverdragen en handelsverdragen. We vinden met name een sterk verband tussen belasting- en handelsverdragen en het aandeel uitgaande investeringen die verlopen via BFIs.**

## 4.1 Inleiding

Het Nederlandse vestigingsklimaat, onze innovatiekracht en concurrentievermogen behoort tot de mondiale top. Onlangs plaatste het World Economic Forum (WEF, 2018) de Nederlandse economie op de zesde plek in de lijst van meest competitieve economieën van de wereld. Ook de aantrekkelijkheid van ons investeringsklimaat behoort volgens Forbes (2018) tot de top-drie van de wereld. Voor Nederland is het van belang om deze sterke positie te behouden en daar waar mogelijk te verstevigen. Mede daardoor blijft de Nederlandse economie ook in een veranderend mondiaal speelveld aantrekkelijk om in te investeren.

Een directe buitenlandse investering (DBI) geschiedt wanneer een buitenlands bedrijf er voor kiest om een bedrijf in Nederland op te richten, of om een lokaal bedrijf over te nemen en worden dikwijls uitgevoerd door buitenlandse multinationals. Buitenlandse investeringen hebben doorgaans gunstige gevolgen voor het gastland. Economische activiteiten kunnen leiden tot meer werk, meer banen, meer belastingopbrengsten maar ook nieuwe kennis en technologieën waar Nederlandse bedrijven weer van kunnen leren. Zo blijkt dat multinationals verantwoordelijk zijn voor 30 procent van de totale 635 miljard aan toegevoegde waarde binnen Nederland (CBS, 2018). Het merendeel hiervan, zo'n 113 miljard, is toe te schrijven aan buitenlandse multinationals die verder ook relatief veel geld spenderen aan innovatie, onderzoek en ontwikkeling.

Nederland gaat wereldwijd al jaren aan kop als het gaat om de waarde van inkomende en uitgaande directe buitenlandse investeringen (UNCTAD, 2018). Het aantrekkelijke investeringsklimaat dat heerst in Nederland is hierbij een belangrijke factor. Denk hierbij bijvoorbeeld aan onze fysieke en digitale

infrastructuur, de hoogopgeleide beroepsbevolking, efficiënte arbeidsmarkt, en investeringen in innovatie en technologieën. Maar ook de politieke en economische stabiliteit in ons land speelt een belangrijke rol.

## Investeren of doorsluizen?

Echter, niet alle buitenlandse investeringen hebben als voornaamste doel om te investeren in Nederland. Zo wordt maar liefst 80 procent van de buitenlands investeringen in ons land direct weer doorgesluisd naar het buitenland (DNB, 2018). Dit soort investeringen worden gedaan door zogenaamde Bijzonder Financiële Instellingen (BFI's).<sup>1)</sup> De voornaamste motivatie van deze BFI investeringen zijn van fiscale aard. Zo zijn de lage Nederlandse bronbelasting, de deelnemingsvrijstelling, zogenaamde *tax rulings*, de toegankelijkheid van de Nederlandse belastingdienst en de expertise en ervaring van de Nederlandse trustsector volgens het Centraal Planbureau (Lejour & van 't Riet, 2013) voornaamste redenen voor BFI's om hun investeringen om te leiden via Nederland.

Dit hoofdstuk zal echter kijken naar een zesde factor dat het aantrekkelijk maakt om te investeren *via* Nederland, namelijk de vele bilaterale verdragen die Nederland met verscheidene landen heeft afgesloten (zie tekstkader). Zo kunnen buitenlandse bedrijven hun investeringen omleiden via Nederland, om gebruik te maken van een specifiek bilateraal verdrag dat het thuisland van dit bedrijf niet, maar Nederland wel, heeft afgesloten met het bestemmingsland. Op een dergelijke wijze hebben het Zweedse Volvo en het Britse Henlys Group in het verleden gebruik gemaakt van een Nederlandse holding om het Canadese bedrijf Prévost Car over te nemen (Kandev, 2009). Door deze investering via Nederland om te leiden hoeven Volvo en Henlys Group maar vijf procent dividend/winst belasting te betalen volgens het bilaterale belastingverdrag tussen Canada en Nederland. Dit is minder dan de 10 en 15 procent belasting die gelden onder het Canadees-Zweedse en Canadees-Brits verdrag respectievelijk (Kandev, 2009).

## De regering wil Nederland minder aantrekkelijk maken voor BFI's

Deze bilaterale fiscale verdragen zijn regelmatig onderwerp van discussie (Kleinnijenhuis, 2018; SEO, 2018). Oorspronkelijk bedoeld om te voorkomen dat

<sup>1)</sup> In de praktijk worden deze instellingen ook wel brievenbusfirmas genoemd, ondanks dat er een minimaal verschil bestaat tussen beide definities zoals besproken in SEO (2013).

multinationals meerdere malen belasting moeten betalen over dezelfde transactie, bieden deze verdragen ook de mogelijkheid om de effectieve belasting voor multinationals bijzonder laag te maken. Vanwege de vele fiscale voordelen die Nederland te bieden heeft noemde toenmalig President van de Verenigde Staten Barack Obama Nederland in 2009 zelfs een belastingparadijs (Trouw, 2009).

Staatssecretaris van Financiën Menno Snel wil 'het beeld kantelen dat Nederland het internationale bedrijven fiscaal gemakkelijk zou maken belasting te ontwijken' (Snel, 2018). Volgens de staatssecretaris is dat beeld namelijk hardnekkig en zelfs slecht voor het investeringsklimaat in Nederland aangezien het tot angst kan leiden bij het reële bedrijfsleven om zich in Nederland te vestigen (Berentsen & Jonker, 2018). De bewering dat fiscale voordelen het investeringsklimaat negatief aantasten lijkt een trendbreuk te zijn met vorige kabinetten, die juist beweerden dat fiscale en investering gerelateerde afspraken niet los van elkaar gezien kunnen worden (Lejour & van 't Riet, 2018). Staatssecretaris Snel geeft hiermee aan dat er een onderscheid bestaat tussen de fiscale en de investering gerelateerde afspraken.

Een belangrijk onderdeel van het kabinetsplan om het imago van Nederland te kantelen is te voorkomen dat 'Nederland wordt gebruikt voor bepaalde doorstroomactiviteiten of voor oneigenlijk gebruik van ons verdragenetwerk' (Snel, 2018 p. 3). Het kabinet beklemtoont verder dat investeerders die substantiële bedrijfsactiviteiten in Nederland verrichten kunnen blijven rekenen op steun van de Nederlandse overheid (Kaag, 2018; Snel, 2018).

Dit roept enkele interessante vragen op. In hoeverre klopt het bijvoorbeeld dat de Nederlandse bilaterale verdragen door BFI's gebruikt worden om investeringen via Nederland te laten lopen zonder daadwerkelijk substantiële activiteiten in Nederland te ontplooiën? En is het inderdaad zo dat met name fiscale verdragen door BFI's gebruikt worden terwijl investering gerelateerde afspraken meer investeringen met daadwerkelijke economische activiteiten aantrekken?

## Onderzoeksvragen en hypotheses

In dit hoofdstuk gaan we in op de volgende onderzoeksvragen:

1. Wat is de waarde van binnenkomende en uitgaande directe buitenlandse investeringen gaan en welk deel hiervan gaat gepaard met economische activiteit?
2. Hoe ontwikkelen deze stromen zich door de tijd?
3. Hoeveel en wat voor een soorten verdragen heeft Nederland afgesloten met andere landen?

4. Hoe verhoudt Nederland zich tot andere landen met betrekking tot het afsluiten van dergelijke verdragen?
5. Is er samenhang tussen het type verdrag en het aandeel BFI in het totaal van directe buitenlandse investeringen in Nederland?

Gezien de uitspraken van de minister alsook recente literatuur (Algemene Rekenkamer, 2014; SEO, 2018; Lejour & van 't Riet, 2013) verwachten we dat bilaterale belastingverdragen gepaard gaan met een groter aandeel investeringen dat loopt via BFI's. Aan de andere kant, aangezien bilaterale investeringsverdragen tot doel hebben het promoten en beveiligen van internationale investeringen lijkt het aannemelijk dat dit juist het soort investeringen aantrekt dat economische activiteiten herbergt. Ten slotte hebben handelsverdragen per definitie meer betrekking op handel dan investeringen zodat we hier niet direct een sterke samenhang verwachten. Het zou echter een fout zijn om aan te nemen dat al deze verdragen hetzelfde zijn en derhalve een zelfde hypothese te stellen. We zullen dan ook dieper ingaan op de verschillende soorten verdragen alsook met de landen waarmee deze zijn afgesloten.

## Leeswijzer

Het hoofdstuk is als volgt opgebouwd. In paragraaf 4.2 kijken we naar de grootte van de buitenlandse investeringen, in- en exclusief geldstromen van BFI's. Paragraaf 4.3 bekijkt de rol van Nederland binnen het internationale netwerk van bilaterale verdragen. In paragraaf 4.4 wordt middels een beschrijvende analyse onderzocht in hoeverre verschillende soorten investeringen samenhangen met bilaterale verdragen. Vervolgens wordt middels een econometrisch zwaartekracht model nog dieper ingaan op het effect van deze verdragen. Paragraaf 4.5 geeft een samenvatting en korte discussie van de resultaten. Om de onderzoeksvragen in dit hoofdstuk te beantwoorden, is een brede dataset samengesteld met informatie over inkomende en uitgaande directe investeringen, alsook verschillende soorten verdragen. De technische toelichting van de gebruikte data en methode is aan het eind van dit hoofdstuk beschreven in de bijlage.

---

## Bilaterale verdragen (fiscaal, investering en handel)

**Nederland staat bekend om haar groot netwerk van internationale verdragen (Weyzig, 2013; Lejour & van 't Riet, 2013). In dit hoofdstuk wordt naar drie soorten bilaterale verdragen gekeken; verdragen die betrekking hebben op de fiscale regelgeving, investeringsgerelateerde afspraken en bilaterale handel.**

### *Fiscaal*

Nederland heeft meerdere fiscale afspraken die gunstig kunnen zijn voor buitenlandse multinationals. Zo heft Nederland geen bronbelasting op uitgaande rente en royaltystromen, noch op inkomende dividenden van dochterondernemingen. Deze afspraken gelden multilateraal, dat wil zeggen voor alle Nederlandse investerings- en handelspartners. De bronbelasting bedraagt 15 procent maar kan middels bilaterale belastingverdragen sterk verlaagd worden (Lejour & van 't Riet, 2013).

Binnen de bilaterale belastingverdragen zijn met name de dubbelbelastingverdragen (DBV's) onderwerp van discussie (Algemene Rekenkamer, 2014; SEO, 2018). Deze verdragen waren oorspronkelijk bedoeld om te voorkomen dat een multinational in meerdere landen meerdere keren belasting betaalt over dezelfde economische activiteit. In de praktijk worden deze verdragen echter gebruikt om de effectieve belastingdruk voor multinationals buitengewoon laag te maken.

### *Investeringsen*

Ten tweede zijn er bilaterale investeringsverdragen (BIV's) ter behoeve van de bescherming en de promotie van directe buitenlandse investeringen. Deze dragen daarmee dus direct bij aan het verbeteren van het investeringsklimaat. Denk hierbij aan de rechtsbescherming van investeringen middels rechtvaardige en gelijkwaardige behandeling, bescherming tegen of compensatie voor onteigening en het vrije overmaking van inkomsten (UNCTAD, 2007). Academische literatuur heeft over het algemeen laten zien dat BIV's directe buitenlandse investeringen kunnen stimuleren (Busse, Königer & Nunnenkamp, 2010).

### *Handel*

Een derde grote categorie verdragen betreft de handelsverdragen. Alhoewel deze in principe betrekking hebben op handel en niet op investeringen, zijn dit soort verdragen de afgelopen jaren steeds *dieper*, oftewel uitgebreider, geworden. Denk bijvoorbeeld aan de recente discussie over de Trans-Pacific Partnership (TPP), Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) of Comprehensive Economic and Trade Agreement (CETA) waar naast handelsprovisies ook uitgebreid gesproken werd over afspraken met betrekking tot intellectuele property rights, dienstenverkeer, bescherming van investeringen en meer. Handelsverdragen kunnen ook specifieke investeringshoofdstukken hebben, die niet veel verschillen van BIV's. In de analyse nemen we niet alleen specifieke

## 4.2 Nederland investeringsland of doorsluisland?

**80%** van de buitenlandse investeringen die Nederland binnenkomen worden direct doorgesluisd naar verdere bestemmingen

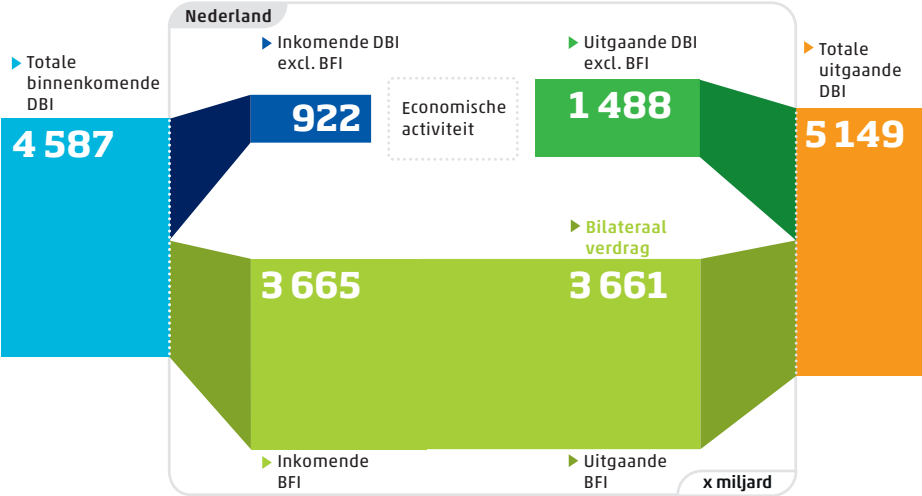


Nederland staat dit jaar zesde op de lijst wat betreft de omvang van de inkomende directe buitenlandse investeringen (DBI) (UNCTAD, 2018). Volgens cijfers van De Nederlandsche Bank (DNB) is de voorraad inkomende DBI in 2017 in totaal 4 587 miljard euro. Zoals wordt weergegeven in Figuur 4.2.1 wordt 922 miljard ook daadwerkelijk in Nederland geïnvesteerd. Dit is het soort investering dat kan leiden tot meer werk, banen en belastingopbrengsten binnen Nederland. 3 655 miljard euro, oftewel 80 procent van de totale buitenlandse investeringen in Nederland, worden echter direct doorgesluisd naar verdere bestemmingen. Op deze basis wordt Nederland soms een doorsluisland genoemd (bijvoorbeeld Lejour & van 't Riet, 2013). Een voorname reden voor Buitenlandse Financiële Instellingen (BFI's) om hun investering om te leiden is om gebruik te maken van bilaterale verdragen die Nederland heeft afgesloten met deze verdere bestemmingen. In de verdere analyse zullen we dan ook kijken naar de samenhang tussen bilaterale verdragen en deze uitgaande BFI investeringen.

Naast de 3 661 miljard aan uitgaande BFI investeringen was er ook nog 1 488 miljard euro aan DBI vanuit Nederland die niet door BFI's worden gedaan. Dit zijn typisch Nederlandse bedrijven die gebruik willen maken van investeringsmogelijkheden in het buitenland. Dit brengt het totaal aan uitgaande DBI in 2017 tot 5 149 miljard euro.

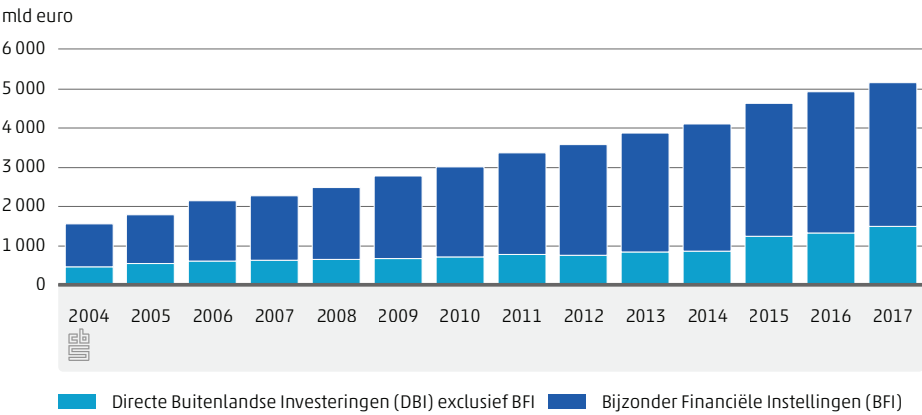
Figuur 4.2.2 laat zien dat de totale uitgaande DBI tussen 2004 en 2017 flink zijn gestegen. Zo bedroeg de totale uitgaande DBI in 2004 nog 1 549 miljard euro, maar is dat in 2017 dus verdrievoudigd. Het aandeel BFI investeringen is hierin, met zo'n ruim 70 procent, redelijk gelijk gebleven.

### 4.2.1 Directe Buitenlandse Investeringen in kaart



Bron: DNB.

### 4.2.2 Voorraad uitgaande Directe Buitenlandse Investeringen (DBI)



Bron: CBS, DNB

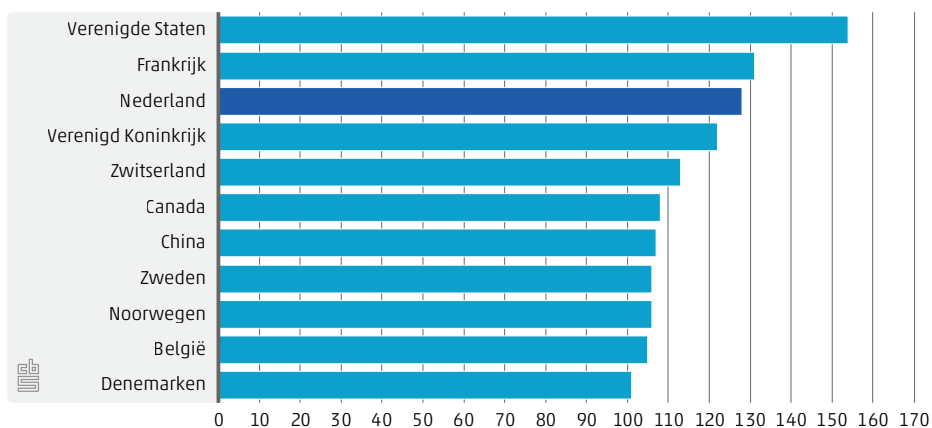
## 4.3 Nederland als spil in het internationale verdragenstelsel

Zoals eerder aangegeven maken multinationals graag gebruik van de vele bilaterale afspraken die Nederland heeft afgesloten. Kijkend naar het aantal verdragen van de bovenstaande types die landen hebben afgesloten, zien we dat Nederland constant tot de top van de wereld behoort. Dit is wellicht niet verrassend, gezien de internationale focus van de open Nederlandse economie. Zo zijn er maar twee landen in de wereld die in 2010 meer bilaterale belastingverdragen ter voorkoming van dubbele belasting hadden afgesloten dan Nederland (4.3.1). Na de Verenigde Staten (154) en Frankrijk (131) komt namelijk Nederland met 128 DBV's. Meer recente data van de Rijksoverheid (2018) laat zien dat dit aantal verder gestegen is naar 142 in 2018.

Wat betreft de bilaterale investering verdragen staat Nederland in 2016 met 91 verdragen wereldwijd op de zesde plaats (Figuur 4.3.2). Ten slotte is er in 2016 geen enkel land in de wereld met meer bilateraal afgesloten handelsverdragen dan Nederland (Figuur 4.3.3). Belangrijk hierbij is om te vermelden dat het cijfer van 581 is bereikt door multilaterale overeenkomsten uit te splitsen naar bilateraal niveau.

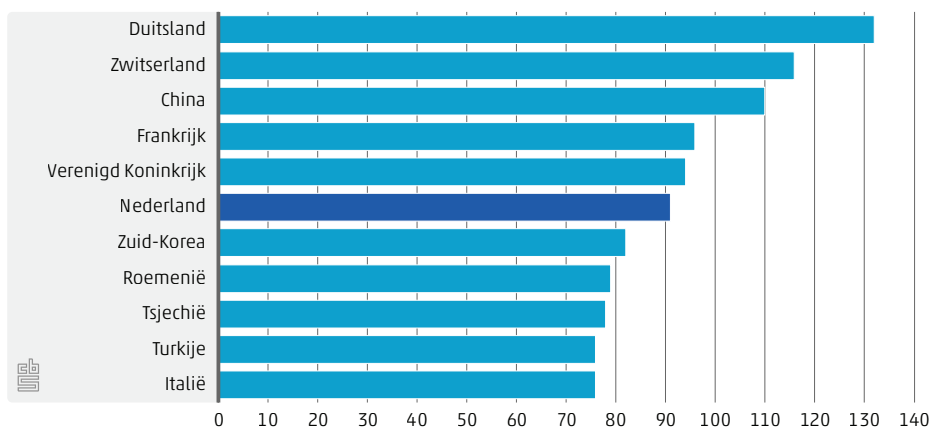
Overigens is het belangrijk om te herinneren dat deze topnotering alleen niet verklaart waarom Nederland een geliefd doorsluisland is. De combinatie van dit uitgebreide verdragenstelsel met de lage bronbelasting, deelnemingsvrijstelling en de toegankelijkheid van de belastingdienst is daarin veel belangrijker (Lejour & van 't Riet, 2013).

### 4.3.1 Aantal belastingverdragen in 2010



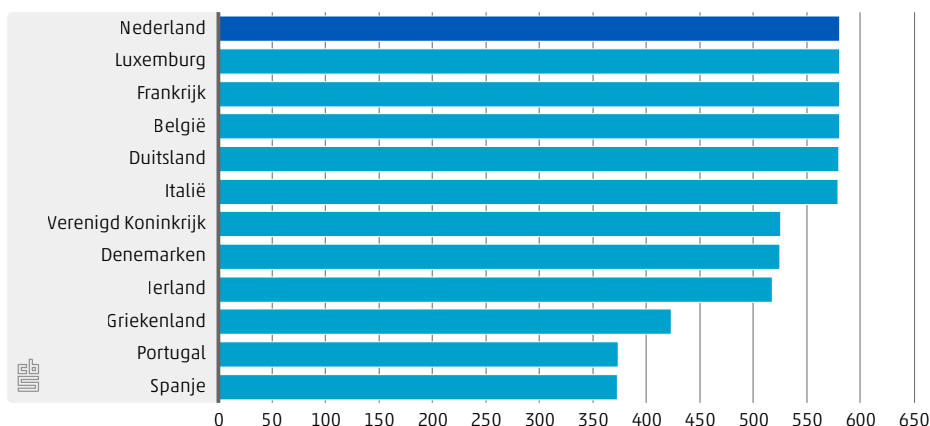
Bron: CBS, UNCTAD (2010)

### 4.3.2 Aantal investeringsverdragen in 2016



Bron: CBS, UNCTAD (2016)

### 4.3.3 Aantal handelsverdragen in 2016



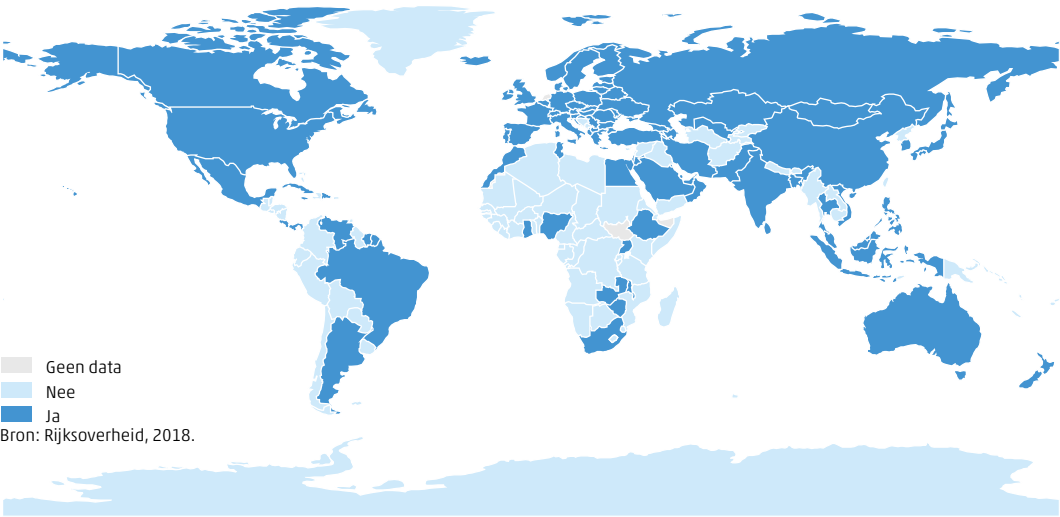
Bron: CBS, Dür, Baccini en Elsig (2014)

Als we kijken naar de geografische verdeling van de landen waarmee Nederland een bilateraal verdrag heeft afgesloten zien we ten eerste het effect van de Europese Unie (Figuur 4.3.4–4.3.6.). Zo heeft Nederland met elk Europees land zowel een belastingverdrag, een investeringsverdrag alsook een handelsverdrag.

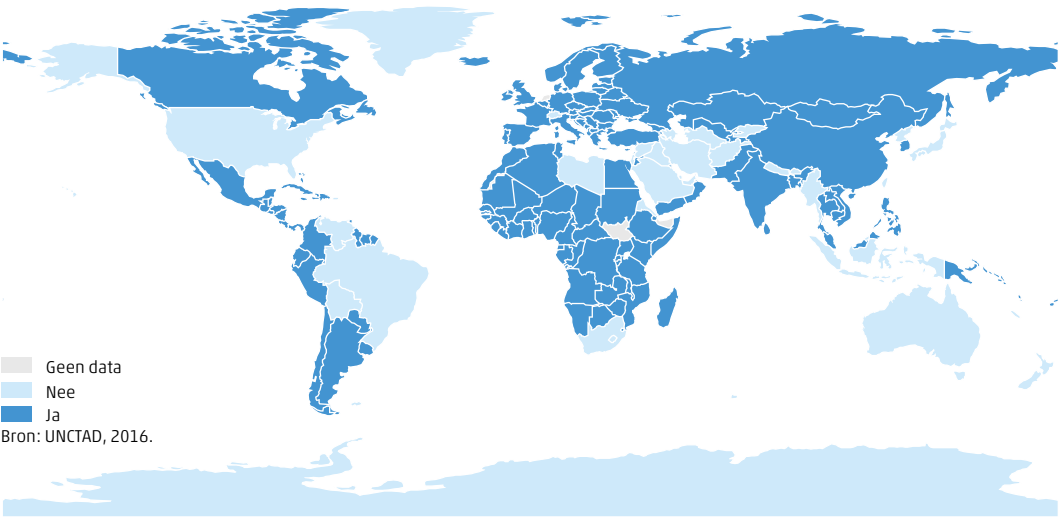
Verder zien we dat Nederland vooral investerings- en handelsverdragen heeft met Afrikaanse landen, en juist veel minder belastingverdragen. Azië, daarentegen, kenmerkt zich door relatief veel belastingverdragen alsook investeringsverdragen met Nederland.

Met grote economieën als Australië, Argentinië, Brazilië, China, India, Indonesië en de Verenigde Staten zijn wel belasting- en investeringsverdragen afgesloten, maar geen handelsverdragen. Lange tijd werd er onderhandeld over een investering en handelsverdrag tussen de Europese Unie en de Verenigde Staten, genaamd Transatlantic Trade & Investment Partnership (TTIP). Dit verdrag beoogde de handel en investeringen tussen de EU en de VS te vergemakkelijken, door verschillende handelsbarrières af te schaffen en investeringen te beschermen. Voorstanders claimen dat dit tot veel economische groei zal leiden terwijl tegenstanders bang zijn voor de effecten op de voedselveiligheid, milieu en nationale soevereiniteit (Bruegel, 2016). Met de verkiezing van de Amerikaanse president Donald Trump zijn deze onderhandelingen echter gestopt.

4.3.4 Aanwezigheid belastingverdrag met Nederland in 2018

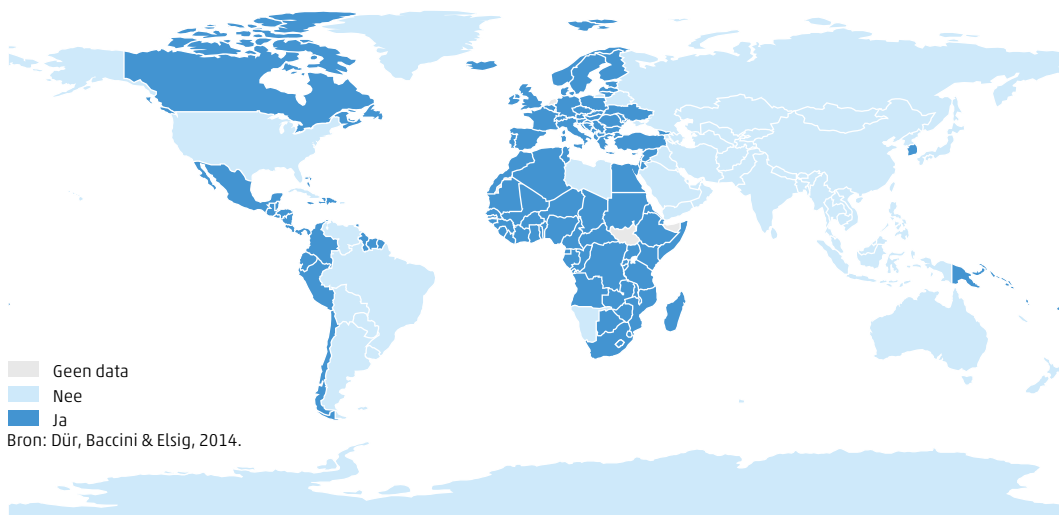


4.3.5 Aanwezigheid investeringsverdrag<sup>1)</sup> met Nederland in 2016



<sup>1)</sup> Investeringsverdrag behelst bilaterale investering verdragen (BIV) alsook handelsverdragen met een specifiek investeringshoofdstuk.

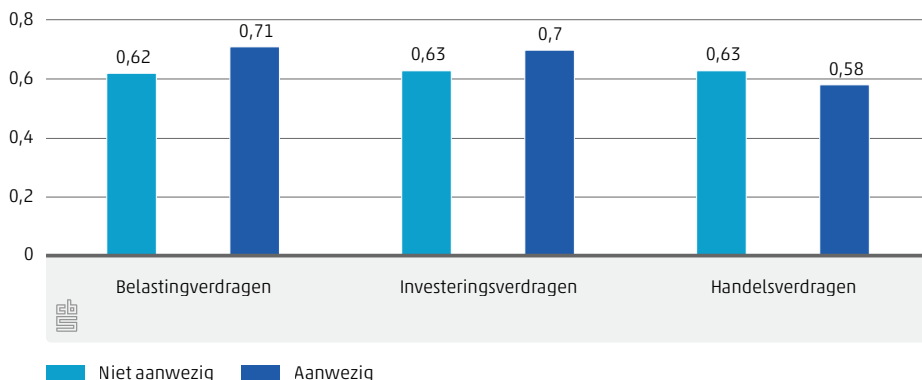
#### 4.3.6 Aanwezigheid handelsverdrag met Nederland in 2016



## 4.4 Nederland en buitenlandse investeringen: Spilfiguur of Spillebeen?

In dit hoofdstuk wordt onderzocht of verschillende soorten bilaterale verdragen andere soorten directe buitenlandse investeringen (DBI) aantrekken. Om dit uit te zoeken kunnen we in een eerste stap kijken naar het aandeel dat de investeringen van BFI's vormen in de totale uitgaande directe buitenlandse investeringen met landen waarmee Nederland fiscale, investerings- of handel gerelateerde verdragen heeft afgesloten. Figuur 4.4.1 laat derhalve het aandeel van de uitgaande investeringen van BFI's in totale investeringen zien, opgesplitst naar of Nederland een bepaalde verdrag heeft afgesloten met het bestemmingsland. Handelsverdragen met investeringshoofdstuk zijn hierbij ingedeeld bij de bilaterale investeringsverdragen (BIV's).

#### 4.4.1 Aandeel BFI in totale Directe Buitenlandse Investerings (DBI), per verdrag in 2016



Bron: CBS, op basis van DNB (2018), Rijksoverheid (2018), UNCTAD (2016) en Dür, Baccini en Elsig (2014)

Figuur 4.4.1 laat zien dat investeringen vanuit Nederland naar landen waarmee een dubbelbelastingverdrag (DBV) is afgesloten een groter aandeel BFI investeringen herbergen in vergelijking tot landen waarmee een dergelijk verdrag niet is afgesloten. Dit is in lijn met wat we zouden verwachten aangezien fiscale afspraken BFI's bepaalde voordelen om de effectieve belastingdruk te verlagen (Algemene Rekenkamer, 2014; SEO, 2018). Zo zagen we in de introductie al het voorbeeld van Volvo en Henlys Group, die middels Nederlandse belastingverdragen hun effectieve belastingdruk konden verlagen (Kandev, 2009).

Bij de bilaterale investeringsverdragen (BIV's) zien we hetzelfde patroon. Dit is misschien verrassend aangezien deze verdragen specifiek ten doel hebben gesteld om de economische activiteit middels DBI te promoten. Vanwege deze reden zou men kunnen verwachten dat het aandeel niet-BFI binnen DBI dan groter zou zijn in de aanwezigheid van zo'n verdrag. Het is echter ook zo dat deze verdragen naast het promoten van investeringen ook het beschermen ervan proberen te verbeteren. Zo heeft Mobil Corporation in 2005 haar investering in Venezuela omgeleid via Nederland om gebruik te maken van bescherming onder het Nederlands-Venezolaans BIV tegen Venezolaanse nationalisering van deze investering (Blyschalk, 2011).

Handelsverdragen *zonder* specifiek investeringshoofdstuk laten een ander patroon zien. Namelijk, voor landen waar Nederland een dergelijk handelsverdrag heeft afgesloten is gemiddeld 58 procent van de totale DBI in de vorm van BFI terwijl dit met 63 procent hoger is voor landen waar Nederland een dergelijk verdrag niet mee heeft afgesloten. Dit is in lijn met de verwachting aangezien zulke verdragen over

het algemeen het verbeteren van handel ten doel hebben en niet specifiek investeringen.

Deze resultaten suggereren dus dat zowel de fiscale als de investeringsverdragen van Nederland bepaalde eigenschappen hebben dat het voor BFI's aantrekkelijk maakt om hun investering door Nederland te sluizen, terwijl handelsverdragen die eigenschappen niet hebben. Op basis van figuur 4.4.1 kunnen we zo'n uitspraken echter nog niet maken.

Zo geeft het voorbeeldje van Mobil Corporation (Blyschalk, 2011) aan dat er een verschil is tussen het type landen waarmee een BIV wordt afgesloten. De bescherming die een investering onder een BIV geniet kan namelijk van groter belang zijn wanneer die uiteindelijke investering in een land plaatsvindt waar de nationale wetgeving en instituties onvoldoende rechtszekerheid bieden (Kaag, 2018). In dit geval kan een Nederlandse BIV een stukje bescherming bieden en kan het zinvol zijn om de investering om te leiden (Weyzig, 2013). Mocht de uiteindelijke investering plaatsvinden in een ontwikkeld land dan is de noodzaak voor zulke bescherming een stuk minder.

Wat betreft de handelsverdragen is er een groot verschil in het soort handelsverdrag. Waar traditionele handelsverdragen alleen over handel gerelateerde afspraken gaan, zoals import tarieven of andere handelsbarrières, gaan moderne verdragen steeds *dieper*. Zo is een investeringshoofdstuk, dat in vele opzichten lijkt op een BIV, steeds vaker onderdeel van een verdrag. In figuur 4.4.3 hebben we daarom de handelsverdragen met een specifiek investeringscomponent ook buiten beschouwing gelaten. Ten slotte zijn er vele andere verschillen tussen bestemmingslanden waar in de analyse rekening mee gehouden moet worden. Zo maken verschillen in de wettelijke regelgeving en *rule of law*, de economische omvang van het bestemmingsland of de afstand ten opzichte van Nederland vaak veel uit in het verklaren van bilaterale handels- of investeringsstromen.

Om voor al deze nuances te controleren maken we gebruik van het zogenoemde zwaartekracht model, een standaard model bij het schatten van de effecten van beleidsinstrumenten op bilaterale handel en investeringsstromen (Head & Mayer, 2013). Daarbij controleren we voor geobserveerde verschillen tussen bestemmingslanden, de diepte van de afgesloten handelsverdragen en conditioneren we de effecten van bilaterale verdragen op het type bestemmingsland. De bijlage geeft de gedetailleerde functies en resultaten weer.

## Resultaten econometrische analyse

De resultaten van het zwaartekrachtmodel bevestigen ten eerste dat er een sterke samenhang bestaat tussen bilaterale belastingverdragen en directe buitenlandse investeringen. Specifiek is de gemiddelde DBI voorraad – exclusief BFI's – 52,4 procent hoger in de aanwezigheid van een dubbelbelastingverdrag (DBV). De samenhang met de BFI voorraad is echter twee keer zo groot (Tabel 1, kolom (1)). Uiteindelijk is het aandeel BFI in totale DBI 6,7 procent punt hoger in de aanwezigheid van een DBV. (Tabel 1, kolom (3)). Dit suggereert dat Nederlandse DBV's bepaalde aspecten hebben die met name BFI investeringen aantrekken.

Handelsverdragen blijken ook een positief effect te hebben op met name BFI standen (Tabel 1, kolom (1)) en het aandeel BFI in totale DBI (Tabel 1, kolom (3)). Specifiek is het aandeel BFI in DBI met een land waarmee een handelsverdrag is afgesloten ook 6,7 procent punt hoger dan wanneer een dergelijk verdrag niet is afgesloten. Wat we verder zien is dat dit effect met name komt door *diepere* handelsverdragen (Tabel 2). Zo is het aandeel BFI in DBI in de aanwezigheid van de diepste soort handelsverdragen 17,1 procent punt hoger dan in de afwezigheid van een handelsverdrag. Dit is in lijn met de verwachting, want diepere handelsverdragen hebben naast het verminderen van handelstarieven typisch ook betrekking op investeringen. Zo kunnen ze een specifiek investeringshoofdstuk hebben die de investeerder een bepaalde mate van bescherming biedt.

Op het eerste oogpunt lijkt er geen significant verband tussen BIV's en BFI investeringen (Tabel 1 en 2). We zien echter wel dat een BIV met een ontwikkeld land een 7,5 procent punt lager BFI aandeel met zich meebrengt dan een BIV met een ontwikkelingsland (Tabel 3). Wanneer we de Europese Unie buiten beschouwing laten zien we verder dat een BIV met ontwikkelde landen een significant lager aandeel BFI investeringen van 10,8 procent punt herbergt (tabel 5). Deze resultaten suggereren dat BIV's gebruikt kunnen worden door BFI's wanneer zij willen investeren in ontwikkelingslanden buiten de EU, bijvoorbeeld vanwege de bescherming dat zo'n verdrag oplevert.

**6,7** procentpunt hoger is het  
aandeel buitenlandse investeringen dat  
wordt doorgesluisd in de aanwezigheid  
van een bilateraal belastingverdrag



## 4.5 Conclusie en discussie

De rol van Nederland als spil in het internationale investeringsverkeer is groot en wordt steeds vaker belicht in verscheidene bronnen. Vanwege de vele fiscale voordelen die Nederland biedt aan buitenlandse investeerders plaatste de Verenigde Staten Nederland in 2009 zelfs op een lijstje van belastingparadijzen (Trouw, 2009). Staatssecretaris van Financiën Snel is vastberaden dit imago te veranderen (Snel, 2018). Zo is het kabinet voornemens om een bronbelasting in te voeren voor bedrijven die hun investeringen via Nederland doorsluizen naar belastingparadijzen waarmee hun effectieve belastingdruk nog verder wordt gereduceerd (SEO, 2018; Algemeen Dagblad, 2018). Verder wil het kabinet 'substance-eisen' toe voegen aan buitenlandse ondernemingen, bijvoorbeeld middels een loonsomeis van €100 000 en een eis van een kantoorruimte die gedurende ten minste 24 maanden ter beschikking staat.

Dit hoofdstuk heeft gekeken naar het deel van het plan dat betrekking heeft op te voorkomen dat Nederland wordt gebruikt voor doorstroomactiviteiten middels oneigenlijk gebruik van ons verdragenennetwerk. Zo heeft dit hoofdstuk aangetoond dat zowel de belasting- als de handelsverdragen positief samenhangen met het aandeel BFI in totale directe buitenlandse investeringen. Het effect van de belastingverdragen is hierbij het grootst. Wat betreft de bilaterale investeringsverdragen (BIV's) suggereren de resultaten dat BFI's hier vooral gebruik van maken wanneer de uiteindelijke investeringsbestemming een ontwikkelingsland buiten de Europese Unie betreft, om zo gebruik te maken van bescherming onder het Nederlandse BIV. Het kabinet is van plan om dit aan te pakken door een bepaling op te nemen in alle bilaterale verdragen die verdragsmisbruik moeten voorkomen middels een multilateraal verdrag (Snel, 2017).

Het onderzoek in dit hoofdstuk zou op verschillende manieren kunnen worden uitgebreid en verbeterd. Alhoewel we hier al enige mate van onderscheid hebben gemaakt tussen de verschillende verdragen kan dit nog gedetailleerder. Vooral binnen de BIV's bestaan er veel verschillende clauses en dit heeft een groot effect op het eigenlijke resultaat van zo'n verdrag. Zo hebben bijvoorbeeld Chaisse en Bellak (2015) alsook Berger et al. (2013) aangetoond dat het effect van BIV's of DBI's enorm afhangt van deze clauses. Het World Trade Institute (WTI) en de OESO zijn momenteel een database aan het maken waarin deze specifieke legale clauses gecodeerd worden zodat deze vervolgens mee kunnen worden genomen in een zwaartekracht model zoals gebruikt in dit hoofdstuk. De inclusie van dergelijke variabelen zal een nog beter beeld geven van de specifieke juridische voorwaarden die BFI investeringen aantrekken.

Daarnaast speelt ook de eigenlijke herkomst van de uitgaande BFI investeringen een rol. We hebben in dit hoofdstuk alleen gekeken naar uitgaande BFI investeringen in de veronderstelling dat een BFI gebruik maakt van een bilateraal verdrag dat Nederland wél en het thuisland van de BFI níet met het bestemmingsland van de investering hebben afgesloten. Aangezien dit onderzoek geen toegang tot data over de herkomst van de investering heeft weten we dit niet zeker. Toekomstig onderzoek zou dit eventueel kunnen meenemen om de link tussen Nederlandse verdragen en BFI investeringen nog duidelijker te maken.

Ten slotte kunnen we bij onze resultaten niet spreken van een causaal verband. Terwijl het mogelijk is dat er ná een bilateraal verdrag meer handel en investeringen plaatsvindt, is het ook mogelijk dat deze handel en investeringen al plaatsvond vóór het verdrag. Dit is een bekend probleem binnen deze literatuur (Berger et al., 2013) en kan mogelijk worden opgelost met meer data. Zo zou een langere tijdsperiode soelaas kunnen bieden aangezien er dan meer observaties zullen zijn waarbij een specifiek verdrag wordt afgesloten. Een alternatief zou zijn om behalve Nederland nog andere landen toe te voegen aan de data. Echter, niet elk land verzamelt data over directe buitenlandse investeringen met de uitsplitsing BFI en niet BFI zoals DNB dat wel doet. Ondanks deze reserveringen geven de resultaten in dit hoofdstuk een goede indicatie van de samenhang tussen het uitgebreide Nederlandse verdragennetwerk en de directe buitenlandse investeringen die ons land jaarlijks doorkruisen.

## 4.6 Bijlage

### Data bronnen

Voor dit onderzoek hebben we een groot scala aan data gebruikt. Leidend is hierbij de data over DBI en BFI standen van De Nederlandsche Bank (DNB). Buitenlandse ondernemingen hebben namelijk een meldplicht bij DNB waarmee zij hun activa en passiva moeten aangeven. BFI's met royalty- en licentiestromen zijn op basis van een revisie van de European Supervisory Authorities (ESA) in 2015 overgeheveld naar de sector 'niet-financiële bedrijven'. In dit onderzoek nemen we deze ondernemingen echter nog steeds mee in de BFI classificatie om een trendbreuk binnen de onderzoeksperiode te voorkomen. Deze gegevens zijn beschikbaar sinds 2003 toen DNB overstapte naar een systeem van directe rapportage en steekproeven. Middels een ophogingsstrategie worden deze cijfers representatief gemaakt voor heel Nederland.

De data over bilaterale verdragen komt van meerdere bronnen. Zo kijken we naar UNCTAD (2010) alsook de Rijksoverheid (2018) voor data over bilaterale belastingverdragen. Terwijl UNCTAD (2010) informatie herbergt over een groot scala aan landen zijn zij in 2010 gestopt met het bijhouden van deze belastingverdragen. Daarom is de comparatieve analyse in Figuur 4.3.1 gebaseerd op deze data van UNCTAD. Voor de rest hebben we echter gebruik gemaakt van de meer recente data van de Rijksoverheid (2018). Voor de handelsverdragen gebruiken we de uitgebreide en gedetailleerde data van DESTA (Dür, Baccini en Elsig, 2014). Voor bilaterale investeringsverdragen gebruiken we data van UNCTAD.

Ten slotte gebruiken we controle variabelen voor het zwaartekracht model van de 'Gravity' database van CEPII (Mayer en Ries, 2010). Na het samenvoegen van al deze bestanden hebben we data voor de periode 2004 tot 2017 over bilaterale investeringen en verdragen tussen Nederland en 229 partnerlanden. We classificeren landen naar ontwikkelingsstatus middels de lijst van de Verenigde Naties (2014) en naar fiscale status middels DNB (2018).

### Econometrisch model

In de econometrische analyse van paragraaf 4 gaan we uit van een zogenaamd zwaartekracht model. Dit soort modellen zijn de standaard bij het schatten van

beleidseffecten op bilaterale handels en investeringsstromen (Head en Mayer, 2013). Een standaard zwaartekracht model ziet er uit als volgt:

$$DBI_{odt} = BNP_{ot} + BNP_{dt} + BV_{odt} + CONT_{odt} + \alpha_t + \varepsilon_{odt}$$

Waarbij de subscripts o, d en t het thuisland, het bestemmingsland en het jaar aangeven. Standen of stromingen van directe buitenlandse investeringen (DBI) worden vervolgens verklaard door het BNP van het thuis- en bestemmingsland.  $BV_{odt}$  staat voor bilateraal verdrag en  $CONT_{odt}$  zijn controle variabelen zoals de afstand tussen het thuis- en bestemmingsland en of ze een gemeenschappelijk verleden hebben bijvoorbeeld. Alpha neemt jaar vaste effecten en controleert daarmee voor conjuncturele ontwikkelingen door de tijd. In onze toepassing is het thuisland echter altijd Nederland. De specificatie wordt dan:

$$DBI_{dt} = BV_{dt} + CONT_{dt} + \alpha_t + \varepsilon_{dt}$$

Deze regressie vormt het uitgangspunt voor onze analyse. Hierbij nemen we 3 soorten afhankelijke variabelen: de log van BFI standen, de log van DBI exclusief BFI standen en het aandeel BFI in totale DBI. Vervolgens vergelijken we de coëfficiënten van de bilaterale afspraken van de eerste twee regressies en kijken we ook direct te kijken naar de verdrag coëfficiënten bij de derde toepassing. Om het relatieve effect van een bilateraal verdrag op BFI versus DBI standen te meten kunnen we ofwel de coëfficiënten van kolom 1 met kolom 2 vergelijken, ofwel direct kijken naar kolom 3.

Verder controleren we voor geobserveerde verschillen tussen bestemmingslanden, zoals het BNP van en export naar het bestemmingsland. Verder groeperen we bestemmingslanden naar ontwikkelingsstatus waarbij ontwikkelde landen gedefinieerd zijn als 'developed economies' en ontwikkelingslanden als 'developing' en 'transition economies' volgens de Verenigde Naties (2014). We controleren ook voor belastingparadijzen, dat zijn landen met een laag tot zeer laag vennootschapsbelastingtarief (DNB, 2018). Ten slotte controleren we voor relatieve verschillen in de munt, religie, taal en het juridisch systeem van de twee landen.

In totaal zullen er 9 regressies volgen. Met in achtneming van de 3 verschillende afhankelijke variabelen blijven er 3 verschillende modellen over. Het eerste model schat het algemene effect van DBV's, BIV's en handelsverdragen in door te controleren op geobserveerde verschillen tussen bestemmingslanden. Het tweede model kijkt specifiek naar het effect van handels- en investeringsverdragen.

Handelsverdragen worden opgedeeld naar 3 niveaus, waarbij de laagste alleen het verminderen van handelstarieven representeert. Verdragen die ook betrekking hebben op diensten handel, investeringen, niet-tarief barrières en intellectual property rights hebben hogere waardes. Verder zullen we hier ook het effect van de BIV's conditioneren op de ontwikkelingsstatus van het bestemmingsland. Het derde en laatste model kijkt alleen naar niet-EU landen, om het effect van de EU te verzachten.

## Econometrische resultaten

### 4.6.1 Regressieresultaten: Het algemene effect van bilaterale verdragen op directe buitenlandse investeringen

|                         | (1)                  | (2)                  | (3)                   |
|-------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
|                         | Log BFI stand        | Log DBI-BFI stand    | BFI aandeel in DBI    |
| <b>Variabelen</b>       |                      |                      |                       |
| DBV aanwezig            | 0,950***<br>(0,171)  | 0,524***<br>(0,182)  | 0,0669***<br>(0,0248) |
| Handelsverdrag aanwezig | 0,414**<br>(0,168)   | 0,0331<br>(0,169)    | 0,0674***<br>(0,0246) |
| BIV aanwezig            | -0,193<br>(0,128)    | 0,0448<br>(0,139)    | 0,0316<br>(0,0205)    |
| Constant                | -15,10***<br>(1,227) | -21,31***<br>(1,215) | -0,224<br>(0,206)     |
| Observations            | 1,379                | 1,438                | 1,466                 |
| R-squared               | 0,745                | 0,735                | 0,103                 |

Bron: Auteur's berekeningen op basis van data van DNB, Rijksoverheid, UNCTAD, CEPII en DESTA.  
Robuuste standaard fouten tussen haakjes.

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

Regressies hebben jaar fixed effects. Verder controleren we ook voor de bilaterale afstand en export van het thuis- en bestemmingsland, alsook of ze een gemeenschappelijke taal, munt, religie of juridisch systeem hebben. Ten slotte controleren we voor de (log) BNP, ontwikkelingsstatus en of het bestemmingsland tot een offshore financial centrum behoort.

## 4.6.2 Regressieresultaten: Het effect van bilaterale verdragen op directe buitenlandse investeringen, specifiek

|                                      | (1)                  | (2)                  | (3)                   |
|--------------------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
|                                      | Log BFI stand        | Log DBI-BFI stand    | BFI aandeel in DBI    |
| <b>Variabelen</b>                    |                      |                      |                       |
| Dubbelbelastingverdrag (DBV)         | 0,935***<br>(0,173)  | 0,492***<br>(0,183)  | 0,0665***<br>(0,0254) |
| Aanwezigheid handelsverdrag diepte 1 | 0,669***<br>(0,243)  | 0,223<br>(0,225)     | 0,0222<br>(0,0360)    |
| Aanwezigheid handelsverdrag diepte 2 | 0,275<br>(0,178)     | -0,117<br>(0,186)    | 0,0810***<br>(0,0270) |
| Aanwezigheid handelsverdrag diepte 3 | 0,616**<br>(0,257)   | 0,934***<br>(0,255)  | 0,171***<br>(0,0328)  |
| Geen BIV, ontwikkelingsland          | 0<br>0               | 0<br>0               | 0<br>0                |
| Ontwikkeld land                      | -0,491**<br>(0,219)  | 0,384<br>(0,241)     | -0,0482<br>(0,0336)   |
| BIV * ontwikkelingsland              | -0,221<br>(0,168)    | 0,0195<br>(0,182)    | 0,0250<br>(0,0260)    |
| BIV * ontwikkeld land                | -0,601***<br>(0,227) | 0,221<br>(0,256)     | -0,0503<br>(0,0343)   |
| Constant                             | -16,23***<br>(1,263) | -22,06***<br>(1,218) | -0,264<br>(0,206)     |
| Observaties                          | 1,379                | 1,438                | 1,466                 |
| R-kwadraat                           | 0,750                | 0,738                | 0,123                 |

Bron: Auteur's berekeningen op basis van data van DNB, Rijksoverheid, UNCTAD, CEPII en DESTA.

Robuuste standaard fouten tussen haakjes.

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

Regressies hebben Jaar fixed effects. Verder controleren we ook voor de bilaterale afstand en export van het thuis- en bestemmingsland, alsook of ze een gemeenschappelijke taal, munt, religie of juridisch systeem hebben. Ten slotte controleren we voor de (log) BNP, ontwikkelingsstatus en of het bestemmingsland tot een offshore financial centrum behoort.

### 4.6.3 Marginale effecten op basis van tabel 4.6.2

|                                                                                                                                | (1)                 | (2)               | (3)                  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-------------------|----------------------|
|                                                                                                                                | Log BFI stand       | Log DBI-BFI stand | BFI aandeel in DBI   |
| <b>Variabelen</b>                                                                                                              |                     |                   |                      |
| Effect van een BIV in ontwikkeld land =<br>BIV in ontwikkeld land - Ontwikkeld Land                                            | -0,110<br>(0,150)   | -0,163<br>(0,150) | -0,002<br>(0,026)    |
| Comparatief effect van een BIV in ontwikkeld land vs. ontwikkelingsland =<br>BIV in ontwikkeld land - BIV in ontwikkelingsland | -0,380**<br>(0,171) | 0,201<br>(0,192)  | -0,075***<br>(0,025) |

Robuuste standaard fouten tussen haakjes.

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

#### 4.6.4 Regressieresultaten: Het effect van bilaterale verdragen op directe buitenlandse investeringen, specifiek en alleen voor niet-EU landen

|                                      | (1)                  | (2)                  | (3)                   |
|--------------------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
|                                      | Log BFI stand        | Log DBI-BFI stand    | BFI aandeel in DBI    |
| <b>Variabelen</b>                    |                      |                      |                       |
| Dubbelbelastingverdrag (DBV)         | 1,048***<br>(0,184)  | 0,610***<br>(0,199)  | 0,0588**<br>(0,0275)  |
| Aanwezigheid handelsverdrag diepte 1 | 0,573**<br>(0,264)   | 0,110<br>(0,238)     | 0,0476<br>(0,0378)    |
| Aanwezigheid handelsverdrag diepte 2 | 0,162<br>(0,189)     | -0,197<br>(0,197)    | 0,105***<br>(0,0292)  |
| Aanwezigheid handelsverdrag diepte 3 | 0,516<br>(0,332)     | 0,905**<br>(0,431)   | 0,123**<br>(0,0520)   |
| Geen BIV, ontwikkelingsland          | 0<br>0               | 0<br>0               | 0<br>0                |
| Ontwikkeld land                      | -0,466**<br>(0,237)  | 0,299<br>(0,258)     | -0,0268<br>(0,0359)   |
| BIV * ontwikkelingsland              | -0,190<br>(0,169)    | 0,0607<br>(0,182)    | 0,0131<br>(0,0263)    |
| BIV * ontwikkeld land                | -0,292<br>(0,305)    | 0,407<br>(0,405)     | -0,135***<br>(0,0483) |
| Constant                             | -12,83***<br>(1,723) | -23,27***<br>(1,640) | -0,341<br>(0,230)     |
| Observaties                          | 1,073                | 1,131                | 1,16                  |
| R-kwadraat                           | 0,641                | 0,668                | 0,097                 |

Bron: Auteur's berekeningen op basis van data van DNB, Rijksoverheid, UNCTAD, CEPII en DESTA.

Robuuste standaard fouten tussen haakjes.

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

Noot: Alleen niet-EU landen. Regressies hebben Jaar fixed effects. Verder controleren we ook voor de bilaterale afstand en export van het thuis- en bestemmingsland, alsook of ze een gemeenschappelijke taal, munt, religie of juridisch systeem hebben. Ten slotte controleren we voor de (log) BNP, ontwikkelingsstatus en of het bestemmingsland tot een offshore financial centrum behoort.

## 4.6.5 Marginale effecten op basis van tabel 4.6.4

|                                                                                                                                | (1)               | (2)               | (3)                  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|----------------------|
|                                                                                                                                | Log BFI stand     | Log DBI-BFI stand | BFI aandeel in DBI   |
| <b>Variabelen</b>                                                                                                              |                   |                   |                      |
| Effect van een BIV in ontwikkeld land =<br>BIV in ontwikkeld land – Ontwikkeld land                                            | 0,174<br>(0,280)  | 0,107<br>(0,362)  | –0,108**<br>(0,043)  |
| Comparatief effect van een BIV in ontwikkeld land vs. ontwikkelingsland =<br>BIV in ontwikkeld land – BIV in ontwikkelingsland | –0,101<br>(0,270) | 0,346<br>(0,369)  | –0,148***<br>(0,042) |

Robuuste standaard fouten tussen haakjes.

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

## 4.7 Literatuur

Algemene Rekenkamer (2014). *Belastingontwijking Een verdiepend onderzoek naar belastingontwijking in relatie tot de fiscale regels en het verdragennetwerk*.

Geraadpleegd van <https://www.rekenkamer.nl/binaries/rekenkamer/documenten/rapporten/2014/11/06/belastingontwijking/>

[Rapport\\_Belastingontwijking\\_herziene\\_versie.pdf](#) op 1 november, 2018.

Batsaikhan U. & Hüttel P. (2016). *The Benefits and Drawbacks of TTIP*. Bruegel.

Geraadpleegd van <http://bruegel.org/2016/05/the-benefits-and-drawbacks-of-ttip/> op 1 november, 2018.

Berentsen, L. & U. Jonker (2018, 24 februari). *Menno Snel: 'Ons negatieve fiscale imago begint ook reële bedrijven af te schrikken'*. Financieel Dagblad (FD). Geraadpleegd via

<https://fd.nl/economie-politiek/1243314/menno-snel-ons-negatieve-fiscale-imago-begint-ook-reele-bedrijven-af-te-schrikken> op 1 november, 2018.

Berger, A., Busse, M., Nunnenkamp, P., & Roy, M. (2013). Do trade and investment agreements lead to more FDI? Accounting for key provisions inside the black box.

*International Economics and Economic Policy*, 10(2), 247–275.

Blyschalk, P. M. (2011). Access and advantage expanded: Mobil Corporation v Venezuela and other recent arbitration awards on treaty shopping. *Journal of World Energy Law and Business*, 4(1) 32–39.

CBS (2018). *Multinationals en niet-multinationals in de Nederlandse economie*. Centraal Bureau voor de Statistiek: Heerlen/Den Haag/Bonaire.

DNB (2014). Statistische databron van De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd via <https://statistiek.dnb.nl/downloads/index.aspx#/> op 1 november, 2018.

DNB (2018). *DNBulletin: Bijzondere financiële instellingen van beperkt belang voor Nederlandse economie*. De Nederlandsche Bank (DNB). Geraadpleegd via <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/DNBulletin2018/dnb379675.jsp> op 9 november, 2018.

Dür, A., L. Baccini en M. Elsig. (2014). The Design of International Trade Agreements: Introducing a New Database. *Review of International Organizations*, 9(3): 353–375.

Forbes (2017). Best Countries for Business, The List. Geraadpleegd van <https://www.forbes.com/best-countries-for-business/list/#tab:overall> op 7 November, 2018.

Head, K., & Mayer, T. (2014). Gravity equations: Workhorse, toolkit, and cookbook. In *Handbook of international economics*. Vol. 4, pp. 131–195. Elsevier.

Kaag, S. (2018, 16 februari). Beantwoording Kamervragen over het rapport '50 jaar ISDS'. Geraadpleegd van <https://www.rijksoverheid.nl/binaries/rijksoverheid/documenten/kamerstukken/2018/02/16/beantwoording-kamervragen-over-rapport-50-jaar-isds/beantwoording-kamervragen-over-rapport-50-jaar-isds.pdf>.

Kandev, M. (2009). Treaty shopping after Prévost car: what does the future hold. Toronto: International Fiscal Association (Canadian branch).

Kleinnijenhuis, J. (2018, 13 januari). *Via een brievenbusfirma is een claim snel geregeld*. Trouw Geraadpleegd via <https://www.trouw.nl/samenleving/via-een-brievenbusfirma-is-een-claim-snel-geregeld~a60ea24b/> op 1 november, 2018.

Kok, L. (2018, 6 november). Kabinet jaagt 22 miljard via brievenbusfirma's het land uit. *Algemeen Dagblad*. Geraadpleegd van <https://www.ad.nl/politiek/kabinet-jaagt-22-miljard-via-brievenbusfirma-s-het-land-uit~a15e1d3e/> op 1 november, 2018.

Lejour, A. en M. van 't Riet (2018). *Aanpak belastingontwijking? Laat het zien in de data!*, Me Judice. <http://www.mejudice.nl/artikelen/detail/aanpak-belastingontwijking-laat-het-zien-in-de-data>.

Lejour, A. & M. van 't Riet. (2013). Nederland belastingparadijs? Nederland doorsluisland! Bilaterale belastingverdragen en buitenlandse investeringen. Centraal Planbureau (CPB).

Mayer, T. en J. Ries (2014). Gravity database. Geraadpleegd van [http://www.cepii.fr/CEPII/en/bdd\\_modele/presentation.asp?id=8](http://www.cepii.fr/CEPII/en/bdd_modele/presentation.asp?id=8) op 1 november, 2018.

Rijksoverheid (2018). Verdragenoverzicht per 1 januari 2018. Geraadpleegd van <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/circulaires/2018/01/03/verdragenoverzicht-per-1januari-2018> op 1 november, 2018.

SEO (2013). *Uit de schaduw van het Bankenwezen*. Geraadpleegd van [http://www.seo.nl/uploads/media/2013-31\\_Uit\\_de\\_schaduw\\_van\\_het\\_bankwezen\\_01.pdf](http://www.seo.nl/uploads/media/2013-31_Uit_de_schaduw_van_het_bankwezen_01.pdf) op 1 november, 2018.

SEO (2018). *Balansen, inkomsten en uitgaven van bfi's*. Geraadpleegd van [http://www.seo.nl/uploads/media/2018-86\\_Balansen\\_inkomsten\\_en\\_uitgaven\\_van\\_bfi\\_s\\_01.pdf](http://www.seo.nl/uploads/media/2018-86_Balansen_inkomsten_en_uitgaven_van_bfi_s_01.pdf) op 1 november, 2018.

Snel, M. (2018, 23 februari). Aanpak belastingontwijking en belastingontduiking [Kamerstuk]. Geraadpleegd van <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2018/02/23/bijlage-aanpak-belastingontwijking-en-belastingontduiking> op 1 november, 2018.

Snel, M. (2017, 20 december). Kamerbrief over een voorstel tot implementatie van BEPS-maatregelen tegen belastingontwijking in de Nederlandse belastingverdragen [Kamerbrief]. Geraadpleegd van <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/12/20/kamerbrief-over-een-voorstel-tot-implementatie-van-beps-maatregelen-tegen-belastingontwijking-in-de-nederlandse-belastingverdragen> op 1 november, 2018.

Trouw (2009). *VS: Nederland belastingparadijs*. Geraadpleegd via <https://www.trouw.nl/home/vs-nederland-belastingparadijs~ad06c59b/>.

UNCTAD (2018). World Investment Report. Investment and new Industrial Policies. Geraadpleegd van [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_en.pdf) op 1 november, 2018.

UNCTAD (2016) Country specific list of double taxation treaties (DTTs). Geraadpleegd van <http://investmentpolicyhub.unctad.org>.

United Nations (2014). Country Classifications. Geraadpleegd van [http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp\\_current/2014wesp\\_country\\_classification.pdf](http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2014wesp_country_classification.pdf) op 12 november, 2018.

Weyzig, F. (2013). *International finance and tax avoidance via Dutch Special Purpose Entities*. Paper for presentation at research seminar, Radboud University Nijmegen.

World Economic Forum (2018). *Global Competitiveness Report 2018*. Geraadpleegd van <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2018> op 1 November 2018.



**5.**

# **De bijdrage van de publieke export- kredietverzekering aan de Nederlandse economie**

Auteurs

Leen Prenen

Marcel van den Berg

**4,5** miljard euro werd verdiend door Nederlandse bedrijven aan de publiek verzekerde export in 2015-2017

**52** duizend banen werden gecreëerd dankzij de publieke exportkredietverzekering in 2015-2017



**Nederland verdiende in de periode 2015–2017 in totaal 4,5 miljard euro aan export die gedekt werd door de publieke exportkredietverzekering. Dat is gemiddeld per jaar 0,21 procent van het bruto binnenlands product. Met deze export waren in drie jaar tijd in totaal 52 duizend banen gemoeid.**

## **5.1 Inleiding<sup>1)</sup>**

Bedrijven kunnen met de publieke exportkredietverzekering bij de Nederlandse overheid betalingsrisico's verzekeren die dermate hoog zijn dat commerciële verzekeraars dit niet meer doen. Dat kan komen doordat het gaat over hele grote transacties, lange krediettermijnen of zeer risicovolle afnemers of bestemmingslanden. In dit onderzoek is, in lijn met het achterliggende idee van de publieke exportkredietverzekering, de veronderstelling gemaakt dat iedere verzekerde transactie niet tot stand was gekomen als er geen publieke exportkredietverzekering beschikbaar was geweest.

## **5.2 Vooral grond-, water- en wegebouw, scheepsbouw en machine-industrie maken gebruik van exportkredietverzekering**

In de periode 2015–2017 zijn 310 exporttransacties verzekerd met een publieke exportkredietverzekering, voor een totale waarde van 6,9 miljard euro. De grond-, water- en wegebouw is goed voor bijna de helft van het totale verzekerde exportbedrag. Denk hierbij bijvoorbeeld aan baggerwerken, het leggen van pijpleidingen of het realiseren van infrastructurele projecten zoals dammen, terminals of bruggen.

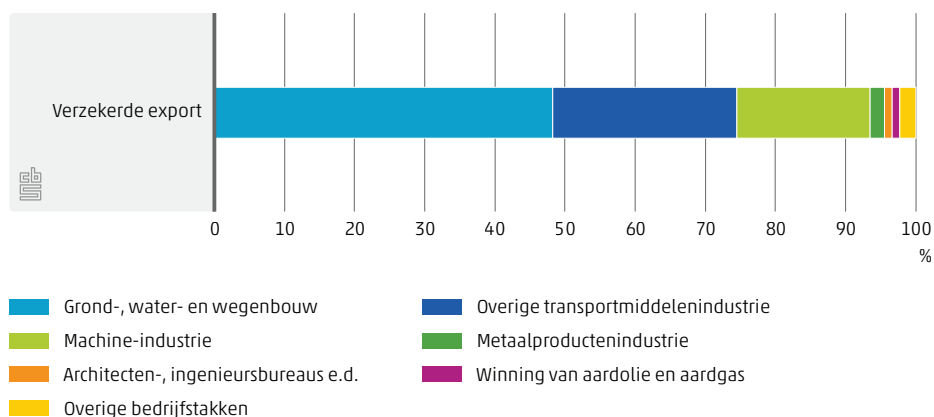
<sup>1)</sup> Dit hoofdstuk is ontleend aan een onderzoek dat het CBS jaarlijks uitvoert in opdracht van het ministerie van Financiën. Zie voor het oorspronkelijke onderzoeksrapport Van den Berg et al. (2016) en voor de meest recente update van de cijfers <https://www.cbs.nl/nl-nl/maatwerk/2016/40/bijdrage-publieke-exportkredietverzekering-aan-economie>.

**6,9** miljard euro was de totale waarde aan transacties in de periode 2015-2017 die verzekerd werden met een publieke exportkredietverzekering



Zoals te zien in figuur 5.2.1 wordt de andere helft van de verzekerde export grotendeels ingenomen door de overige transportmiddelenindustrie en de machine-industrie. Daarbij gaat het vaak om scheepsbouw en machines voor de voedingsmiddelenindustrie.

### 5.2.1 Export met publieke exportkredietverzekering per bedrijfstak (2015-2017)



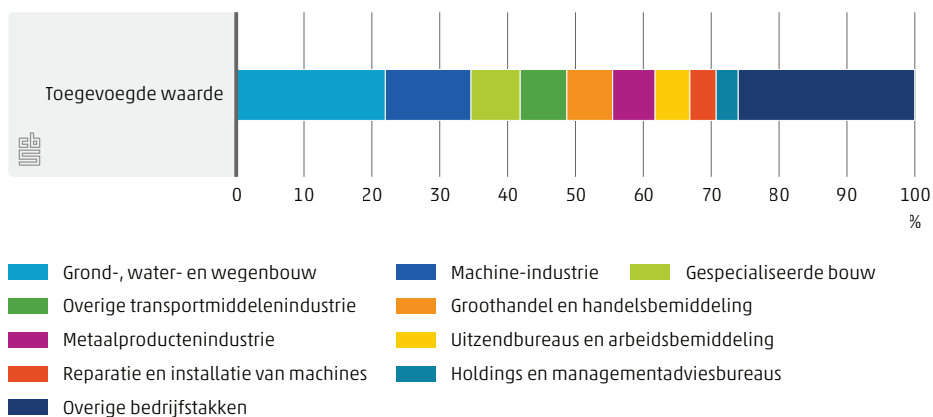
## 5.3 Ook toeleveranciers profiteren van de exportkredietverzekering

### Verdiensten in termen van toegevoegde waarde

Om deze publiek verzekerde export te kunnen realiseren, kopen bedrijven goederen en diensten in bij binnenlandse en buitenlandse leveranciers. Een deel van de exportwaarde van 6,9 miljard euro verdwijnt dus via de import naar het buitenland. Aan de export die voorzien was van een publieke exportkredietverzekering, verdienen Nederlandse bedrijven gezamenlijk 4,5 miljard euro. Een deel van deze toegevoegde waarde komt dus terecht in toeleverende bedrijfstakken. Dit zijn bedrijfstakken die zelf geen gebruik maken van de exportkredietverzekering, maar er als toeleverancier aan de exporteur, direct of indirect, toch profijt van hebben. Uitgedrukt in toegevoegde waarde verdienen de grond-, water- en wegenbouw en de machine-industrie niettemin alsnog het meeste aan de publieke exportkredietverzekering. In deze bedrijfstakken wordt relatief veel toegevoegde waarde gecreëerd in de voor de export bestemde productie. Hun aandeel in de toegevoegde waarde is echter wel aanzienlijk lager dan hun aandeel in de verzekerde export. Dit is logisch, omdat de toegevoegde waarde wordt toegekend aan de bedrijfstak waar deze wordt gegenereerd in plaats van aan de uiteindelijk exporterende bedrijfstak.

Dat het aandeel van de belangrijkste exporterende bedrijfstakken in de toegevoegde waarde lager ligt dan in de exportwaarde komt dus doordat er een aantal toeleverende bedrijfstakken zijn die indirect profijt hebben van de publieke exportkredietverzekering. In figuur 5.3.1 zien we bijvoorbeeld dat de gespecialiseerde bouw en de groothandel een aanzienlijk deel van de koek krijgen, terwijl zij niet direct gebruik maken van de exportkredietverzekering.

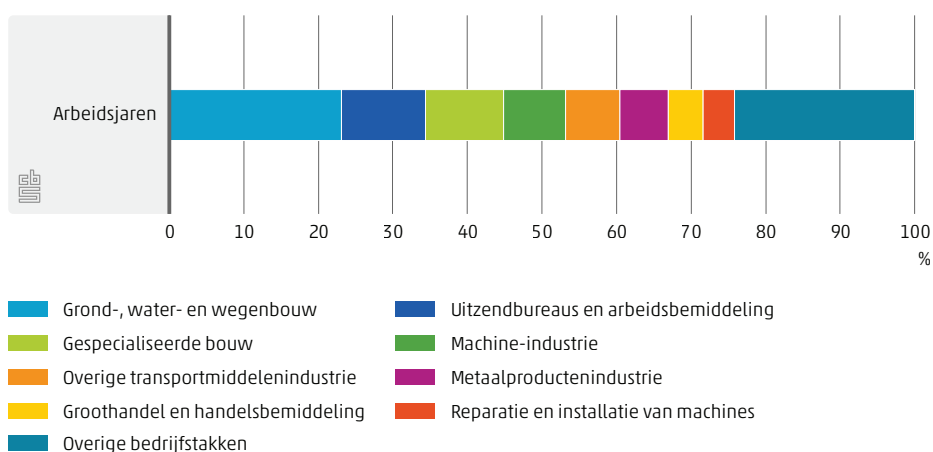
### 5.3.1 Toegevoegde waarde gecreëerd door publiek verzekerde export per bedrijfstak (2015-2017)



## Verdiensten in termen van werkgelegenheid

De publieke exportverzekering levert de meeste werkgelegenheid op in de grond-, water- en wegenbouw. Het gaat hier in totaal om bijna 12 duizend banen. Opvallend is dat in de uitzendbranche en de gespecialiseerde bouw samen evenveel banen gecreëerd worden. Ook hier zien we dus dat bedrijfstakken die zelf niet of nauwelijks gebruik maken van de exportkredietverzekering, indirect meeprofitieren.

### 5.3.2 Werkgelegenheid gecreëerd door publiek verzekerde export per bedrijfstak (2015-2017)



---

## Onderzoeksmethode

Om de bijdrage van de publieke exportkredietverzekering aan de Nederlandse economie te berekenen is gebruik gemaakt van het standaard input-output model. Dit model heeft als uitgangspunt dat de output (productie) van iedere bedrijfstak gelijk is aan de som van de intermediaire en de finale vraag van andere bedrijfstakken, consumenten en vanuit het buitenland (export). Aan de hand van een wiskundige standaardexercitie is het mogelijk dit te vertalen naar een serie ratio's die weergeeft hoeveel elke bedrijfstak in totaal (direct en indirect) moet leveren voor een euro finale productie van iedere andere bedrijfstak (*de Leontief-inverse*). Met indirect bedoelen we dat een bedrijfstak bijvoorbeeld ook als toeleverancier van de toeleverancier van een uiteindelijke exporteur kan verdienen aan een transactie. Denk aan de accountant van een staalfabrikant die staal levert aan een scheepsbouwer. Een tweede wiskundige exercitie maakt het mogelijk de stap te maken naar toegevoegde waarde. Deze stap resulteert in een serie ratio's die laat zien hoeveel toegevoegde waarde iedere bedrijfstak genereert per euro productie, ofwel, wat iedere bedrijfstak aan verdiensten overhoudt aan iedere euro output.

De waarde van input-outputanalyse is met name gelegen in het feit dat deze methode ook rekening houdt met de hele toeleverende productieketen bij een transactie. Er wordt dus niet enkel gekeken naar de bedrijfstak die uiteindelijk levert aan de consument of exporteert. In termen van dit onderzoek betekent dit dat we kunnen laten zien welke bedrijfstakken als toeleverancier verdienen aan het feit dat bedrijven in een klein aantal bedrijfstakken, met name de machinebouw, de scheepsbouw en de grond-, water- en wegenbouw, gebruik maken van de publieke exportkredietverzekering. Uiteindelijk kunnen we daarmee zichtbaar maken hoeveel Nederland als geheel verdient aan export die door de Nederlandse Staat wordt verzekerd. Gedetailleerde informatie over publiek verzekerde exportcontracten wordt door Atradius Dutch State Business aan het CBS geleverd om deze analyses mogelijk te maken.

Op precies dezelfde manier is te bepalen hoeveel werkgelegenheid er verbonden is aan de export en in welke bedrijfstakken deze werkgelegenheid wordt gecreëerd, maar dan op basis van de werkgelegenheid per euro productie in plaats van toegevoegde waarde per euro productie.

---



**6.**

**De relatie tussen  
innovatie, belasting-  
structurering en  
economische  
activiteit  
in Nederland**

Auteurs

Mark Vancauteren

Marcel van den Berg

Michael Polder



**1,6** patentaanvragen dient de gemiddelde patentactieve onderneming jaarlijks in

**4 800** euro per werknemer investeren  
patentactieve ondernemingen gemiddeld in research & development

**Patenten en andere vormen van intellectueel eigendom zijn de afgelopen decennia onder invloed van toenemende globalisering steeds belangrijker geworden voor de internationale positionering van bedrijven. Daarbij is intellectueel eigendom enerzijds een uitvloeisel van het innovatieproces van bedrijven, anderzijds kan het ingezet worden voor het minimaliseren van de belastingafdracht door de multinationale onderneming als geheel. In dit hoofdstuk onderzoeken we in welke mate de innovatieve activiteiten van ondernemingen verband houden met reële economische activiteiten in Nederland en of er aanwijzingen zijn dat ondernemingen intellectueel eigendom vanwege belastingstructureringsredenen onderbrengen in Nederland.**

## **6.1 Inleiding<sup>1)</sup>**

Innoveren is van essentieel belang voor het concurrerende vermogen van bedrijven. In de afgelopen decennia hebben diverse gerenommeerde economen als Solow (1956) en Romer (1994) laten zien dat innovatie een groot deel van de economische groei van industriële landen verklaart. Recent onderzoek onderschrijft deze bevindingen. Uit de meest recente innovatiemonitor van de Europese Commissie (2018) blijkt dat daarbij Nederland één van de meest innoverende landen van de EU is. Staatssecretaris Mona Keijzer van Economische Zaken en Klimaat benadrukt het belang van innovatie als volgt: 'Innovatieve producten en diensten zijn de basis voor onze sterke internationale concurrentiepositie' (Rijksoverheid, 2018). Intellectueel eigendom, zoals patenten, handelsmerken en auteursrechten (*copyrights*), is daarbij een belangrijke bepalende factor voor de competitieve kracht van bedrijven (zie bijvoorbeeld Hall en Sena, 2014). Onder invloed van toenemende globalisering is het belang van intellectueel eigendom in een steeds internationaler krachtenveld de afgelopen decennia alleen maar toegenomen.

Vanwege het belang van innovatie hebben veel overheden, waaronder Nederland, het stimuleren van innovatie tot een speerpunt van beleid gemaakt. Dit heeft ertoe geleid dat er in veel landen een breed palet aan fiscale regelingen wordt aangeboden aan bedrijven dat erop gericht is innovatie aan te jagen. Daarbij gaat het bijvoorbeeld om belastingkortingen voor investeringen in *research &*

1) Dit hoofdstuk is een vertaalde bewerking van het paper '*The relationship between tax payments and MNE's patenting activities and implications for real economic activity: Evidence from the Netherlands*', gepresenteerd op de NBER Conference on Research in Income and Wealth, 9–10 maart 2018, Washington, Verenigde Staten.

*development* (R&D) of zogenaamde patentboxen waarin winsten ontleend aan gepatenteerde innovaties in aanmerking komen voor belastingkorting.<sup>2)</sup>

## Grensoverschrijdende belastingstructurering: wat weten we al?

Een punt van zorg met betrekking tot dergelijke fiscale maatregelen gericht op de stimulering van innovatie is dat deze instrumenten ook gebruikt kunnen worden door multinationals voor belastingstructureringsdoeleinden (zie bijvoorbeeld het Financieele Dagblad, 2015). Met andere woorden, de mogelijkheid bestaat dat multinationals intellectueel eigendom onderbrengen in dat land waar dat fiscaal het meest aantrekkelijk is ongeacht of de R&D activiteiten die ten grondslag liggen aan het intellectueel eigendom ook daadwerkelijk daar hebben plaatsgevonden. Bijvoorbeeld, een multinational kan door middel van zogeheten '*patent shifting*' een patent in Nederland registreren en gebruik maken van de patentbox terwijl het patent zelf feitelijk niet volledig in Nederland is ontwikkeld, alhoewel er in de praktijk bij dergelijke fiscale regelingen vaak minimeisen gesteld worden aan de mate waarin patenten lokaal zijn ontwikkeld. Dit betekent bijvoorbeeld ook dat de mate waarin dergelijke fiscale maatregelen effectief zijn in het stimuleren van innovatie niet eenvoudig te meten is. Innovatie kan het resultaat zijn van een verplaatsing van activiteiten om fiscale redenen in plaats van een feitelijke toename van R&D-investeringen. Het is onwenselijk als economische activiteiten en de belastingafdracht daarover in verschillende landen plaatsvinden, bijvoorbeeld omdat landen daardoor belastingopbrengsten mislopen over activiteiten die wel lokaal hebben plaatsgevonden. Dit vraagstuk heeft ook de aandacht van bijvoorbeeld de OESO en de EU waar wordt gesproken over de mogelijkheden om fiscale maatregelen en feitelijke R&D-activiteiten nadrukkelijker te koppelen (de zogeheten *modified nexus approach*).

Empirisch onderzoek laat zien dat multinationale ondernemingen in brede zin aan grensoverschrijdende belastingstructurering doen om hun totale belastingafdracht te minimaliseren (zie bijvoorbeeld Desai en Dharmapala, 2009). De consensus op dit vlak is dat multinationals over het algemeen een lagere belastingdruk hebben dan binnenlandse bedrijven die geen mogelijkheden hebben voor grensoverschrijdende belastingstructurering. Zo laten Egger en collega's (2010) bijvoorbeeld zien dat buitenlandse eigenaren gemiddeld 56 procent minder belasting betalen dan binnenlandse eigenaren van vergelijkbare dochterondernemingen. Intellectueel

<sup>2)</sup> De Nederlandse variant van de patentbox heet de Innovatiebox. Deze begrippen worden in dit hoofdstuk afwisselend gebruikt.

eigendom speelt in dit proces een belangrijke rol, Grubert (2003) schat bijvoorbeeld dat de helft van het inkomen dat Amerikaanse multinationals verplaatsen naar landen met een gunstig belastingklimaat gerelateerd is aan intellectueel eigendom. Dat leent zich daar goed voor, omdat het vanwege het immateriële karakter relatief makkelijk tussen landen verplaatst kan worden. Eén van de eigenschappen van intellectueel eigendom is dat het eenvoudig losgekoppeld kan worden van de feitelijke R&D-inspanning die ervoor geleverd is. Oftewel, ondernemingen kunnen hun intellectueel eigendom onderbrengen op die locatie die fiscaal het meest aantrekkelijk is, los van de locatie waar de feitelijke R&D heeft plaatsgevonden. Dan ontstaat een businessmodel waarbij ondernemingen bijvoorbeeld patenten of handelsmerken onderbrengen op locaties met een gunstig belastingklimaat en het recht voor het gebruik er van verkopen aan dochterondernemingen in landen met een hogere belastingdruk. Dit wordt ook wel *licensing* genoemd.

Een ander relevant onderzoeksveld in de wetenschap richt zich op de effectiviteit van belastingmaatregelen gericht op het stimuleren van innovatie en het effect daarvan op bedrijven. Alstadsaeter en collega's (2015) laten bijvoorbeeld aan de hand van cijfers over de 2 000 bedrijven die wereldwijd het meest investeren in R&D zien dat de invoering van een patentbox positief samenhangt met het aantrekken van patenten. Een aanzienlijke hoeveelheid aanvullend empirisch onderzoek komt tot vergelijkbare conclusies, wat suggereert dat er een positief verband is tussen fiscale stimuleringsmaatregelen en het aantrekken van intellectueel eigendom. In analyse van patentboxen in een aantal EU-landen laten Koethenbuerger en collega's (2016) zien dat patent-actieve dochterondernemingen gemiddeld hogere winsten rapporteren dan dochterondernemingen zonder patenten en dat patent-actieve dochterondernemingen van multinationals nog hogere winsten rapporteren. De auteurs laten zien dat er een productiviteitseffect is van patentboxen en dat multinationals daarnaast aan winstverschuiving doen om de belastingafdracht van het concern als geheel te minimaliseren. Daarnaast laten zij zien dat het verschil in winstniveaus verdwijnt als alleen nieuwe patenten worden meegenomen. Dat is een indicatie dat de recente implementatie van de genoemde *modified nexus approach*, waarin een fiscaal voordeel gekoppeld moet zijn aan een onderliggende R&D-inspanning, inderdaad effectief is in het tegengaan van ongewenste vormen van grensoverschrijdende belastingstructurering.

## De relatie tussen innovatie en belastingafdrachten van bedrijven in Nederland

In dit hoofdstuk ontrafelen we de relatie tussen innovatie en belastingafdrachten van bedrijven in Nederland. Onze onderzoeksvraag valt uiteen in twee delen:

1. In welke mate is de belastingafdracht van innovatieve bedrijven in Nederland, en in het bijzonder innovatieve buitenlandse ondernemingen in Nederland, lager dan die van andere bedrijven?

Daarbij kijken we zowel naar de outputkant van innovatie (patentaanvragen) als naar de inputkant (investeringen in R&D). Door het verband tussen R&D-investeringen en belastingafdrachten enerzijds en patenten en belastingafdrachten anderzijds te analyseren kunnen we zichtbaar maken in hoeverre eventuele lagere belastingafdrachten relateren aan feitelijke R&D-activiteiten van bedrijven in Nederland. Daarnaast kunnen we laten zien in hoeverre internationale belastingstructurering een rol speelt in dit proces. Met andere woorden, als het Nederlandse belastingstelsel daadwerkelijk de kenniseconomie stimuleert door investeringen in R&D aan te jagen zouden we niet of nauwelijks verschil moeten zien tussen innovatie-input (R&D-inspanningen) en innovatieoutput (patenten) in hun samenhang met belastingafdrachten.

2. In welke mate slaan de innovatieve activiteiten van bedrijven die gebruik maken van het fiscale instrumentarium ter stimulering van innovatie neer in de feitelijke economische activiteiten van die bedrijven in Nederland?

Bij feitelijke economische activiteiten kan men denken aan een werkgelegenheid, lonen of investeringen in de lokale economie. De achterliggende gedachte bij de tweede onderzoeksvraag is dat als een bedrijf alleen vanwege belastingstructureringsredenen gebruik maakt van een instrument als de patentbox het niet waarschijnlijk is dat de onderliggende innovatie zijn weerslag heeft op de feitelijke economische activiteiten van het bedrijf in Nederland.

Het antwoord op de twee onderzoeksvragen samen geeft een beeld van de mate waarin de innovatieve activiteiten van bedrijven in Nederland verband houden met daadwerkelijke economische activiteiten in Nederland en geeft aan of er aanwijzingen zijn dat multinationals intellectueel eigendom vanwege grensoverschrijdende belastingstructurering onderbrengen in Nederland.

Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd. De belangrijkste bevindingen van dit onderzoek worden in paragraaf 6.2 en 6.3 toegelicht. Paragraaf 6.4 geeft een samenvatting en discussie van deze resultaten. Een uitgebreide bespreking van de gebruikte data en onderzoeksmethode komt in 6.5 aan bod. Gedetailleerde onderzoeksresultaten zijn opgenomen in de bijlagen in 6.6.

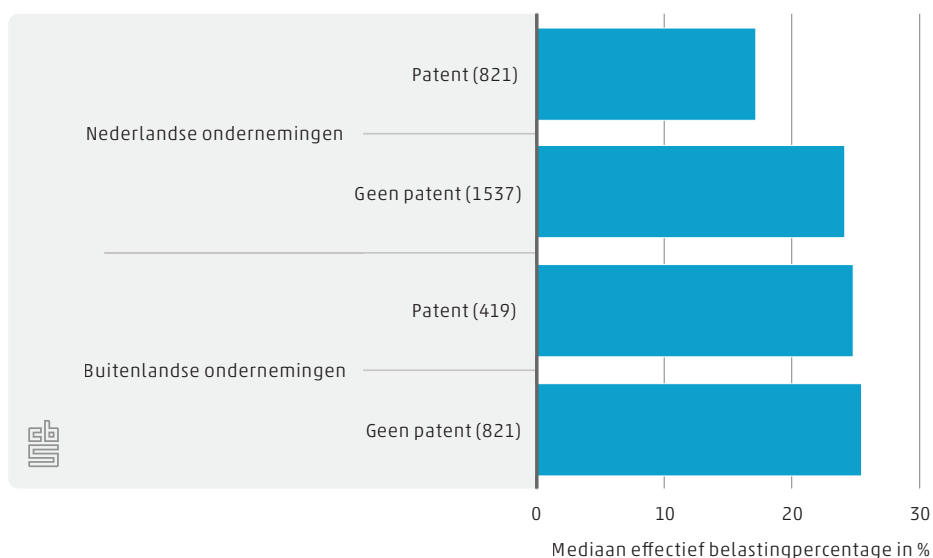
## 6.2 Relatie innovatie en belastingafdracht

De eerste onderzoeksvraag, in welke mate de belastingafdracht van ondernemingen samenhangt met innovatie-activiteiten, beantwoorden we aan de hand van een rijke dataset waarin alle ondernemingen zijn opgenomen die in de periode 2000–2010 minimaal één patentaanvraag hebben ingediend bij het *European Patent Office* (EPO). Nadat de voor de analyses benodigde aanvullende informatie over ondernemingen vanuit CBS-registers is aangekoppeld resteert een databestand met daarin 3 598 observaties van 1 053 unieke ondernemingen (zie de bijlagen voor een gedetailleerde beschrijving van de onderzoekbestanden). Deze ondernemingen zijn gezamenlijk goed voor ongeveer driekwart van het totaal aantal patentaanvragen in deze periode.

### Een kwart van de ondernemingen heeft een rendement van 12 procent of meer

De gemiddelde onderneming in onze analyses doet 1,6 patentaanvragen per jaar. Daarvoor worden investeringen in research en development gedaan van gemiddeld 4 800 euro per medewerker. Het gemiddeld behaalde rendement (in termen van de *return on assets*, zie bijlage) van deze groep ondernemingen beloopt 10 procent. De spreiding is echter aanzienlijk; een kwart van de ondernemingen heeft een rendement van 1,6 procent of minder en een kwart een rendement van 12 procent of meer.

### 6.2.1 Effectief belastingpercentage per type onderneming (2000-2010)



Aantal observaties per groep is tussen haakjes weergegeven

Het gemiddelde percentage dat de ondernemingen in onze analyse afdragen in het kader van de vennootschapsbelasting is 24,3 procent. Figuur 6.2.1 laat zien dat het mediane effectieve belastingpercentage het laagste is bij Nederlandse ondernemingen en in het bijzonder bij ondernemingen die in hetzelfde jaar een patentaanvraag hebben gedaan. Bij deze groep is het mediane effectieve belastingpercentage ruim 17 procent. Dit loopt op naar ruim 25 procent voor buitenlandse ondernemingen die in hetzelfde jaar niet patentactief waren. Het huidige tarief van de vennootschapsbelasting ligt sinds 2006 op 25 procent in de bovenste schijf. In de jaren daarvoor lag dit tarief hoger, tot 35 procent in de eerste jaren die onze analyses omvatten. Dit betekent dat de gemiddelde belastingafdracht dus dicht in de buurt zit van de vennootschapsbelastingpercentages die in de tweede helft van de onderzoeksperiode actueel waren. Niettemin zien we tegelijkertijd dat een kwart van de ondernemingen te maken heeft met een effectief belastingpercentage van 6,1 procent of minder. Dat betekent dat er aanzienlijke heterogeniteit is in de effectieve belastingpercentages waar ondernemingen in Nederland mee te maken hebben, wat impliciet de motivatie is voor de analyses in dit hoofdstuk. Immers, in de analyses brengen we in kaart in hoeverre deze verschillen samenhangen met innovatie-activiteiten en de internationale structuur van ondernemingen.

## **3** procentpunt lager ligt het gemiddelde effectieve winstbelastingpercentage bij een verdubbeling van het aantal patentaanvragen



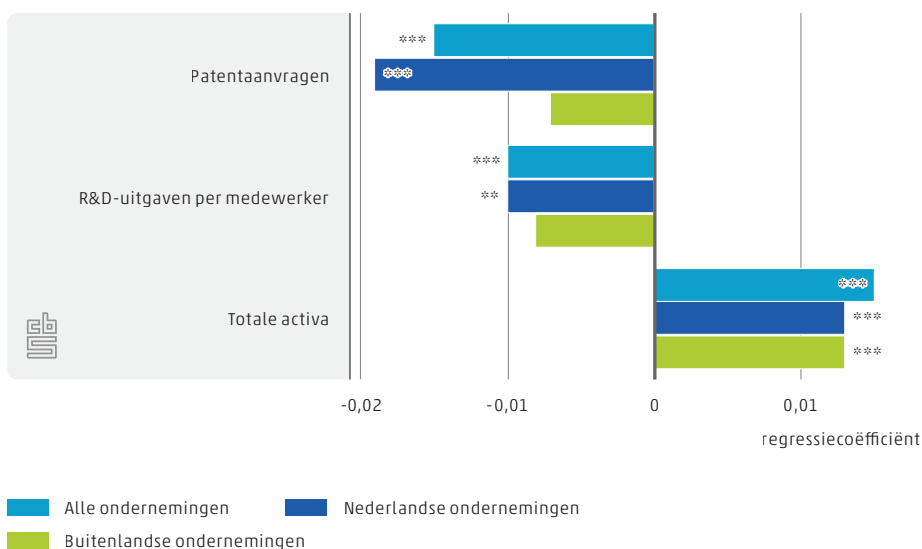
De beantwoording van de eerste onderzoeksvraag doen we aan de hand van een aantal regressies. Het model, de factoren die we daarin meenemen en de verwachte samenhang met de effectieve belasting beschrijven we in detail in paragraaf 6.5. De belangrijkste resultaten met het oog op de beantwoording van de onderzoeksvraag zijn getoond in figuur 6.2.2 (de gedetailleerde regressieresultaten zijn in tabel 6.6.1 in de bijlage opgenomen).

### **Lager effectief belastingpercentage voor innovatieve ondernemingen**

De resultaten laten zien dat een hoger aantal patentaanvragen samenhangt met een lager effectief belastingpercentage. Oftewel, ondernemingen met een grotere innovatie-output betalen over hun winst een lager effectief belastingpercentage. De omvang van dat verband is aanzienlijk; we zien dat een verdubbeling van het aantal aangevraagde patenten van 1 naar 2 samenhangt met een 3 procentpunt lager effectief belastingpercentage.<sup>3)</sup> Uitgaande van het genoemde gemiddeld geobserveerde belastingpercentage van ruim 24 procent komt dat neer op een belastingkorting van 12 procent. Deze bevindingen zijn in lijn met eerder werk van bijvoorbeeld Gao en collega's (2016). Als we de analyse splitsen tussen ondernemingen van Nederlandse oorsprong en ondernemingen met een buitenlands moederbedrijf zien we dat de negatieve samenhang tussen patentaanvragen en belastingafdrachten met name gelegen is bij de Nederlandse ondernemingen. De resultaten laten zien dat bij ondernemingen met een buitenlandse moeder het aantal patentaanvragen niet samenhangt met significant lagere belastingafdrachten. Van belang is daarbij wel om op te merken dat de groep Nederlandse ondernemingen voor een aanzienlijk deel ook uit multinationals bestaat: Nederlandse ondernemingen met belangen in het buitenland.

<sup>3)</sup> Dit wordt berekend als  $(-0,015/100) \cdot 200\% = -0,03$ . Zie paragraaf 6.5 voor een toelichting.

## 6.2.2 Samenhang belastingafdrachten en innovatie naar type onderneming (2000-2010)



De sterretjes geven de statistische significantie van de getoonde coëfficiënten aan met de volgende significantieniveaus\*:10%, \*\*:5%, \*\*\*:1%.

De R&D-inspanningen van ondernemingen hangen ook samen met hun effectieve belastingafdracht. Wederom zien we dat grotere innovatieve inspanningen samenhangen met een lagere belastingafdracht, met name bij ondernemingen van Nederlandse oorsprong. Deze resultaten kunnen – in ieder geval deels – verklaard worden door het feit dat het Nederlandse fiscale regime een aantal belastingkortingen kent die specifiek gericht zijn op het stimuleren van innovatie, voor zover deze fiscale regelingen aangrijpen bij de vennootschapsbelasting zoals de Innovatiebox en de Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelswerk (WBSO, zie paragraaf 6.5 voor een toelichting).

## Hogere belastingafdracht door buitenlandse ondernemingen in Nederland

Figuur 6.2.2 laat verder zien dat de bedrijfsomvang positief samenhangt met belastingafdrachten. Met andere woorden, grotere bedrijven (in termen van totale activa) hebben te maken met hogere effectieve belastingpercentages. Dit strookt niet met de hypothese dat grotere bedrijven meer middelen ter beschikking hebben om belastingafdrachten te structureren. Ondernemingen die onderdeel zijn van een buitenlands concern hebben ook te maken met hogere effectieve

belastingpercentages (niet getoond in de figuur). Dit kan een indicatie zijn dat voor deze groep ondernemingen de aanwezigheid in Nederland hoofdzakelijk samenhangt met werkelijke economische activiteiten en niet direct fiscaal gemotiveerd is. Ten slotte hangen belastingafdrachten eveneens samen met rendement (niet getoond in de figuur); hoe hoger de return on assets, hoe hoger het effectieve belastingpercentage. Dit is consistent met het getrapte karakter van de vennootschapsbelasting.

Het feit dat de effectieve belastingafdracht van ondernemingen op deze wijze samenhangt met zowel innovatie-input als innovatie-output is een indicatie dat het fiscale regime inderdaad bijdraagt aan het stimuleren van innovatie. Daarnaast bieden de patronen in de resultaten nauwelijks aanknopingspunten die een conclusie zouden rechtvaardigen dat multinationals op substantiële schaal aan grensoverschrijdende belastingstructurering doen door hun patentactiviteiten via Nederland te laten verlopen.<sup>4)</sup>

## 6.3 Relatie innovatie en economische activiteit

De tweede onderzoeksvraag betreft de mate waarin innovatieve activiteiten van ondernemingen relateren aan de feitelijke economische activiteiten van deze ondernemingen in Nederland. Onderliggend is de premisse dat als bedrijven met name uit belastingminimaliseringsoverwegingen hun patentactiviteiten in Nederland uitvoeren dit niet of nauwelijks weerslag heeft op de lokale reële economie. Om deze vraag te beantwoorden kijken we naar het gebruik van de Innovatiebox, een fiscale regeling waarbij ondernemingen een gereduceerd tarief van de winstbelasting betalen over winsten ontleend aan patenten (zie

<sup>4)</sup> Ter verificatie van de robuustheid van de analyses hebben we een aantal aanvullende regressies gedaan met verschillende specificaties. Eén van deze robuustheidsanalyses bestaat uit het toevoegen van een controlegroep met vergelijkbare ondernemingen die niet patentactief zijn geweest in de onderzoeksperiode. De resultaten laten zien dat de bevindingen stabiel blijven; patent-actieve ondernemingen hebben te maken met een lager gemiddeld belastingpercentage dan ondernemingen die niet patentactief zijn. Dit geeft aan dat het verband tussen patentgedrag en belastingafdrachten niet alleen langs de intensieve marge bestaat (lagere belastingdruk bij meer patenten), maar ook langs de extensieve marge (lagere belastingdruk dan zonder patentaanvragen). Daarnaast hebben we onderzocht of de mate waarin R&D leidt tot succesvolle innovaties een rol speelt. Dit doen we door het aantal patentaanvragen te vervangen door het aantal aanvragen per euro uitgegeven aan R&D. Dit is een maatstaf voor de relatie tussen innovatie-input en -output. De resultaten laten geen (sterk) verband zien tussen de kwaliteit van innovatie en belastingafdracht.

paragraaf 6.5).<sup>5)</sup> We kijken naar de arbeidsproductiviteit en winst-loon ratio van ondernemingen die gebruik maken van de Innovatiebox en vergelijken deze met ondernemingen die dit fiscale instrument niet hebben gebruikt (zie paragraaf 6.5 voor een methodebeschrijving). Door deze twee ratio's in samenhang met elkaar te bezien ontstaat een beeld van de mate waarin de patentactiviteiten van verschillende groepen bedrijven hun weerslag hebben op de reële economie. Immers, als ondernemingen op substantiële schaal aan *patent shifting* doen (het verplaatsen van patenten om belastingafdrachten te minimaliseren) zou dit betekenen dat zij inkomen naar Nederland zouden verplaatsen zonder dat zich dit vertaalt in een hogere werkgelegenheid. Dat zou leiden tot een kunstmatig hoge arbeidsproductiviteit en hogere winsten ten opzichte van de arbeidskosten, ofwel een hogere winst-loon ratio. Een hoge arbeidsproductiviteit kan dus een indicatie zijn van *patent shifting*, tenzij er sprake is van een lagere winst-loon ratio. Dat zou namelijk betekenen dat de hogere productiviteit van de medewerkers zich vertaalt in een hogere beloning (*rent sharing*). Dit geeft een indicatie van de mate van verwevenheid met de lokale economie in termen van inkomsten die via de arbeidscompensatie terugvloeien in de economie.

De resultaten van deze exercitie zijn weergegeven in figuur 6.2.3.<sup>6)</sup> Merk op dat een waarde van 1 betekent dat binnen een bedrijfstak de gemiddelde arbeidsproductiviteit of de winst-loon ratio van gebruikers van de Innovatiebox net zo hoog is als die van alle ondernemingen in deze bedrijfstak. Een waarde groter dan 1 betekent dat Innovatiebox-gebruikers productiever of winstgevender zijn dan gemiddeld en een waarde kleiner dan 1 het omgekeerde.

## Innovatiebox-gebruikers zijn relatief productief en winstgevend

In veruit de meeste bedrijfstakken ligt zowel de arbeidsproductiviteit als de winst-loon ratio van Innovatiebox-gebruikers hoger in vergelijking met alle ondernemingen in dezelfde bedrijfstak, in twee derde van alle bedrijfstakken zijn beide ratio's groter dan 1. Dat is een indicatie dat medewerkers niet evenredig meeprofiten van extra inkomen dat tot stand komt dankzij een hogere

- 5) We hebben de hier besproken analyse ook gedaan voor bedrijven die zowel de Innovatiebox als de WBSO benutten. De resultaten veranderen daardoor kwalitatief niet, met name omdat het overgrote deel van de bedrijven die die Innovatiebox benutten ook gebruik hebben gemaakt van de WBSO. Dit is proces-technisch ook logisch, omdat beide instrumenten elkaar opvolgen. Daarbij is de WBSO gericht op innovatie-input en de Innovatiebox op innovatie-output. We laten deze resultaten hier verder buiten beschouwing.
- 6) De bedrijfstakken 'media en uitgeverijen' en 'elektriciteit, water en recycling' zijn niet weergegeven in de figuur. De resultaten in deze bedrijfstakken met een relatief klein aantal observaties worden gedreven door enkele ondernemingen die afwijkende cijfers rapporteren.

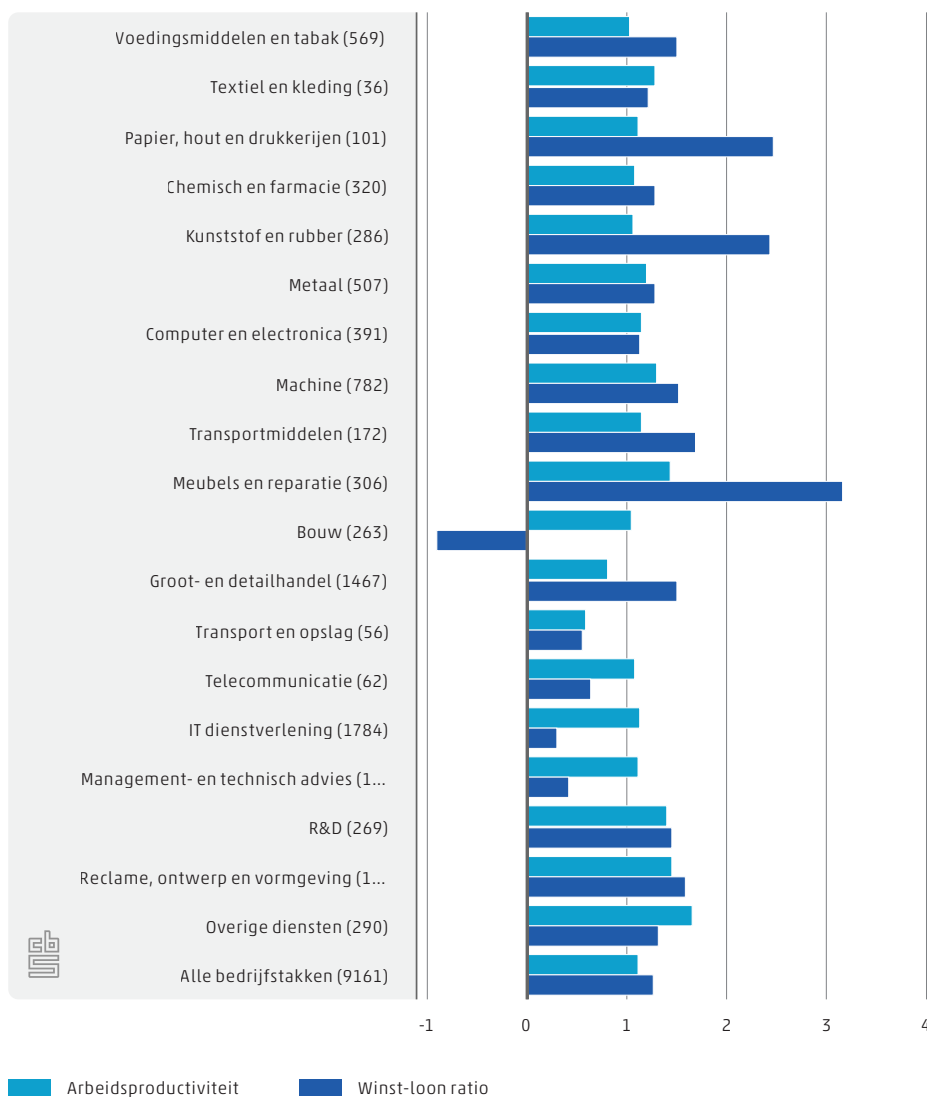
productiviteit van innovatieve bedrijven. Het extra inkomen dat niet in het kader van *rent sharing* wordt uitbetaald zal dan worden geïnvesteerd of wordt uitgekeerd aan bedrijfseigenaren.

**13%** hoger is de gemiddelde  
arbeidsproductiviteit van  
Innovatieboxgebruikers



Er bestaan aanzienlijke verschillen tussen bedrijfstakken. In termen van arbeidsproductiviteit zijn de sector research en development, de metaalindustrie, de machine-industrie en de IT-dienstverlening bedrijfstakken die opvallen vanwege een relatief hoge arbeidsproductiviteit van Innovatiebox-gebruikende bedrijven. De groot- en detailhandel valt juist op als belangrijke bedrijfstak waar Innovatiebox-gebruik samengaat met een relatief lage arbeidsproductiviteit vergeleken met anderen ondernemingen in de sector.

### 6.2.3 Relatieve arbeidsproductiviteit en winst-loonratio van Innovatiebox-gebruikers (2011-2015)



Aantal observaties per groep is tussen haakjes weergegeven

Meer nog in termen van winst-loonratio's zijn er enkele uitschieters, vooral naar boven, maar ook naar beneden (in het bijzonder de bouw). Grote bedrijfstakken in termen van aantallen ondernemingen die opvallen zijn de voedingsmiddelenindustrie en de machine-industrie. Ook de groot- en detailhandel valt in dit verband op, zeker in relatie tot de relatief lage arbeidsproductiviteit. De IT-dienstverlening en het management- en technisch advies zijn voorbeelden van

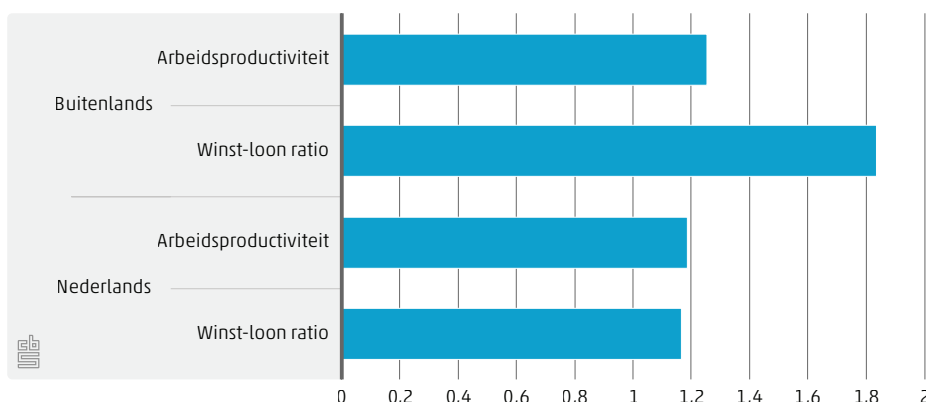
bedrijfstakingen waar Innovatiebox-gebruikers relatief productief zijn en waar medewerkers meeprofiten in termen van hogere lonen.

## Buitenlandse Innovatiebox-gebruikers zijn relatief winstgevend

Ten slotte splitsen we het beeld van figuur 6.2.3 nog naar de nationaliteit van ondernemingen voor de groep als geheel. Dat wil zeggen, om het meest geprononceerde beeld samen te stellen vergelijken we de ratio's van buitenlandse ondernemingen (ondernemingen met een buitenlandse moeder) met die van volledig Nederlandse ondernemingen (ondernemingen zonder buitenlandse moeder en dochters).<sup>7)</sup> Het resultaat hiervan is weergegeven in figuur 6.2.4. In grote lijnen zien we geen grote verschillen in het onderscheid naar Nederlandse en buitenlandse ondernemingen, maar het beeld is wel het meest duidelijk bij de buitenlandse ondernemingen. Dat wil zeggen, deze groep laat zowel een grotere productiviteitspremie zien van Innovatieboxgebruikers als de grootste premie in termen van de winst-loon ratio. Dit geeft aan dat ondernemingen met intellectueel eigendom waarvoor zij een belastingvoordeel ontvangen, winsten hebben die zich niet vertalen in de beloning van werknemers, met name bij buitenlandse ondernemingen. Dit zou kunnen wijzen op het bestaan van *patent shifting*. Daarbij dient echter wel een aantal kanttekeningen te worden gemaakt. Ten eerste vinden we het resultaat van hogere productiviteit en een hogere winst-loon ratio ook terug bij Nederlandse ondernemingen zonder buitenlandse dochters, zij het in mindere mate. Deze ondernemingen hebben geen mogelijkheid voor patent shifting. Merk ook op dat de analyse van de eerste onderzoeksvraag uitwees dat innovatieve buitenlandse ondernemingen geen lager effectief belastingpercentage afdragen in Nederland dan anderen ondernemingen. Om meer te kunnen zeggen over mogelijke *patent shifting* moet ook het relatieve verschil in belastingpercentages tussen Nederland en andere landen waar de onderneming actief is worden meegenomen. Tot slot is niet onderzocht of de winst inderdaad terugvloeit naar het buitenland, of dat deze wordt gebruikt voor investeringen in de lokale economie of uitkering aan lokale eigenaren en/of aandeelhouders.

<sup>7)</sup> Concreet betekent dit dat we van oorsprong Nederlandse ondernemingen met deelnemingen in het buitenland hier buiten beschouwing laten.

### 6.2.4 Relatieve arbeidsproductiviteit en winst-loonratio Innovatieboxgebruikers naar nationaliteit onderneming (2011-2015)



## 6.4 Samenvatting en discussie

Innoveren is van essentieel belang voor het concurrerende vermogen van bedrijven. Patenten en andere vormen van intellectueel eigendom zijn daarbij de afgelopen decennia onder invloed van toenemende globalisering steeds belangrijker geworden voor de internationale positionering van bedrijven. Daarbij kan intellectueel eigendom gezien worden als een uitvloeisel van het innovatieproces van bedrijven. Om die reden hebben veel overheden het stimuleren van innovatie tot een speerpunt van beleid gemaakt. Dit heeft ertoe geleid dat er in veel landen een breed palet aan fiscale regelingen wordt aangeboden aan bedrijven dat erop gericht is innovatie aan te jagen. Tegelijkertijd is een punt van zorg met betrekking tot dergelijke fiscale maatregelen dat deze instrumenten ook gebruikt kunnen worden door multinationals voor belastingstructureringsdoeleinden. Met andere woorden, de mogelijkheid bestaat dat multinationals intellectueel eigendom onderbrengen op de plek waar dat fiscaal het meest aantrekkelijk is ongeacht of de R&D activiteiten die ten grondslag liggen aan het intellectueel eigendom ook daadwerkelijk daar hebben plaatsgevonden. Dit vraagstuk heeft ook de aandacht van bijvoorbeeld de OESO en de EU waar wordt gesproken over maatregelen die ertoe moeten leiden dat de locatie van economische activiteiten en de bijbehorende belastingafdracht nadrukkelijker met elkaar verbonden worden.

In dit hoofdstuk bekijken we in welke mate de innovatieve activiteiten van ondernemingen verband houden met reële economische activiteiten in Nederland en of er aanwijzingen zijn dat ondernemingen intellectueel eigendom vanwege belastingstructureringsredenen onderbrengen in Nederland. We onderzoeken in welke mate de belastingafdracht van innovatieve bedrijven, en in het bijzonder innovatieve buitenlandse ondernemingen in Nederland, lager is dan die van andere typen bedrijven. Daarnaast onderzoeken we in welke mate de innovatieve activiteiten van bedrijven die gebruik maken van het fiscale instrumentarium ter stimulering van innovatie neerslaan in de lokale economie.

De resultaten laten een tweeledig beeld zien. Enerzijds zien we dat innoverende ondernemingen in Nederland te maken hebben met een relatief lagere winstbelasting dan bedrijven die niet innoveren. Dat geldt voor zowel innovatie-output (patenten) als voor innovatie-input (investeringen in R&D). Dat betekent dat het belastingregime gericht op het stimuleren van innovatie zijn uitwerking niet lijkt te missen. Belangrijke bevinding daarbij is dat we zien dat de lagere belastingpercentages voor innoverende bedrijven uitsluitend zichtbaar zijn bij Nederlandse ondernemingen; bij ondernemingen onder buitenlandse zeggenschap zien we geen verband tussen patent- en R&D-activiteiten en belastingafdrachten. Van belang is daarbij wel om op te merken dat de groep ondernemingen met een Nederlandse oorsprong voor een aanzienlijk deel ook uit multinationals bestaat; Nederlandse ondernemingen met belangen in het buitenland. Deze groep heeft immers ook mogelijkheden voor grensoverschrijdende belastingstructurering.

Anderzijds zien we dat ondernemingen die gebruik maken van de Innovatiebox over het algemeen zowel een hogere arbeidsproductiviteit als een hogere winst-loon ratio laten zien dan ondernemingen die hier geen gebruik van maken. Dit is een indicatie dat medewerkers niet evenredig meeprofiten van extra inkomen dat tot stand komt dankzij een hogere productiviteit van innovatieve bedrijven (*rent sharing*). Het extra inkomen dat niet in het kader van *rent sharing* wordt uitbetaald aan personeel zal worden geïnvesteerd of wordt uitgekeerd aan bedrijfseigenaren. Dit zou een indicatie kunnen zijn voor het bestaan van *patent shifting* (het verplaatsen van patenten om belastingafdrachten te minimaliseren). Dit resultaat geldt ongeacht de nationaliteit van het eigenaarschap van de onderneming, maar is wel sterker voor buitenlandse concerns. Dat betekent dat zodra het extra inkomen dat niet bij medewerkers terecht komt ook niet lokaal geïnvesteerd wordt, de bijdrage van buitenlandse multinationals aan de lokale economie lager is dan op basis van hun relatieve productiviteit verwacht kan worden.

De resultaten combinerend, en samenvattend, concluderen we dat het naar het zich laat aanzien niet zo is dat ondernemingen inkomen naar Nederland verplaatsen om

hun belastingafdrachten te minimaliseren door gebruik te maken van het fiscale instrumentarium ter stimulering van innovatie. Wel is het zo dat buitenlandse ondernemingen in staat lijken om dit instrumentarium in te zetten op een wijze die ertoe leidt dat zij hogere productiviteit en winsten weten te genereren waarvan de baten niet evenredig bij lokaal personeel terecht komt.

Ten slotte is het van belang nog enkele kanttekeningen te plaatsen bij het hier besproken onderzoek. Dit onderzoek is specifiek gericht op de rol van het fiscale regime ter stimulering van innovatie in het samenspel met innovatie-activiteiten en belastingafdrachten, maar er zijn uiteraard meer routes die ondernemingen kunnen kiezen om belastingafdrachten grensoverschrijdend te structureren die buiten de scope van dit onderzoek vallen. Daarmee geven de gepresenteerde analyses zeker geen integraal beeld van de mate waarin grensoverschrijdende belastingstructurering een issue is, noch door Nederlandse ondernemingen, noch door buitenlandse ondernemingen.

Daarbij is het bovendien zo dat om een integraal beeld te kunnen schetsen van mogelijke *patent shifting* ook het relatieve verschil in belastingpercentages tussen Nederland en andere landen waar de onderneming actief is worden meegewogen. Ook is het zo dat alleen buitenlandse ondernemingen in de analyses opgenomen zijn die ook een feitelijke economische aanwezigheid hebben in Nederland. Dat betekent dat buitenlandse ondernemingen die alleen een fiscale aanwezigheid hebben in Nederland (bijvoorbeeld middels een zogeheten Bijzondere Financiële Instelling) niet vertegenwoordigd zijn in de analyses. Dat terwijl deze bijvoorbeeld wel intellectueel eigendom, zoals patenten, kunnen bezitten die ingezet kunnen worden voor belastingstructurering. Niettemin valt niet te verwachten dat dit tot een grote vertekening van de bevindingen leidt. Immers, drie kwart van de relevante patenten zijn vertegenwoordigd in de uiteindelijke analyses en daarnaast komt een onderneming alleen in aanmerking voor bijvoorbeeld Innovatiebox-gebruik als een substantieel deel van de innovatie onderliggend aan een patent in Nederland heeft plaatsgevonden. Over het geheel genomen is de representativiteit van de ondernemingen in de analyses van dien aard dat de resultaten zonder meer een goed beeld geven van de mate waarin innovatie, belastingstructurering en economische activiteit in Nederland samengaan.

## 6.5 Bijlage 1: Data- en methodebeschrijving

### Data

De datasets waarmee we werken betreffen wat we noemen patent-actieve ondernemingen; ondernemingen die in de onderzoeksperiode minimaal 1 patentaanvraag in Nederland hebben gedaan. De analyses worden noodzakelijkerwijs gedaan op het hoogste aggregatieniveau van bedrijven binnen Nederland dat het CBS onderscheid, de ondernemingengroep. Dit omdat het eigenaarschap van intellectueel eigendom op dit niveau van toepassing is en daarmee niet toe te wijzen is aan individuele bedrijven binnen de ondernemingengroep.

De onderzoeksvragen worden beantwoord aan de hand van twee verschillende datasets. De eerste onderzoeksvraag, betreffende het verband tussen innovatie-activiteiten en belastingafdrachten, wordt beantwoord aan de hand van een paneldataset die de jaren 2000 tot en met 2010 bestrijkt. De tweede onderzoeksvraag, waarin de relatie met productiviteit en winstgevendheid wordt bekeken, betreft een paneldataset over de periode 2011–2015. Deze splitsing is noodzakelijk omdat recentere patentdata niet beschikbaar zijn en de Innovatiebox pas in 2010 in de huidige vorm is ingevoerd.

### Dataset bij onderzoeksvraag 1: relatie innovatie en belastingafdracht

De basis van deze dataset is een ongebalanceerd panel van 2 700 ondernemingen dat de gehele populatie ondernemingen bestrijkt die een patentaanvraag indienden in de periode 2000–2010. Gegevens over patentaanvragen zijn afkomstig van het European Patent Office (EPO).

Deze patentinformatie is vervolgens op basis van naam- en adresgegevens gekoppeld aan ondernemingengroepen (OG's) in het Algemeen Bedrijvenregister (ABR), de kapstok van data over individuele bedrijven. Die koppeling is goed te leggen: 98 procent van de patentaanvragen koppelt naar een onderneming in het ABR. Dat maakt het mogelijk om vervolgens de voor de analyses benodigde fiscale informatie vanuit de Statistiek Financiën van Ondernemingen (SFO) aan te koppelen

en informatie over internationale eigendomsverhoudingen op basis van gegevens uit vennootschapsbelastingaangiftes over buitenlandse deelnemingen en gegevens over buitenlandse moedermaatschappijen vanuit de bronstatistiek over de zogeheten *ultimate controlling institution*. Dit resulteert in een dataset met 14 981 observaties van 2 704 unieke ondernemingen.

Aanvullend koppelen we hier informatie aan over de R&D-inspanningen van bedrijven vanuit de *Community Innovation Surveys* (CIS, tweejaarlijks in de even jaren) en R&D-enquête (tweejaarlijks in de oneven jaren). Dit zijn enquêtes waarin de R&D-uitgaven van een deelpopulatie van bedrijven worden uitgevraagd en die gezamenlijk een representatief beeld geven van de mate waarin bedrijven investeren in innovatie. Dit resulteert uiteindelijk in een paneldataset van 3 598 observaties van 1 053 unieke ondernemingen die gezamenlijk ongeveer driekwart van de patentaanvragen vertegenwoordigen.

## **Dataset bij onderzoeksvraag 2: relatie innovatie en economische activiteit**

De tweede dataset beslaat de periode 2011–2015 en laat de patentdimensie los. De basis van dit bestand is het ABR op het niveau van ondernemingengroepen. Daar koppelen we opnieuw de SFO en gegevens over internationale eigendomsverhoudingen aan zoals hiervoor beschreven. Daarnaast koppelen we er informatie aan over het gebruik van twee fiscale instrumenten die gericht zijn op het stimuleren van innovatie: de Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk (WBSO) en de Innovatiebox.

De WBSO is een fiscale korting die bedrijven krijgen voor het doen van R&D. Dat wil zeggen, op basis van de investering die een bedrijf doet in R&D in termen van arbeidsuren en de aanschaf van bedrijfsmiddelen voor R&D kan een bedrijf aanspraak maken op een gelimiteerde belastingkorting. Daarmee heeft de WBSO uitsluitend betrekking op daadwerkelijke R&D-inspanningen die in de onderneming zelf in Nederland worden geleverd. Deze gegevens worden geregistreerd op handelsregisternummers die vervolgens gekoppeld worden aan het ABR.

De Innovatiebox betreft een fiscale regeling waarbij winsten die ontleend zijn aan patenten en andere immateriële activa tegen een verlaagd tarief van de vennootschapsbelasting (5 procent tot en met 2017 in plaats van 20 of 25 procent) worden belast. Voorwaarde is daarbij wel dat de onderneming het onderliggende immateriële activum voor een belangrijk deel zelf in Nederland heeft ontwikkeld.

Data over gebruikmaking van deze faciliteit wordt geregistreerd op fiscale nummers die vervolgens gekoppeld worden aan het ABR.

## Onderzoeksmethode bij onderzoeksvraag 1: relatie belastingafdracht en innovatie

De eerste onderzoeksvraag, in welke mate belastingafdrachten samenhangen met de innovatieve activiteiten van ondernemingen, wordt beantwoord met behulp van een kleinste kwadraten regressiemodel met robuuste standaardfouten op het niveau van de onderneming. Het model is als volgt gedefinieerd:

$$TAX\_PAY_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln(PAT_{it-1}) + \beta_2 \ln(R\&D_{it}) + \beta_3 X_{it} + \text{Jaar \& Industrie effecten} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

In dit model is de uitkomstvariabele  $TAX\_PAY_{it}$  het effectieve belastingpercentage van een onderneming ( $i$ ) in een bepaald jaar ( $t$ ). Dit is een veelgebruikte maat in de literatuur over belastingminimalisatie door bedrijven (zie bijvoorbeeld Gao et al., 2016). Deze maat is gedefinieerd als de ratio van afgedragen (vennootschaps)belasting en winst voor belastingen.

De variabelen waar het bij de beantwoording van de eerste onderzoeksvraag om draait zijn  $PAT_{it-1}$  en  $R\&D_{it}$ . De eerste is het aantal patentaanvragen dat we in logaritmische vorm in de regressie meenemen. Daarbij nemen we de geobserveerde waarden van het voorafgaande jaar, om rekening te houden met het feit dat de belastingafdracht die voortvloeit uit patentgedrag pas met enige vertraging zichtbaar zal worden. De tweede maat geeft uitdrukking aan de geleverde R&D-inspanning gemeten als het logaritme van de uitgaven aan R&D per medewerker. Deze variabelen worden allemaal met een vertraging van één jaar opgenomen en bij de geobserveerde waarde wordt 1 opgeteld om nulwaarnemingen in logaritmische vorm mee te kunnen nemen. Doordat de afhankelijke variabele  $TAX\_PAY_{it}$  niet in logaritmische vorm wordt meegenomen en de onafhankelijke variabelen wel, is er sprake van een zogeheten *level-log* specificatie. De interpretatie van de regressiecoëfficiënt  $\beta_1$  is dan dat als het aantal patenten met  $p\%$  verandert, dit samenhangt met een verandering van de belastingafdracht met  $((p/100) \times \beta_1)$  procentpunt. Als  $\beta_1$  negatief is, hangt een verdubbeling aan patenten dus samen een  $2 \times \text{beperkt}_i$  procentpunt lagere belasting.

$X_{it}$  is een reeks van variabelen waarmee we controleren voor bedrijfskarakteristieken. Deze reeks is voornamelijk ontleend aan bestaande literatuur omtrent determinanten van belastingafdracht van individuele bedrijven,

zie bijvoorbeeld Gupta en Newberry (1997), Dryeng et al. (2008) en Gao et al. (2016). We controleren voor bedrijfsomvang door (de logaritme van) de totale activawaarde van het bedrijf mee te nemen. De hypothese daarbij is dat grotere bedrijven gemiddeld te maken hebben met een lager belastingpercentage omdat ze meer mogelijkheden hebben tot belastingstructurering. We verwachten hier derhalve een negatieve coëfficiënt. We nemen ook het rendement van de onderneming mee, gemeten als de *return on assets* (ROA), een gebruikelijke maat voor winstgevendheid. De samenhang met belastingdruk kan twee kanten op gaan. Enerzijds zou het getrapte progressieve karakter van de vennootschapsbelasting tot gevolg moeten hebben dat rendement en belastingdruk positief correleren. Anderzijds hebben meer winstgevende bedrijven een grotere prikkel om de mogelijkheden van belastingstructurering te verkennen.

Daarnaast nemen we een aantal financiële kengetallen mee die uitdrukking geven aan de kapitaalstructuur van de onderneming: (1) de ratio van lang vreemd vermogen en totale activa, (2) de ratio van totale materiële activa en totale activa, (3) de ratio van totale immateriële activa en totale activa en (4) de ratio van voorraden en totale activa. Het eerste kengetal hangt naar verwachting negatief samen met belastingdruk, onder andere omdat multinationals een prikkel hebben om lang vreemd vermogen juist onder te brengen in landen met hoge belastingtarieven. De volgende twee kengetallen correleren naar verwachting negatief met belastingafdrachten, bijvoorbeeld omdat veel landen het doen van investeringen fiscaal stimuleren, waardoor kapitaalintensieve bedrijven gemiddeld te maken hebben met een lagere effectieve belastingafdracht. Ten slotte verwachten we dat het laatste kengetal positief correleert met belastingafdrachten, omdat bedrijven die grote voorraden aanhouden minder mogelijkheden hebben voor belastingstructurering.

Ten slotte nemen we nog een variabele mee die controleert voor het multinationale karakter van de onderneming. We houden rekening met het feit of de Nederlandse onderneming tot een buitenlandse multinational behoort (een buitenlandse *ultimate controlling institution* heeft). Voor deze variabele is een hypothese moeilijk te formuleren. Als buitenlandse multinationals meer gebruik maken van belastingstructurering en daarbij hun Nederlandse vestigingen gebruiken om te profiteren van het Nederlandse belastingstelsel, verwachten we een negatieve correlatie.

Daarnaast nemen we jaar- en bedrijfstakspecifieke constanten op waarmee we controleren voor niet-geobserveerde ontwikkelingen binnen bedrijfstakken en jaren.  $\varepsilon_{it}$  is de storingsterm waarvan de variantie geclusterd is op het niveau van de onderneming.

## Onderzoeksmethode bij onderzoeksvraag 2: relatie innovatie en economische activiteit

De tweede onderzoeksvraag beantwoorden we niet aan de hand van een regressie-analyse, maar op basis van de analyse van een aantal kengetallen van verschillende groepen bedrijven. Concreet kijken we naar de mate waarin ondernemingen die gebruik maken van fiscale maatregelen ter stimulering van innovatie (instrumentgebruikers) op deze kengetallen verschillen van ondernemingen die dat niet doen, met een onderscheid naar binnenlandse en (buitenlandse) multinationale ondernemingen. De fiscale instrumenten die we hier bekijken zijn de Innovatiebox en de WBSO. We vergelijken de kengetallen van de groep ondernemingen die deze fiscale instrumenten benut met de groep die dat niet doet. We kijken daarbij naar de samenhang tussen twee kengetallen: (1) arbeidsproductiviteit en (2) de winst-loon ratio. We bekijken deze twee kengetallen in relatie tot elkaar, omdat zij gezamenlijk een indicatie geven van de mate waarin innoverende (multinationale) bedrijven een substantiële bijdrage leveren aan de reële economie. Zie hiervoor ook de beschrijving in paragraaf 6.3.

Deze analyses doen we door ondernemingen op te tellen naar het niveau van bedrijfstakken gezamenlijk voor de jaren 2011 tot en met 2015. Arbeidsproductiviteit is berekend als toegevoegde waarde per werknemer. De winst-loon ratio is gedefinieerd als de winst na belasting per euro arbeidskosten (loonkosten plus sociale premies). Alle kengetallen worden op bedrijfstakniveau gewogen naar het aantal werknemers berekend. Wiskundig komt deze kengetallenanalyse op het volgende neer:

$$\frac{\bar{p}_{jt}^{K_j}}{\bar{p}_{jt}} = \frac{\frac{1}{L_{jt}^{K_j}} \sum_{i \in K_j} L_{ijt} P_{ijt}}{\frac{1}{L_{jt}} \sum_i L_{ijt} P_{ijt}}$$

waarbij  $K_j$  de groep ondernemingen in bedrijfstak  $j$  die gebruikt maakt van de fiscale regeling,  $P_{ijt}$  het kengetal voor onderneming  $i$  in die bedrijfstak en het gewicht  $L_{ijt}$  de bijbehorende werkgelegenheid. De bedrijfstaktotaal worden weergegeven met dezelfde notatie zonder de index  $i$ . Dit betekent concreet dat we de gewogen gemiddelde arbeidsproductiviteit (winst-loon ratio) van instrumentgebruikers delen door de gewogen gemiddelde arbeidsproductiviteit (loon-winst ratio) van alle ondernemingen. Als deze deling een getal groter dan 1 oplevert betekent dit simpelweg dat innovatie ondernemingen (instrumentgebruikers) in de betreffende bedrijfstak gemiddeld productiever zijn dan andere ondernemingen, dan wel een hogere winst-loon ratio hebben.

## 6.6 Bijlage 2: Gedetailleerde regressieresultaten

### 6.6.1 Samenhang belastingafdrachten en innovatie naar type onderneming (2000-2010)

|                                                | (I)                  | (II)                        | (III)                     |
|------------------------------------------------|----------------------|-----------------------------|---------------------------|
|                                                | Alle ondernemingen   | Buitenlandse multinationals | Nederlandse ondernemingen |
| Patentaanvragen (log, t-1)                     | -0,015***<br>(0,004) | -0,007<br>(0,009)           | -0,019**<br>(0,005)       |
| R&D uitgaven per medewerker (log, x 1000 euro) | -0,010***<br>(0,003) | -0,008<br>(0,006)           | -0,010**<br>(0,003)       |
| Totale activa (log, x 1000 euro)               | 0,015***<br>(0,002)  | 0,013***<br>(0,005)         | 0,013***<br>(0,002)       |
| Ratio lang vreemd vermogen en totale activa    | -0,034**<br>(0,019)  | -0,043<br>(0,040)           | -0,083***<br>(0,020)      |
| Return on assets                               | 0,248***<br>(0,037)  | 0,184***<br>(0,063)         | 0,292***<br>(0,045)       |
| Ratio totale voorraden en totale activa        | 0,028<br>(0,021)     | -0,005<br>(0,063)           | -0,044*<br>(0,022)        |
| Ratio materiële activa en totale activa        | 0,129***<br>(0,021)  | 0,138***<br>(0,041)         | 0,139***<br>(0,027)       |
| Ratio immateriële activa en totale activa      | 0,120***<br>(0,036)  | 0,087<br>(0,066)            | 0,132***<br>(0,046)       |
| Buitenlands eigendom (dummy)                   | 0,038***<br>(0,009)  |                             |                           |
| Intercept                                      | 0,089**<br>(0,044)   | 0,158<br>(0,102)            | 0,088**<br>(0,049)        |
| Bedrijfstakeffecten                            | Ja                   | Ja                          | Ja                        |
| Jaareffecten                                   | Ja                   | Ja                          | Ja                        |
| R <sup>2</sup>                                 | 0,142                | 0,113                       | 0,207                     |

Verklaarde variabele is afgedragen vennootschapsbelasting als percentage van de winst voor belastingen. Geschatte model is een kleinste kwadraten regressiemodel met robuuste standaardfouten. Statistische significantie is aangegeven met asteriskken (\*:10%, \*\*:5%, \*\*\*:1% significantie niveaus). 3598 observaties van 1053 unieke ondernemingen.

## 6.7 Literatuur

Altstadsaeter, A., Barrios, S., Nicodeme, G., Skonieczna, A., & Vezziana, A. (2015). *Patent boxes design, patents location, and location of R&D*. Working paper.

Desai, M., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value, *Review of Economics and Statistics*, 91, 537–546.

Dyreng, S. D., Hanlon, M., & Maydew, E. L. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *The Accounting Review*, 83(1), 61–82.

Egger, P., Eggert, W., & Winner, H. (2010). Saving taxes through foreign plant ownership. *Journal of International Economics*, 81, 99–108.

Europese Commissie (2018). *European Innovation Scoreboard*. Geraadpleegd op de website van Europese Commissie: [https://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/facts-figures/scoreboards\\_en](https://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/facts-figures/scoreboards_en), op 11 november 2018.

Financieel Dagblad (2015). *Bij innovatiebox ligt belastingontwijking op de loer*. Geraadpleegd op de website van het FD <https://fd.nl/economie-politiek/1122360/bij-innovatiebox-ligt-belastingontwijking-op-de-loer>, op 11 november 2018.

Gao, L., Yang, L., & Zhang, J. (2016). Corporate patents, R&D success, and tax avoidance. *Review of Quantitative Finance*, 47, 1063–1096.

Grubert, H. (2003). Intangible Income, Intercompany Transactions, Income Shifting, and the Choice of Location. *National Tax Journal*, 56(1), 221–242.

Gupta, S., & Newberry, K., (1997). Determinants of the variability in corporate effective tax rates: evidence from longitudinal data. *Journal of Accounting and Public Policy*. 16(1), 1–34.

Hall, B., & Sena, V. (2014). *Appropriability mechanisms, innovation and productivity: Evidence from the UK*. NBER Working Paper No. 20514, National Bureau for Economic Research, Cambridge.

Koethenbuerger, M., Liberini, F., & Stimmelmayer, M. (2016). *Is it luring innovations or just profits*. Cesifo Working Paper No. 7061, Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo), Munich.

Romer, P. M. (1994). The origins of endogenous growth. *The Journal of Economic Perspectives*, 8(1), 3–22.

Rijksoverheid (2018). *Sterke verbetering van Nederlandse innovatiekracht*. Geraadpleegd op de website van de Rijksoverheid: <https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2018/06/22/sterke-verbetering-van-nederlandse-innovatiekracht>, op 11 november 2018.

Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65–94.

**7.**

# **Handel en wisselkoersrisico; de lage landen doorgelicht**

**Auteurs**

**Annelies Van Cauwenberge**

**Mark Vancauteran**

**73%** van de Nederlandse import van beursgenoteerde bedrijven komt van buiten de Eurozone

**55%** van de Nederlandse export van beursgenoteerde bedrijven komt van buiten de Eurozone



**Bedrijven die goederen verhandelen met landen buiten de Eurozone staan bloot aan wisselkoersschommelingen. Bedrijven kunnen zich hier slechts ten dele tegen wapenen. Vooral onverwachte wisselkoersfluctuaties of crises kunnen een (nog grotere) impact hebben op de aandelenkoers van de handelaar. In dit hoofdstuk worden de eerste resultaten van een onderzoek naar deze relatie gepresenteerd. Dit, voor Nederlandse en Belgische beursgenoteerde bedrijven.**

## 7.1 Inleiding<sup>1)</sup>

Nederland en België zijn beide open economieën en lijken in veel opzichten op elkaar. Nederland is de op vijf na grootste economie van de Europese Unie en speelt bovendien ook een belangrijke rol als Europees transportknooppunt.

De Nederlandse economie heeft al sinds begin jaren 80 van de vorige eeuw een structureel handelsoverschot, stabiele arbeidsverhoudingen en lage werkloosheid. De economie is sterk internationaal georiënteerd omdat een aantal van 's werelds meest toonaangevende multinationals hun hoofdkantoor in Nederland hebben (Centraal Bureau voor de Statistiek, 2015).

De Belgische economie heeft eveneens een sterke internationale focus en kan worden beschouwd als een knooppunt van internationale contacten. Niet alleen de EU-instellingen, maar ook meer dan duizend internationale publieke en private organisaties hebben hun hoofdkantoor of een permanent secretariaat in België. Maar deze rol als regionaal transportknooppunt maakt deze economie kwetsbaar voor verschuivingen in de buitenlandse vraag (StatBel 2015). Hetzelfde kan uiteraard gezegd worden voor de Nederlandse economie.

## 7.2 Onderzoek in een nieuw jasje

In de academische literatuur is reeds uitgebreid onderzoek gedaan naar het risico dat ondernemers lopen bij wisselkoersfluctuaties en het verband met de bedrijfswaarde of kortweg de aandelenkoers. Zo is te verwachten dat een stijging van de wisselkoers leidt tot steviger concurrentie voor exporterende bedrijven omdat zijn of haar producten in het buitenland duurder worden. Voor importeurs is

1) Dit hoofdstuk is een vertaalde bewerking van het paper Van Cauwenberge, A., Vancauteran, M., Braekers, R. & Vandemaele, S. (Forthcoming). *The Degree of International Trade and Exchange Rate Exposure - Firm-level Evidence from Two Small Open Economies*. Working Paper Series. National Bank of Belgium. Brussels.

een stijgende wisselkoers naar verwachting gunstig omdat hij of zij in eigen valuta minder kwijt is voor dezelfde hoeveelheid ingevoerde producten. Uiteraard zijn de meeste internationaal actieve bedrijven zich bewust van het feit dat de wisselkoers kan fluctueren, en dekken zich hier (vaak op korte termijn) tegen in door financiële constructies zoals bijvoorbeeld valutatermijntransacties, -opties of het aanhouden van vreemde valuta rekening. Toch zijn er soms onverwachte schommelingen, zijn wisselkoersontwikkelingen van langere duur of ontstaan er crises waar geen rekening mee is gehouden. Hoewel men dus zou verwachten dat er voor internationaal actieve bedrijven een duidelijk verband bestaat tussen wisselkoersen en het bedrijfsresultaat of aandelenkoers, heeft onderzoek tot nu toe weinig eenduidige resultaten opgeleverd.

Als onderdeel van haar promotie doen Van Cauwenberge et. al. (Forthcoming) nieuw onderzoek voor Nederland en België naar het verband tussen de aandelenkoers en de bedrijfsspecifieke wisselkoers, op basis van maandelijks gegevens over zowel de import als export van goederen. Aangezien er binnen de Eurozone geen sprake is van wisselkoersfluctuaties is alleen de internationale goederenhandel met landen buiten de Eurozone meegenomen. Het onderzoek gaat na of de periodes waarin bedrijven buiten de Eurozone handelen er een eenduidig verband bestaat tussen de bedrijfsspecifieke wisselkoers en de aandeelkoers van deze bedrijven.<sup>2)</sup>

Het onderzoek spitst zich niet alleen toe op Nederland maar ook op België. Beide lage landen zijn immers open economieën en bieden zodoende een interessant extra vergelijkend perspectief op wisselkoersrisico. Wanneer we beide landen gaan vergelijken op gebied van internationale handel, komen er subtiele verschillen naar voren. Tabel 7.2.1 laat voor de onderzochte bedrijvenpanels in de periode 2006–2015 een overzicht van de belangrijkste handelspartners buiten de Eurozone zien. Op basis hiervan zien we al direct dat België, ook voor handel in goederen buiten de Eurozone, internationale handel dichterbij huis prefereert. Dit is eveneens bepalend voor het wisselkoersrisico dat de exporteurs lopen. Sommige landen kiezen ervoor om hun munt te peggen oftewel koppelen aan een andere munt. Bij hun valuta-keuze baseren ze zich dan vaak op bestaande handel en financiële relaties om op die manier hun wisselkoersrisico te beperken (Pollard, 2001).

2) Voor dit onderzoek werd gebruik gemaakt van de handelsdata en wisselkoersen met handelspartners buiten de Eurozone. Daarnaast zijn de aandelenkoersen van beursgenoteerde bedrijven in Nederland en België meegenomen, mits zij in de periode 2006–2015 tenminste 1 maand handel met landen buiten de Eurozone hadden. Aangezien de dataset ook de financiële crisis van 2008–2009 omvat, kan deze periode ook meegenomen en als zodanig worden gekenmerkt in de analyse.

### 7.2.1 Top 5 Handelspartners buiten de Eurozone, 2006-2015, in miljarden euro's

#### Export

| België                 |     | Nederland              |      |
|------------------------|-----|------------------------|------|
| 1. Verenigd Koninkrijk | 7,5 | 1. Verenigde Staten    | 29,7 |
| 2. Verenigde Staten    | 5,2 | 2. Taiwan              | 13,8 |
| 3. China               | 2,5 | 3. Zuid-Korea          | 13,6 |
| 4. Zwitserland         | 1,5 | 4. Verenigd Koninkrijk | 13,2 |
| 5. Zuid-Korea          | 1,3 | 5. China               | 8,5  |

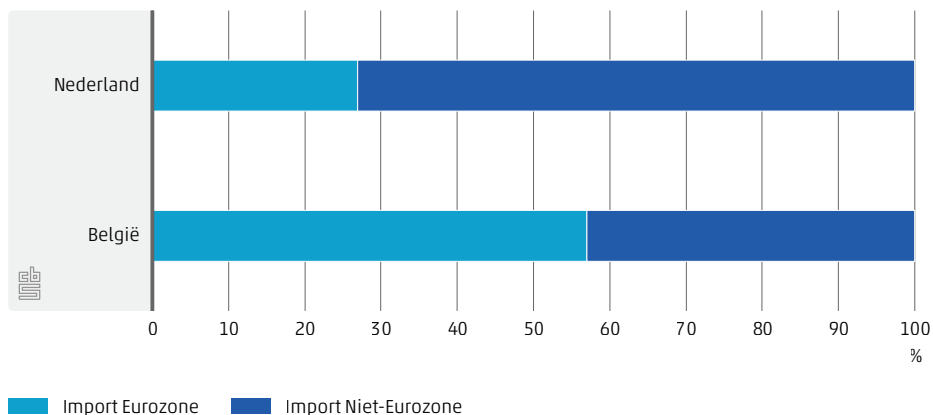
#### Import

| België                 |      | Nederland              |      |
|------------------------|------|------------------------|------|
| 1. Noorwegen           | 27,5 | 1. Rusland             | 27,3 |
| 2. Verenigd Koninkrijk | 13,9 | 2. Verenigd Koninkrijk | 21,1 |
| 3. Bulgarije           | 2,7  | 3. Saudi-Arabië        | 20,9 |
| 4. Tsjechië            | 2,5  | 4. Noorwegen           | 14,6 |
| 5. Verenigde Staten    | 2,4  | 5. Verenigde Staten    | 14,2 |

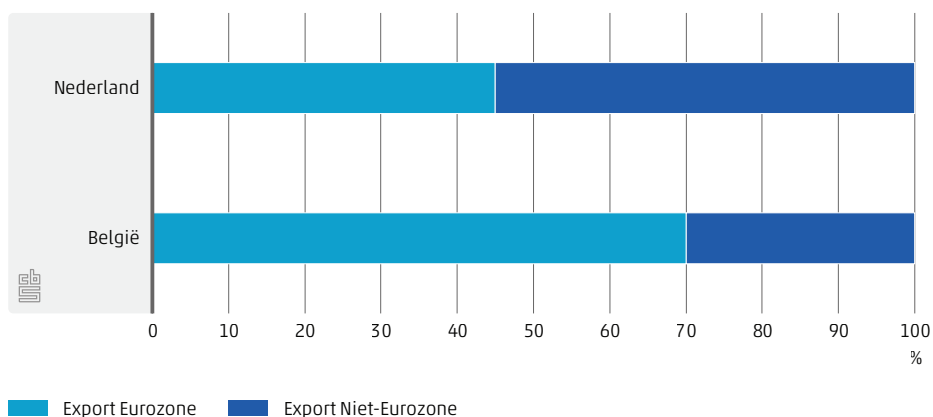
## 7.3 Handel van Nederland sterker gericht op niet-Eurozone dan Belgische

Wanneer een bedrijf ervoor kiest om te handelen met landen met dezelfde munteenheid of een gekoppelde munt, in dit geval de euro, dan kan er geen blootstelling zijn aan wisselkoersrisico en kan er geen wisselkoerseffect zijn op de waarde van het bedrijf op de beurs. Het is daarom van belang om na te gaan in welke mate bedrijven, en sectoren blootgesteld zijn aan handel in vreemde valuta. Figuren 7.3.1 en 7.3.2 gaan hier dieper op in en stellen voor beide landen handel binnen en buiten de Eurozone procentueel voor. Dat beide landen een verschillende voorkeur hebben wat betreft handel binnen of buiten de Eurozone komt in deze figuren duidelijk tot uiting. Hier wordt duidelijk dat Nederland voornamelijk qua import- en (minder uitgesproken) qua exportactiviteiten sterker georiënteerd is op landen buiten de Eurozone dan België.

### 7.3.1 Nederlandse en Belgische handel in goederen; import binnen en buiten de Eurozone in %



### 7.3.2 Nederlandse en Belgische handel in goederen; export binnen en buiten de Eurozone in %



In de geanalyseerde periode importeerde Nederlandse beursgenoteerde bedrijven voornamelijk (ongeveer 70 procent) van buiten de Eurozone. Ongeveer 30 procent van de import is afkomstig vanuit de Eurozone. Voor België zien we hier een heel ander, meer gebalanceerd beeld, waarbij gemiddeld gezien import vanuit de Eurozone de voorkeur heeft. Ook wat betreft export, prefereren Nederlandse beursgenoteerde bedrijven over het algemeen handel buiten de Eurozone terwijl Belgische bedrijven export binnen de Eurozone verkozen.

Uit het onderzoek blijkt dat zowel Belgische als Nederlandse bedrijven op dezelfde manier reageren wat betreft verwacht wisselkoersrisico, maar verschillen worden opgemerkt tijdens onverwachte, onrustige economische periodes. Zo is de relatie tussen aandeelkoersen en bedrijfsspecifieke import en export gewogen wisselkoersen meer uitgesproken voor Nederlandse bedrijven. De Nederlandse aandeelkoersen blijken sterker samen te hangen met de bedrijfsspecifieke wisselkoersen dan dat dit het geval is voor Belgische. Het lijkt er op dat in economisch onrustige periodes (zoals crisisperiodes) Nederlandse en Belgische bedrijven verschillend reageren, terwijl dit tijdens rustige periodes niet het geval is. Dit kan een gevolg zijn van het feit dat Nederlandse bedrijven meer actief zijn op de internationale markt, zoals gebleken uit de voorgaande grafieken, en hierdoor eveneens meer invloed ondervinden van economisch onrustige periodes die de wisselkoers beïnvloeden. Daarnaast blijken Nederlandse bedrijven eveneens meer loyaal te blijven aan hun handelspartners dan de Belgische. Dit betekent dat ze niet snel de strategie zullen hanteren om van handelspartner te wisselen om op die manier wisselkoersrisico te vermijden. Doordat Nederlandse bedrijven actiever zijn buiten de Eurozone en loyaler zijn aan hun handelspartners dan Belgische bedrijven, blijken ze eveneens gevoeliger te zijn voor onrustige periodes, zoals de periode tussen 2010–2012<sup>3)</sup>, en wisselkoersschommelingen met als gevolg dat de aandeelkoersen hier sterker op zullen reageren.

# 2010 tot 2012

**waren economisch onrustige jaren waarin  
vooral Nederlandse bedrijven gevoelig  
waren voor wisselkoersrisico omwille van  
hun handel buiten de Eurozone**

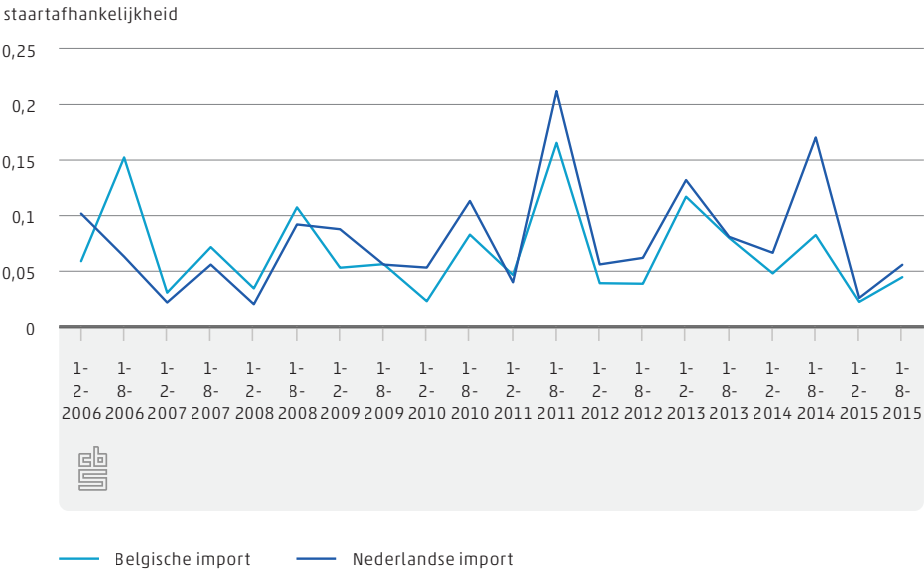


Dit blijkt eveneens uit figuren 7.3.3 en 7.3.4 waarop Belgische en Nederlandse importerende en exporterende bedrijven weergegeven staan. Op de verticale as van

<sup>3)</sup> Periode 2010–2012 is een periode gekenmerkt door lage economische groei en zelfs negatieve groei. De Nederlandse economie kent een kleine 'double-dip' recessie. Dit betekent dat de economie na een recessie niet aantrekt maar opnieuw in een dip terecht komt, meer bepaald van oktober 2011 tot maart 2012 en vervolgens van juli 2012 tot december 2012 vertoont het Nederlandse BBP opeenvolgende negatieve groei.

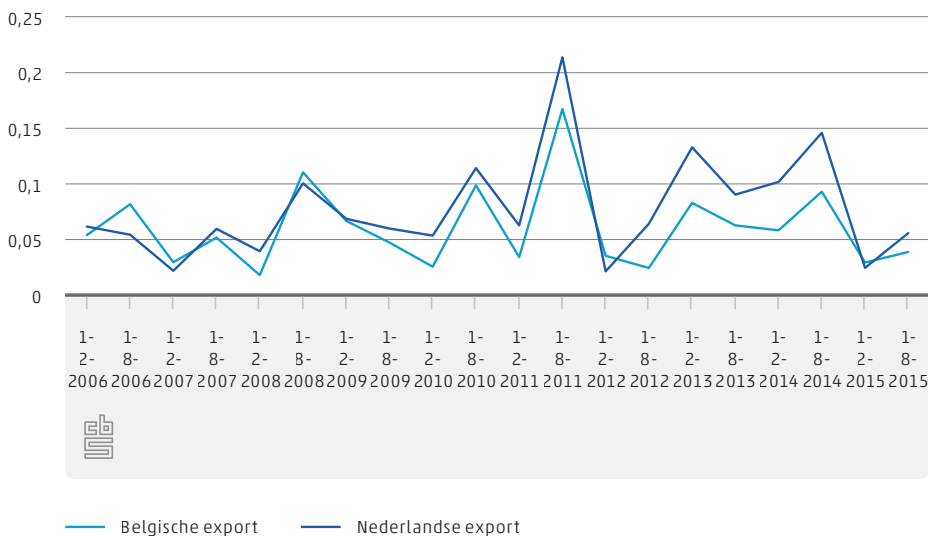
beide figuren staat de mate van samenhang tussen extreme observaties van wissel- en aandeelkoersen (oftewel staartafhankelijkheid) weergegeven en op de horizontale as de tijd. De staarten van de verdeling of distributie van de bedrijfsspecifieke wisselkoers of aandeelkoers refereren naar de meest extreme observaties of gebeurtenissen. Deze extreme momenten zijn vaak zeldzaam, waardoor ze zich in de uiteinden of staarten van de verdeling bevinden. Figuren 7.3.3 en 7.3.4 tonen of de bedrijfsspecifieke wisselkoersindex en de aandeelkoers, gezamenlijk op hetzelfde moment extreme observaties of gebeurtenissen vertonen en per definitie dus samen bewegen tijdens deze extremen momenten. Indien deze twee variabelen op zeldzame, extreme momenten gelijkaardig gedrag vertonen, dan is er sprake van staartafhankelijkheid. Hoewel beide landen een gelijkaardig verloop kennen, zijn de pieken voor Nederlandse bedrijven (weergegeven door de blauwe stippenlijn) steeds meer uitgesproken op beide figuren. Dit is rechtstreeks het gevolg van het feit dat Nederlandse bedrijven nauwer betrokken zijn met handel buiten de Eurozone in vergelijking met Belgische. Het is immers logisch dat landen die meer betrokken zijn met handel buiten de Eurozone, ook meer blootgesteld worden aan wisselkoersrisico.

**7.3.3 Mate van samenhang tussen extreme observaties van wissel- en aandeelkoersen voor Belgische en Nederlandse importerende bedrijven**



### 7.3.4 Mate van samenhang tussen extreme observaties van wissel- en aandeelkoersen voor Belgische en Nederlandse exporterende bedrijven

staartafhankelijkheid



## 7.4 Importeurs staan sterker bloot aan wisselkoersschommelingen

Er bestaat een minder sterke relatie tussen bedrijfsspecifieke wisselkoersen en de aandeelkoersen van bedrijven die aan export doen dan voor bedrijven die aan import doen. Voornamelijk tijdens economisch onrustige periodes met sterke wisselkoersschommelingen, blijken de aandeelkoersen van bedrijven met importactiviteiten hier sterker op te reageren dan de exporterende bedrijven. Met andere woorden, dit resultaat impliceert dat importeren uit de niet-Eurozone risicovoller is dan exporteren. Niet alleen is dit het gevolg van het feit dat uit de data gebleken is dat (voornamelijk Nederlandse) importeurs verkiezen om meer te handelen buiten de Eurozone. Maar dit is eveneens het gevolg van handelsbarrières die nog bestaan bij internationale handel (in dit geval handel buiten de Eurozone). Deze zijn immers voornamelijk ongunstig voor importeurs maar beschermen de binnenlandse handelaar en de exporteurs tegen concurrentie van buitenaf.

## 7.5 Implicaties voor het beleid?

Aangezien de Nederlandse economie meer handelt buiten de Eurozone dan de Belgische economie, ondervindt ze ook meer impact van tarieven en andere handelsbelemmeringen voor de internationale handel. Handel binnen de Eurozone is immers onderworpen aan dezelfde Europese wisselkoers en handelsbeleid. Vanwege de grotere betrokkenheid van de Nederlandse economie met internationale handel, is Nederland gevoeliger voor het Eurobeleid van de Europese Centrale Bank dan België. Echter, Europese handelsovereenkomsten met landen buiten de Europese Unie zijn gunstiger voor Nederland dan voor België. De mate waarin de buitenlandse handel van een land met andere niet-Eurolanden wordt gereguleerd, heeft dus een enorme impact op het wisselkoersrisico. Het vereenvoudigt internationale handel buiten de Eurozone, maar creëert extra concurrentie en zorgt dus voor een verslechtering van de concurrentiepositie van bedrijven die reeds voornamelijk binnen de Eurozone handelen.

## 7.6 Literatuur

CBS (2015). Internationaliseringsmonitor, Derde Kwartaal. Den Haag/Heerlen/Bonaire.

Pollard, P. (2001). The Creation of the Euro and the Role of the Dollar in International Markets. *Review – Federal Reserve Bank of Saint Louis*, 83, september-oktober(5), 17–36.

StatBel (2015). *Kerncijfers, Statistisch Overzicht van België*. FOD Economie, KMO Middenstand en Energie. Brussel, België.

Van Cauwenberge, A., Vancauteren, M., Braekers, R. & Vandemaele, S. (Forthcoming). *The Degree of International Trade and Exchange Rate Exposure- Firm-level Evidence from Two Small Open Economies*. Working Paper Series. National Bank of Belgium. Brussels.

# Begrippen

## **Access-to-finance index**

Een samengesteld getal op basis van verschillende financiële maten, zoals liquiditeit, solvabiliteit en winstgevendheid. Een index is zodanig samengesteld dat hogere waarden hogere waarschijnlijkheden van financieringsbeperkingen betekenen. Dergelijke indices zijn relatieve maten. Dat betekent dat een gemiddelde indexwaarde van 2,2 voor een groep bedrijven aangeeft dat financieringstekorten waarschijnlijker zijn in vergelijking tot een groep bedrijven met een waarde van 2. Een waarde van 2 op zichzelf is nietszeggend.

## **Bedrijfswinsten**

De som van het bedrijfsresultaat, het financieel resultaat, de mutatie voorzieningen en het saldo buitengewone baten/lasten.

## **Belastingstructurering**

Het ontwikkelen van een strategie en de daaruit voortvloeiende ontplooiing van activiteiten teneinde de belastingafdracht te minimaliseren.

## **Bijzonder Financiële Instelling**

BFI's (bijzondere financiële instellingen) zijn in Nederland gevestigde dochtermaatschappijen van buitenlandse ondernemingen die fungeren als financieel intermediair tussen diverse onderdelen van het concern waarvan ze deel uitmaken. De vorderingen en verplichtingen van deze instellingen hebben veelal betrekking op directe investeringen vanuit het ene land via Nederland in een ander land, of op het doorsluizen naar de buitenlandse moeder van in het buitenland aangetrokken middelen. Een BFI is in dit verband een speciaal rechtspersoon die zich bezighoudt met securitisaties. Zij neemt in het kader van een securitisatietransactie activa en/of kredietrisico over en geeft effecten, eenheden van securitisatiefondsen, andere schuldbewijzen en/of financiële derivaten uit, dan wel is eigenaar van onderliggende activa. Een BFI is gevrijwaard van het risico van faillissement of en andere vorm van in gebreke blijven van de initiator (ofwel 'originator', d.w.z. de instelling die activa en/of kredietrisico's aan de BFI overdraagt).

## **Bilateraal Investeringsverdrag (BIV)**

Een verdrag met de voorwaarden voor directe buitenlandse investeringen door bedrijven van de ene staat in de andere staat. Deze verdragen hebben tot doel het promoten en beschermen van directe buitenlandse investeringen.

**Bronbelasting**

Belasting die moet worden ingehouden op een uitkering in het land of bij de instelling waar deze uitkering ontstaat, oftewel bij de bron.

**Deelneming**

Een belang in een vennootschap binnen of buiten Nederland.

**Deelnemingspercentages**

Het aandelenbelang in vennootschappen waarin deel wordt genomen, gemeten als percentage van het nominaal gestort kapitaal van het dochterbedrijf.

**Deelnemingsvrijstelling**

De deelnemingsvrijstelling voorkomt dat winst die al eerder is belast bij een dochtermaatschappij nogmaals wordt belast bij de moedermaatschappij.

**Directe Buitenlandse Investering (DBI)**

Een onderneming met directe investeringen uit het buitenland is een onderneming waarin een investeerder uit een ander land tenminste 10% bezit van het gewone aandelenkapitaal of van de stemrechten of het equivalent daarvan. Het gaat hierbij om een blijvend belang en om verkrijging van substantiële invloed in het management van de onderneming. Directe investeringen zijn opgebouwd uit aandelenkapitaal, deelnemingen in groepsmaatschappijen in het buitenland en kredietverlening.

**Dubbelbelastingverdrag (DBV)**

Een verdrag oftewel een overeenkomst tussen veelal twee en – in uitzonderlijke gevallen – meer staten waarin die staten afspreken hoe de heffing van hun belastingen op elkaar wordt afgestemd met als voornaamste doel het voorkomen van internationale dubbele belasting én het ontgaan van belasting.

**Extensieve marge**

Het ontstaan van een nieuwe handelsrelatie in termen van bestemmingsland, product of afnemer.

**Incidentele exporteur**

Alle exporterende bedrijven die geen structurele exporteurs zijn. Zie structurele exporteur.

**Intellectueel eigendom**

De verzamelnaam voor rechten op uitgewerkte ideeën en concepten zoals beschermd door bijvoorbeeld patenten, handelsmerken en auteursrechten (copyrights).

**Licensing**

De praktijk waarbij ondernemingen patenten of handelsmerken onderbrengen op locaties met een gunstig belastingklimaat en het recht voor het gebruik er van verkopen aan dochterondernemingen in landen met een hogere belastingdruk.

**Liquiditeit**

Liquiditeit geeft aan of een bedrijf voldoende activa heeft die makkelijk in geld om te zetten zijn om aan betalingsverplichtingen op korte termijn te kunnen voldoen.

**Mediaan**

De mediaan verwijst naar het midden van een verdeling of gegevensverzameling; de mediaan is een centrummaat. Een mediaan is dus de middelste waarde van een verdeling van cijfers, geordend van laag naar hoog.

**Modified nexus approach**

Aanpak waarbij een fiscaal voordeel gekoppeld moet zijn aan een onderliggende R&D-inspanning gebruikt bij het tegengaan van ongewenste vormen van grensoverschrijdende belastingstructurering.

**Multinational**

Onderneming die de uiteindelijke zeggenschap heeft over bedrijven in twee of meer landen. Door CBS kan er onderscheid worden gemaakt tussen Nederlandse en buitenlandse multinationals. Een Nederlandse multinational is een bedrijf onder Nederlandse zeggenschap met dochters in het buitenland. Een buitenlandse multinational is een bedrijf waarover de uiteindelijke zeggenschap in het buitenland ligt (zie ook: Zeggenschap).

**(Niet-)Exporteurs**

Bedrijven die (geen) goederen en/of diensten exporteren.

**OESO**

Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.

**Offshore financial centers (OFC)**

Landen met lage of zeer lage vennootschapsbelastingbelastingtarieven, oftewel belastingparadijzen in de volksmond. De OFC-lijst verschilt per bron. In deze monitor

bestaat deze uit landen die als OFC geclassificeerd worden door Congressional Research Service (2015), OECD (2000) of FSF-IMF (2000) en is overgenomen uit DNB(2018).

### **Patent-actieve ondernemingen**

Ondernemingen die in de onderzoeksperiode minimaal één patent hebben aangevraagd.

### **Patentbox**

Ook wel, innovatiebox. Fiscaal instrument waarbij winsten die ontleend zijn aan patenten en andere immateriële activa tegen een verlaagd tarief van de vennootschapsbelasting worden belast. Bedoeld ter stimulering van innovatie.

### **Patent shifting**

Het verplaatsen van patenten om belastingafdrachten te minimaliseren.

### **Productiviteit**

Ook wel arbeidsproductiviteit, is de toegevoegde waarde per werkzame persoon.

### **Publieke exportkredietverzekering**

De publieke exportkredietverzekering is een verzekering bij de Nederlandse Staat die bescherming biedt tegen het risico dat een buitenlandse afnemer geleverde goederen en diensten niet kan betalen. Bedrijven kunnen met de publieke exportkredietverzekering bij de Nederlandse overheid betalingsrisico's verzekeren die dermate hoog zijn dat commerciële verzekeraars dit niet meer doen.

### **Rentabiliteit van het totaal vermogen**

Rentabiliteit van het totaal vermogen is een maat van winstgevendheid van het bedrijf. Het geeft aan hoeveel winst een bedrijf genereert per euro totaal vermogen. Rentabiliteit wordt berekend door de winst vóór belasting door het balanstotaal te delen.

### **Rent Sharing**

Principe waarbij hogere bedrijfsopbrengsten als gevolg van bijvoorbeeld een hogere arbeidsproductiviteit zich vertaalt in een hogere beloning voor medewerkers.

### **SBI**

Bedrijfstakken worden afgebakend volgens de hiërarchische indeling van economische activiteiten van de Europese Unie (Nomenclature statistique des

activités économiques dans la Communauté Européenne, afgekort: NACE), de Nederlandse variant hiervan is de Standaard Bedrijfsindeling (SBI).

### **Solvabiliteit**

Solvabiliteit geeft aan in hoeverre een onderneming aan haar verplichtingen kan voldoen in het geval van liquidatie en is daarom een belangrijke maat waarop financiële instellingen kredietaanvragen beoordelen. Solvabiliteit wordt gemeten door het eigen vermogen door het balanstotaal te delen.

### **Standaardisatie**

Het schalen van een stochastische variabele naar een waarde met equivalente betekenis op de standaardnormaalverdeling. De gestandaardiseerde waarde heet ook wel z-score. De gestandaardiseerde vorm  $z$  van een stochastische variabele  $x$  met verwachtingswaarde  $\mu$  en standaardafwijking  $\sigma$  is de afwijking van zijn verwachtingswaarde, uitgedrukt in eenheden van de standaardafwijking. Oftewel  $z = (x - \mu) / \sigma$ .

### **Structurele exporteur**

Een structurele exporteur is ofwel een startende exporteur, dwz een bedrijf dat ofwel in voorafgaande vier jaar twee jaar niet geëxporteerd heeft en dan vervolgens twee jaar wel (een exportstarter); ofwel een bedrijf dat in voorafgaande vier jaar minstens drie jaar wel geëxporteerd heeft.

### **Tax ruling**

Een tax ruling is een fiscaal mechanisme voor multinationals en belastingplichtigen voor het verduidelijken van specifieke belastingregels. De belastingdienst verschaft dan een schriftelijke interpretatie van de belastingreglementen voor de betrokkene die daarom verzoekt. Een dergelijke interpretatie of ruling is bindend voor de belastingdienst.

### **Toegevoegde waarde**

Het verschil tussen de productie (basisprijzen) en het intermediair verbruik (exclusief aftrekbare btw).

### **Valuta**

Munteenheid

### **Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk (WBSO)**

Een fiscale korting die bedrijven krijgen voor het doen van R&D

**Winstgevendheid**

Winstgevendheid geeft aan hoeveel winst een bedrijf kan genereren per euro omzet, eigen vermogen of totaal vermogen. Winstgevende bedrijven zijn beter in staat om eigen middelen te genereren en worden tegelijkertijd kredietwaardiger ingeschat door investeerders en kredietverschaffers.

**Winstmarges**

De winstmarge is een maat van winstgevendheid van het bedrijf. Het geeft aan hoeveel winst een bedrijf genereert per euro omzet. Het wordt berekend door het bedrijfsresultaat door de omzet te delen.

**Wisselkoers**

Prijs van de buitenlandse geldeenheid, uitgedrukt in die van het eigen land

**Wisselkoersfluctuaties**

Wisselkoersschommelingen, wijzigingen in de wisselkoers

**Wisselkoersindex**

Een samengestelde wisselkoers, bijvoorbeeld gewogen op basis van handel. Hieronder valt eveneens de bedrijfsspecifieke wisselkoersindex, dewelke een specifiek per bedrijf import en export gewogen wisselkoers voorstelt.

**Wisselkoersrisico**

Het risico dat de waarde van een belegging, bijvoorbeeld een aandeel, wordt beïnvloed door wisselkoersschommelingen.

**Zeggenschap**

De zeggenschap van bedrijven wordt bepaald aan de hand van het land waar de strategische besluitvorming plaatsvindt. Deze zeggenschap ligt bij de Ultimate Controlling Institutional Unit (UCI). Buitenlandse zeggenschap betekent dat het land van vestiging van de UCI een ander land is dan Nederland.

# Eerder verschenen kwartaaledities

## 2014

- Tweede kwartaal, thema [Internationale handel](#)
- Derde kwartaal, thema [Bedrijfsprestaties](#)
- Vierde kwartaal, thema [Werkgelegenheid](#)

## 2015

- Eerste kwartaal, thema [Waardeketens](#)
- Tweede kwartaal, thema [Innovatie](#)
- Derde kwartaal, thema [Multinationals](#)
- Vierde kwartaal, thema [Duurzaamheid](#)

## 2016

- Eerste kwartaal, thema [Bedrijvendynamiek](#)
- Tweede kwartaal, thema [Agribusiness](#)
- Derde kwartaal, thema [Duitsland](#)
- Vierde kwartaal, thema [Zelfstandig MKB](#)

## 2017

- Eerste kwartaal, thema [Verenigd Koninkrijk](#)
- Tweede kwartaal, thema [Internationale handel in diensten](#)
- Derde kwartaal, thema [Innovatie](#)
- Vierde kwartaal, thema [Waardeketens](#)

## 2018

- Eerste kwartaal, thema [De positie van Nederland](#)
- Tweede kwartaal, thema [Werkgelegenheid](#)
- Derde kwartaal, thema [Exportstrategieën](#)

# Dankwoord

We danken de volgende collega's voor hun constructieve bijdrage aan deze editie van de Internationaliseringsmonitor:

Anne Blaak  
Elijah Cats  
Gerard den Drijver  
Richard Jollie  
Tara Kikken  
Gabriëlle Salazar-de Vet  
Carla Sebo-Ros  
Katja Thomissen-Sillen  
Karolien van Wijk  
Susanne de Wit-Knoote

# Medewerkers

## Auteurs

Marcel van den Berg  
Annelies van Cauwenberge  
Loe Franssen  
Angie Mounir  
Michael Polder  
Leen Prenen  
Rik van Roekel  
Mark Vancauteren

## Redactie

Marjolijn Jaarsma  
Roger Voncken  
Sjoertje Vos

## Eindredactie

Marjolijn Jaarsma  
Sjoertje Vos