

WFR 2025/333

Cash-and-carry Arbitrage ≠ Dividendstripping (Deel 1)

Vormt de prijsstelling van derivaten een smoking gun?

Mr. D.J. Franssen, datum 01-12-2025

Datum	01-12-2025
Auteur	Mr. D.J. Franssen ^[1]
JCDI	JCDI:BSD36481:1
Vakgebied(en)	Internationaal belastingrecht / Anti-misbruik Fiscaal procesrecht / Bewijs Dividendbelasting (V) Dividendbelasting / Algemeen Dividendbelasting / Belastingplicht
Wetgeving	Art. 4 Wet DB 1965; art. 25 Wet VPB 1969; art. 9.2 Wet IB 2001

De vigerende opvatting in de rechtspraak luidt dat in *dividendstripping*-zaken uit de prijsstelling van de verkochte derivaten kan worden afgeleid of met een minder gerechtigde partij is gehandeld. De auteur neemt in dit eerste deel van zijn tweeluik op basis van een fictief praktijkvoorbeeld gemotiveerd stelling in tegen deze rechtsopvatting. Daarbij legt de auteur uit dat en waarom identificatie van de wederpartij in een fiscale procedure zijns inziens noodzakelijk is voor bewijs van dividendstripping.

1. Introductie

De Hoge Raad heeft in de *dividendstripping*-uitspraak begin 2024 uitgelegd hoe de anti-dividendstrippingbepalingen moeten worden toegepast.^[2] Nadien nam de rechtspraak op het terrein van dividendstripping een vlucht. Zo verschenen er meerdere lezenswaardige bijdragen van onder meer Kors^[3] en Tjerkstra^[4] en heeft de belastingkamer van het Hof Amsterdam eerder dit jaar een uitspraak^[5] gedaan waarin zij aangaf dividendstrippen aannemelijk te vinden.

Het hof en de twee genoemde auteurs menen dat op basis van de prijsstelling van een derivaat kan worden vastgesteld dat met een minder gerechtigde partij is gehandeld als bedoeld in de antimisbruikbepalingen. De prijsstelling van het derivaat zou zelfs op de bewustheid van dividendstripping wijzen en in strafzaken kunnen worden aangewend om opzettredeningen op te tuigen.^[6]

Ik wil door middel van een tweeluik een ander geluid laten horen. In dat kader zal ik in dit eerste deel in paragraaf 2 ingaan op de beschreven vigerende opvatting. Daarna zal ik in paragraaf 3 en 4 op basis van feitelijke en juridische argumenten aan de hand van een praktijkvoorbeeld van (reverse) cash-and-carry arbitrage^[7] uiteenzetten dat op basis van de prijsstelling van een derivaat niet kan worden geconcludeerd dat de arbitrageur met een minder gerechtigde wederpartij heeft gehandeld. Het onderhavige eerste deel van het tweeluik zal met een conclusie worden afgesloten.

In het tweede deel van het tweeluik zal ik aan de hand van het voorbeeld ingaan op de strafrechtelijke bewijsdrempels.

2. De vigerende opvatting

De in de introductie vermelde vigerende opvatting komt heel duidelijk naar voren in de publicaties van de genoemde auteurs en het genoemde arrest van het Gerechtshof Amsterdam. In deze tweede paragraaf zal ik uiteenzetten hoe deze vigerende opvatting precies luidt.

Eén van de voorwaarden voor dividendstripping luidt dat met een minder gerechtigde wederpartij dient te zijn gehandeld. Het blijkt in de praktijk evenwel lastig om zo een wederpartij te identificeren omdat de desbetreffende transacties op de beurs in anonimiteit plegen plaats te vinden. Dit 'bewijsgat' zou evenwel toch niet problematisch zijn, omdat de prijsstelling van de aan de betreffende wederpartij verkochte derivaten zijn (mindere) mate van gerechtigdheid zou 'verraden'.

Hierover geeft Kors in deel drie van haar drieluik te kennen dat een *te hoge* uitoefenprijs van futures erop duidt dat met een minder gerechtigde wederpartij zou zijn gehandeld.^[8] Daarbij refereert zij onder meer aan de uitspraak van de Rechtbank Noord-Holland van 4 juli 2023^[9] waarin het college de verkochte futures te duur vond omdat het dividend niet voor 100% maar slechts voor 89%^[10] een drukkend effect had op de prijs van de futures. Door slechts een deel van het dividend in de uitoefenkoers van de futures in te prijzen wordt de dividendbelasting tussen de dividendstrippende partijen verdeeld, zo redeneert Kors.^[11]

Begin dit jaar heeft Hof Amsterdam de zojuist genoemde uitspraak van de Rechtbank Noord-Holland in hoger beroep bevestigd. Het hof heeft (expliciet) geoordeeld dat het - gelet op de prijsstelling van de futures - aannemelijk zou zijn dat belanghebbende met minder gerechtigde partijen heeft gehandeld. Conform de zojuist beschreven redenering heeft het hof daarbij in aanmerking genomen dat de uitoefenkoers van de futures hoger was dan de ex-koers van de aandelen nu daarin slechts 89% van het dividend was ingeprijsd.^[12] Het verschil (van 11% of 12%) zou volgens het hof worden betaald door een minder gerechtigde wederpartij omdat deze partij als niet-verrekeningsgerechtigde dan 'toch beter af' zou zijn dan wanneer deze partij het netto-dividend (zelf) zou hebben ontvangen.

Tjerkstra heeft deze redenering nader ingevuld aan de hand van (empirisch) onderzoek naar vier beursgenoteerde AEX-aandelen. Daaruit zou volgens Tjerkstra kunnen worden opgemaakt dat de daarover uitgekeerde dividenden voor 98% worden ingeprijsd in de uitoefenkoers van futures indien geen dividendbelasting wordt geheven, terwijl bedoeld percentage 89 betreft wanneer deze belasting wel wordt geheven.^[13] Het verschil zou er volgens Tjerkstra op duiden dat de door de verkoper van de futures geclaimde dividendbelasting via het inrijzingspercentage van 89 wordt gedeeld met een minder gerechtigde wederpartij (koper).^[14]

Ik meen dat de beschreven vigerende opvatting te kort door de bocht is, hetgeen ik in paragraaf 3 alsmede 4 op basis van zowel feitelijke als juridische argumenten uiteen zal zetten.

3. Feitelijke argumentatie

Ik probeer niet te ontkennen dat de wederpartij die derivaten koopt van een arbitrageur een minder gerechtigde partij *kan* zijn die de Nederlandse dividendbelasting probeert te ontwijken. Dat is evenwel niet een gegeven, ook niet als het dividend slechts voor een gedeelte (bijv. voor 88% dan wel 89%) in de uitoefenkoers van de betreffende derivaten is ingeprijsd.

Dusdanig geprijsde derivaten worden immers door zowel minder als volledig gerechtigde wederpartijen gekocht, hetgeen ik nader zal toelichten in subparagraaf 3.1. Vervolgens zal ik in subparagraaf 3.2 antwoord geven op de in de literatuur opgeworpen vraag waarom een volledig gerechtigde wederpartij genoeg zou nemen met een inrijzing van 89% (in plaats van 100%) van het dividend.

3.1 Een mix van partijen

In zijn publicatie uit 1970 heeft Brennan het zogenoemde Capital Asset Pricing Model (CAPM) geïntroduceerd. Dit model berekent de impact van belastingen op de prijs van financiële producten zoals aandelen. De IMF Working Paper uit 2007 meldt hierover het volgende:

“When different investors are subject to different tax rates, the Capital Asset Pricing Model suggests that the market valuation of equity should depend on *an average of tax rates across all investors.*”^[15] [onderstreping toegevoegd]

Volgens bedoeld model vormt de in de uitoefenkoers van derivaten begrepen belastingcomponent aldus een afspiegeling van de gemiddelde belastingdruk waaraan de kopers zijn onderworpen.

Zo bezien weerspiegelt het volgens Tjerkstra op de beurs geldende inrijzingspercentage van 89 het gemiddelde van een mix van zowel minder als volledig gerechtigde wederpartijen (kopers). Daar waar bij volledig gerechtigde partijen een inrijzingspercentage hoort van 98,^[16] hoort bij minder gerechtigde partijen die aan 15% dividendbelasting onderworpen zijn - gelet op de vastgestelde baseline fricties^[17] van 2% - een inrijzingspercentage van 83,3.^[18] Dit lagere percentage wordt - uitgaande van het Capital Asset Pricing Model - opgekrikt naar het hogere inrijzingspercentage van 89 doordat tevens volledig gerechtigde partijen de marktprijs bepalen.

Een inrijzingspercentage van 89 laat dus ruimte voor twee scenario's. Ten eerste zou beredeneerd kunnen worden dat het desbetreffende derivaat is gekocht door een dividendstrippende minder gerechtigde partij/koper. Deze wederpartij is graag bereid om 100% van het dividend 'om te ruilen' voor 89% daarvan nu deze partij zelf maar 85% daarvan zou hebben ontvangen (netto-dividend). Een andere mogelijkheid is evenwel dat het desbetreffende derivaat door een niet dividendstrippende volledig gerechtigde wederpartij is gekocht omwille van één of meer niet-fiscale reden(en) (nu deze partij zelf reeds recht had op 100% van het bruto-dividend). Beide scenario's vormen naar mijn mening een even reële mogelijkheid.^[19]

Kortom: een inrijzingspercentage van 89 is niet indicatief voor het type wederpartij waarmee is gehandeld.

3.2 Motieven

De vraag welke resteert is waarom volledig gerechtigde partijen een reverse cash-and-carry trade zouden opzetten waarbij Nederlandse beursaandelen met behoud van belang worden verkocht om tezelfdertijd futures aan te kopen waarin het dividend slechts voor 89% (in plaats van 100%) is ingeprijsd. Precies deze vraag is (terecht) door Tjerkstra opgeworpen:

“Immers, a contrario geredeneerd, welke volledig verrekeningsgerechtigde belegger die dividend uiteindelijk vrij van dividendbelasting kan ontvangen zou dit omruilen voor een combinatie van transacties waarvan het resultaat gelijk is aan slechts een deel van dat dividend (bijv. 88%)?”^[20]

Ofschoon er legio - niet-fiscale - redenen bestaan op grond waarvan volledig gerechtigde partijen reverse cash-and-carry (verkoop aandelen/koop derivaten) toepassen, bespreek ik er hieronder een aantal. In dat kader schets ik eerst een fictieve casus in subparagraaf 3.2.1.

3.2.1 Fictieve casus

Berber BV wil per 1 januari 2014 een cash-and-carry trade opzetten door (Nederlandse) beursaandelen te kopen en tezelfdertijd driemaandsfutures ter zake van die aandelen te verkopen. In dat kader kunnen drie fasen worden onderscheiden waarop hierna een toelichting wordt gegeven.

(i): initiation phase

De trader van Berber BV neemt contact op met zijn contactpersoon bij het OTC-platform Tradeweb. De contactpersoon laat weten dat op 1 januari 2014 1.000.000 aandelen kunnen worden aangekocht voor € 100

per stuk. Ervan uitgaande dat het in de aangifte vpb 2014 te verrekenen dividendbelastingbedrag uit eigen middelen wordt voorgefinancierd, bedragen de rentekosten om de 1.000.000 aandelen voor drie maanden te kunnen financieren € 174.393,11.^[21] Het (verwachte) dividend bedraagt € 0,30 per aandeel. Dat betekent dat er een arbitragemogelijkheid bestaat wanneer 1.000.000 driemaandsfutures kunnen worden verkocht voor méér dan (€ 100.000.000 (spotwaarde aandelen) + € 174.393,11 (rente) - 300.000 (verwacht dividend) = € 99.874.393,10 / 1.000.000 ≈) € 99,87 per driemaandsfuture.

Daarom neemt de trader contact op met zijn contactpersoon bij het OTC-platform van Bloomberg. Deze contactpersoon laat weten dat 1.000.000 driemaandsfutures - uitgaande van een inrijzingspercentage van 89 - kunnen worden verkocht voor ≈ € 99,91^[22] per stuk. Daarop laat de trader direct beide trades uitvoeren: 1.000.000 aandelen worden aangekocht voor € 100 per stuk en 1.000.000 futures worden verkocht voor € 99,91 per stuk.

(ii): execution phase

De custodian van Berber BV geeft in het CSD-systeem een *delivery versus payment* instructie strekkende tot de levering van 1.000.000 aandelen in het CSD-depot van deze custodian per 1 januari 2014 tegen betaling van de koopsom ten bedrage van € 100.000.000. De desbetreffende aandelen worden geleverd op de settlement datum d.d. 3 januari 2014.

Tezelfdertijd heeft de clearing broker van Berber BV voor haar rekening en risico via een give-up-constructie een (short) future-positie ingenomen jegens de centrale tegenpartij van € 99.907.471,64.^[23]

(iii): unwinding phase

Berber BV wenst de openstaande posities op 1 februari 2014 vroegtijdig af te wikkelen opdat de vrijgekomen collateral kan worden gebruikt om een andere arbitragekans uit te nutten. De contactpersoon van Bloomberg laat de trader van Berber BV weten dat de futurespositie kan worden afgewikkeld door 1.000.000 driemaandsfutures te kopen voor ≈ € 99,83^[24] per stuk.

De trader van Berber BV besluit de posities af te wikkelen door de aandelen te verkopen tegen de ex-koers van € 99,70 en de futures terug te kopen voor € 99,83^[25] per stuk. De verkoopopbrengst van € 99.700.000 wordt onmiddellijk afgelost op de lening van € 99.955.000. Berber BV lost het restant van deze lening af met het op 22 maart 2014 ontvangen netto-dividend van € 255.000.

Deze long/short trade resulteert voor Berber BV in het hieronder becijferde (positieve) resultaat:

Datum	Transactie	Cashflow	
1 januari 2014	Aankoop aandelen	- €	100.000.000
1 februari 2014	Afwikkeling futures	+ €	78.544,52 ^[26]
1 februari 2014	Verkoop aandelen	+ €	99.700.000
1 februari 2014	Financieringskosten	- €	61.342,25 ^[27]
22 maart 2014	Netto dividend	+ €	255.000
22 maart 2014	Financieringskosten	- €	218,92 ^[28]
2015	Verrekening	+	45.000

		€	
	Rendement	+ €	16.962,64

3.2.2 Reverse cash-and-carry

Hieronder zal in punt (i) worden toegelicht dat aan de andere zijde van de trade heel wel een volledig gerechtigde wederpartij kan hebben gestaan die door middel van de reverse cash-and-carry trade het rendement op haar kapitaal zo optimaal mogelijk heeft willen laten renderen.

(i): kapitaalefficiëntie

Een Amerikaans pensioenfonds waarvan geen (Nederlandse) dividendbelasting wordt geheven^[29] houdt per 1 januari 2014 de 1.000.000 Nederlandse beursaandelen. Hieronder wordt de situatie waarin het fonds deze aandelen behoudt, vergeleken met de (reverse) cash-and-carry optie.

Optie 1: behoud aandelen

In optie 1 kiest het fonds ervoor om de beursaandelen te behouden. Daardoor ontvangt het fonds op 22 maart 2014 een bruto-dividend van € 300.000. Het fonds belegt het bedoelde bedrag om haar rendement te maximaliseren vanaf 22 maart tot en met 1 april 2014 tegen een rendement van 2,5% op jaarbasis. Hiermee behaalt bedoeld fonds een rendement van € 300.226,03. Daarbij zij ter nadere toelichting gewezen op de onderstaande becijfering:

Datum	Transactie	Cashflow	
22 maart 2014	Bruto dividend	+ €	300.000
1 april 2014	Opbrengst belegging	+ €	226,03 ^[30]
	Rendement	+ €	300.226,03

Optie 2: reverse cash-and-carry

In optie 2 kiest het bedoelde fonds ervoor om de 1.000.000 aandelen cum-dividend te verkopen om tegelijkertijd - zonder dat te weten - de 1.000.000 futures op de aandelen te kopen van Berber BV. De op 1 januari 2014 uit hoofde van de tegen de cum-koers verkochte aandelen verkregen liquide middelen van € 100.000.000 belegt het fonds in de periode van 1 januari 2014 tot en met 1 april 2014 tegen een (conservatief) rendement van 2,5% op jaarbasis. Zodra de driemaandsfutures op 1 april 2014 expireren, gebruikt het fonds de belegde liquide middelen om de desbetreffende beursaandelen weer aan te kopen.

Hiermee behaalt het fonds een rendement van € 715.816,03.^[31] Daarbij zij gewezen op de onderstaande becijfering:

Datum	Transactie	Cashflow	
1 januari 2014	Verkoop aandelen	+ €	100.000.000
1 april 2014	Afwikkeling futures	- €	99.907.471,64

1 april 2014	Opbrengst belegging	+ €	623.287,67 ^[32]
	Rendement	+ €	715.816,03

Hoewel het dividend (slechts) voor 89% in de uitoefenkeers van de gekochte futures is ingeprijsd, behaalt het vrijgestelde fonds door middel van reverse cash-and-carry aldus € 415.590 meer rendement dan wanneer deze het dividend (zelf) zou hebben ontvangen en belegd.

Naast de zojuist beschreven financiële overwegingen bestaan er voor volledig gerechtigde partijen nog legio andere - niet fiscale - redenen om reverse cash-and-carry toe te passen. Daarvan volgen er hierna een aantal onder ii, iii en iv.

(ii): liquiditeitsissues

Reverse cash-and-carry is een methode om direct liquide middelen te genereren. De verkoop van de aandelen resulteert namelijk onmiddellijk in een cash positie. Deze vrijgekomen liquide middelen worden gebruikt om acute liquiditeitsissues te adresseren. Fletcher en Thorson melden:

“In this case, cash raised from selling equities can be replaced by equity futures, thereby improving the level of cash to meet emergency needs.”^[33] [onderstreping toegevoegd]

Hiervan bestaan ook legio voorbeelden uit de praktijk. Ter illustratie zij gewezen op de navolgende passages uit het memo d.d. 1 april 2020 gericht aan de raad van bestuur van het vrijgestelde Amerikaanse pensioenfonds dat is opgericht voor de (oud-)werknemers van Fresno County:

“On March 18, 2020 the Board approved initial overlay program changes. FCERA was quickly running out of cash to cover margin calls. Staff has since liquidated the TIPS portfolio to provide cash for margin and has applied an [long-futures] overlay to obtain the requisite fixed income allocation.”^[34] [onderstreping toegevoegd]

Het betreft hier een voorbeeld van een volledig gerechtigde partij die reverse cash-and-carry inzet om liquiditeiten te genereren opdat margin calls op andere derivatenposities kunnen worden opgevangen. Een inrijzingspercentage van 89 wordt door zo'n partij dan geaccepteerd.

(iii): contrasterende dividend-verwachtingen

De prijs van een derivaat bestaat (onder meer) uit een schatting/verwachting van de markt van de omvang van het uit te keren dividend. Zo is de exacte omvang van het dividend afhankelijk van onzekere factoren zoals de dividendpolitiek van de uitkerende instelling. Het is aldus niet vreemd dat binnen financiële markten verschillende partijen andere verwachtingen hebben van de omvang van het dividend. De CME-Group vermeldt hierover:

“Dividend futures, investors can seek dividend-based opportunities around the following: 1. Directional views on dividends which are deemed over valued (sell) or undervalued (buy).”^[35]

Dit biedt kansen voor reverse cash-and-carry arbitrage. De beursaandelen cum-dividend kunnen namelijk met behoud van economisch belang worden verkocht door de reverser die dat dividend overgewaardeerd acht aan de Nederlandse arbitrageur die dat dividend nu juist ondergewaardeerd acht. Deze reverser neemt het op de markt geldende inrijzingspercentage van 88 danwel 89 dan voor lief aangezien deze inrijzing een (veel) minder grote impact heeft dan de overschatting van de markt van het betreffende dividend.

(iv): tijdelijke mispricing spotprijs

Een volgende - niet fiscale - beweegreden voor reverse cash-and-carry is gelegen in een tijdelijke mispricing tussen de spot- en futureprijs van een aandeel. Zo een mispricing ontstaat vaak kort voor de record date

doordat shorters de aandelen massaal opkopen teneinde daarmee hun short positie te kunnen sluiten door deze terug te leveren aan de uitlener. Hiermee voorkomen shorters dat zij een (relatief) prijzige dividendvervangende betaling worden verschuldigd. Ter illustratie zij gewezen op de bevindingen van Xiaolin Huo, Xin Liu & Zhigang Qiu:

“Anecdotal evidence suggests that short sellers tend to avoid cash dividends. (...) As a result, cash dividend distributions could potentially create short squeezes, making the price of highly shorted stocks excessively sensitive to the news of a cash dividend. (...) This short squeeze will generate short term nonfundamentals-driven buying pressure on the underlying stock, leading to a price overshoot and making the price of the highly shorted stock excessively sensitive to dividend announcements (...). Second, the price overshoot will be fully reversed over time, as short sellers gradually take back their original short positions after the dividend distribution.”^[36] [onderstreping toegevoegd]

De reverser kan van zo een mispricing profiteren door de aandelen cum-dividend met behoud van het belang te verkopen tegen de (tijdelijke) kunstmatig hoge prijs door tegelijkertijd neutraal^[37] geprijsde futures te kopen. Het hiermee per aandeel te genereren transactieresultaat kan (veel) meer bedragen dan de 11% van het betreffende dividend dat op basis van de prijsstelling van de aangekochte derivaten aan de arbitrageur wordt afgestaan.

3.3 Tussenconclusie

In de subparagrafen hierboven heb ik uiteengezet dat en waarom derivaten waarin het verwachte dividend slechts gedeeltelijk is ingeprijsd niet alleen door minder, maar ook door volledig gerechtigde marktpartijen worden aangekocht. De prijsstelling van dergelijke derivaten kan dan ook niet indicatief zijn voor het ‘type’ wederpartij waarmee wordt gehandeld.

Juist omdat tevens volledig gerechtigde wederpartijen dergelijke derivaten aankopen, moeten de autoriteiten naar mijn mening vaststellen dat de desbetreffende wederpartij daadwerkelijk minder gerechtigd is. Hieronder leg ik uit dat deze visie (ook) naadloos aansluit bij de bedoeling van de wetgever.

4. Juridische argumentatie

Ofschoon de wetgever in de totstandkomingsgeschiedenis van de anti-dividendstrippingbepalingen niet expliciet heeft aangegeven wanneer er sprake is van een minder gerechtigde partij, staat daarin wel een aantal aanwijzingen die tot een bepaalde uitleg nopen. Zo heeft de wetgever opgemerkt:

*“Door middel van dividendstripping pogen aandeelhouders *Nederlandse dividendbelasting* op dividenden te verminderen die feitelijk *binnen de grondslag van de dividendbelasting* zouden moeten vallen.”*^[38] [onderstreping toegevoegd]

De antimisbruikbepalingen strekken er aldus toe om te voorkomen dat heffing van dividendbelasting in Nederland wordt vrijdeld. Deze strekking sluit aan bij de navolgende opvatting die de Nationale Orde van Belastingadviseurs (NOB) aan deze antimisbruikbepaling geeft:

*“Vooralsnog begrijpt de Orde het probleem als volgt: van dividendstripping is sprake bij een (samenstel van) transactie(s) met als doel *het verlagen van de Nederlandse nettodruk van de Nederlandse dividendbelasting*, zonder dat (het samenstel van) de transactie(s) aanmerkelijke bedrijfseconomische of andere zakelijke voordelen biedt voor een of meerdere bij de transactie(s) betrokken marktpartijen.”*^[39] [onderstreping toegevoegd]

Ik begrijp het zo dat dient te worden bewezen dat de wederpartij zich in een zodanige dividendbelastingpositie bevindt dat de nettodruk van de *Nederlandse dividendbelasting* hoger zou zijn geweest in het hypothetische scenario dat deze partij het dividend (zelf) zou hebben ontvangen. Is dat het geval, dan bevindt die partij zich

dus in een mindere dividendbelastingpositie dan de opbrengstgerechtigde zoals bedoeld in de anti-dividendstrippingbepalingen.

In de feitenrechtspraak is echter ook een andere benadering gehanteerd. Zo betrok de Rechtbank Noord-Holland blijkens een uitspraak uit 2018 bij de beoordeling of met een minder gerechtigde wederpartij was gehandeld, de omstandigheid dat de desbetreffende buitenlandse partij de Nederlandse dividendbelasting mogelijk in haar eigen vestigingsstaat had kunnen verrekenen.^[40] De Rechtbank Noord-Holland vond de desbetreffende tegenpartij niet minder gerechtigd dan de opbrengstgerechtigde indien deze wederpartij in Nederland weliswaar tegen een eindheffing zou zijn aangelopen, maar de (Nederlandse) bronheffing in de eigen lidstaat (het Verenigd Koninkrijk) zou hebben kunnen verrekenen met de *corporate tax*.

Hoe het ook zij, elk van beide benaderingen noopt in mijn optiek tot de conclusie dat dividendstripping alleen aannemelijk kan worden gemaakt wanneer de wederpartij daadwerkelijk wordt geïdentificeerd; een uit de prijsstelling van derivaten ten onrechte afgeleid vermoeden, volstaat niet. Immers, wanneer de (veronderstelde) wederpartij onbekend blijft, is het niet mogelijk om te beoordelen hoe de dividendbelastingpositie van de opbrengstgerechtigde zich verhoudt tot de (fiscale) positie van deze onbekende - niet geïdentificeerde - wederpartij.

5. Afrondend

In dit eerste deel van het tweeluik heb ik uiteengezet dat de prijsstelling derivaten naar mijn mening niet indicatief is voor het type wederpartij waarmee een arbitrageur heeft gehandeld; een inrijzingspercentage van 89 laat ook ruimte voor de mogelijkheid dat met een volledig gerechtigde partij is gehandeld. In dat kader heb ik laten zien omwille van welke niet-fiscale redenen volledig gerechtigde wederpartijen dusdanig geprijsde derivaten plagen te kopen.

Daarom luidt mijn conclusie dat dividendstripping in fiscale procedures niet aannemelijk kan worden gemaakt op basis van de prijsstelling van derivaten. Daarvoor is naar mijn mening identificatie van de wederpartij vereist. Hetzelfde heeft a fortiori in strafzaken te gelden. Dat zal ik aan de hand van het fictieve voorbeeld van Berber BV uiteenzetten in het tweede deel van het tweeluik.

Voetnoten

[1] Mr. D.J. Franssen is als advocaat werkzaam bij Maze Advocaten. Vanuit die hoedanigheid is de auteur betrokken bij verschillende procedures waarin (onder meer) dividendstripping in geschil is.

[2] HR 19 januari 2024, ECLI:NL:HR:2024:49, *BNB* 2024/36.

[3] M.M. Kors, 'Dividendstripping revealed (deel 1)', *TFB*, nr. 8, december 2024, 'Dividendstripping revealed (deel 2)', *TFB*, nr. 1, januari 2025 en 'Dividendstripping revealed (deel 3)', *TFB*, nr. 2, maart 2025.

[4] J.E. Tjerkstra, 'Inrijzing van dividend in futures', *WFR* 2025/152.

[5] Hof Amsterdam 20 maart 2025, ECLI:NL:GHAMS:2025:810, nr. 23/738.

[6] Zie in dit verband het memorandum genaamd 'Memo - bewustheid van dividendstripping' d.d. 10 augustus 2023 van de Belastingdienst alsmede onderdeel 4.2 van het artikel 'Dividendstripping revealed (deel 3)' van Kors.

[7] De arbitrageur die een cash-and-carry arbitragestrategie exploiteert koopt beursgenoteerde aandelen om tegelijkertijd derivaten (denk aan futures of swaps) ter zake van die aandelen te verkopen (long/short-strategie). Reverse cash-and-carry arbitrage is het omgekeerde: het verkopen van beursgenoteerde aandelen om tegelijkertijd futures te kopen.

- [8] M.M. Kors, 'Dividendstripping revealed (deel 3)', *TFB*, nr. 2, maart 2025, p. 13.
- [9] Rb. Noord-Holland 4 juli 2023, ECLI:NL:RBNHO:2023:6247, *HAA* 22/3342.
- [10] En soms 88%.
- [11] 'Dividendstripping revealed (deel 2)', *TFB*, nr. 1, januari 2025, p. 32.
- [12] Hof Amsterdam 20 maart 2025, ECLI:NL:GHAMS:2025:810, r.o. 5.21.2 en 5.21.3, nr. 23/738.
- [13] J.E. Tjerkstra, 'Inprijzing van dividend in futures', *WFR* 2025/152, onderdeel 5.
- [14] J.E. Tjerkstra, 'Inprijzing van dividend in futures', *WFR* 2025/152, onderdeel 8.
- [15] IMF Working Paper (WP/07/204), 'The effects of dividend taxes on equity prices', p. 21.
- [16] De door Tjerkstra vastgestelde baseline fricties (zie volgende voetnoot) bedragen 2%, waardoor het inprijzingspercentage sowieso daalt naar 98%. Zie hiervoor onderdeel 5 van het artikel van de heer Tjerkstra (genoemd in voetnoot 3).
- [17] Deze baseline bestaat uit overige fricties ter zake van het dividend zoals valutarisico, risico op afstel/uitstel van betaling van dividend, kans op faillissement van de (beurs)vennootschap en (transactie)kosten rondom het dividend. Tjerkstra heeft vastgesteld dat deze baseline fricties 2% van het dividend bedragen. Hierbij zij gewezen op onderdeel 5 van dat artikel.
- [18] $\text{Inprijzing} = b \times (1 - \text{WHT}) = 0,98 \times 0,85 = 0,833 = 83,3\%$.
- [19] In par. 3.2 e.v. zal dat nader worden uitgewerkt.
- [20] J.E. Tjerkstra, 'Inprijzing van dividend in futures', *WFR* 2025/152, onderdeel 8.
- [21] Met inachtneming van het feit dat op 1 januari 2014 driemaandsfutures worden verkocht, op 22 maart 2014 een netto-dividend van € 255.000 zal worden ontvangen en een bedrag van € 45.000 uit eigen middelen wordt voorgefinancierd, worden de financieringskosten opgeroepen door de navolgende twee componenten: (i) een lening van € 99.955.000 over de periode van 1 januari 2014 tot en met 22 maart 2014 (81 dagen) en (ii) een lening van $(99.955.000 - 255.000) = € 99.700.000$ over de periode van 23 maart 2014 tot en met 1 april 2014 (10 dagen). Gelet op het rentepercentage van 0,7% op jaarbasis komen de financieringskosten dan uit op een bedrag van $(99.955.000 \times 0,007 \times 81/365 + 99.700.000 \times 0,007 \times 10/365) = € 174.393,11$.
- [22] $100.000.000$ (spotwaarde) + $174.471,64$ ($= 100.000.000 \times 0,007 \times 81/365 + 99.745.000 \times 0,007 \times 10/365$) (financieringskosten) - $0,89 \times 300.000$ (89% dividendinprijzing) = $99.907.471,64$. Het voorgaande resulteert in een per-stuk-prijs van $\approx € 99,91$ ($= 99.907.471,64/1.000.000$).
- [23] $100.000.000$ (spotwaarde) + $174.471,64$ ($= 100.000.000 \times 0,007 \times 81/365 + 99.745.000 \times 0,007 \times 10/365$) (financieringskosten) - $0,89 \times 300.000$ (89% dividendinprijzing) = $99.907.471,64$.
- [24] $99.828.927,12$ ($= 99.700.000$ (spotprijs) + $128.927,12$ ($= 99.700.000 \times (0,007 + 0,001) \times (59/365)$) (financieringskosten)) / $1.000.000 \approx 99,83$.
- [25] Zie voetnoot 20.
- [26] De $1.000.000$ driemaandsfutures Shell zijn op 1 januari 2014 verkocht voor een bedrag van € $99.907.471,64$, terwijl diezelfde futures op 1 februari 2014 zijn teruggekocht voor een bedrag van € $99.828.927,12$. Derhalve realiseert Berber BV hierop een bedrag van $(99.907.566,58 - 99.828.927,12) = € 78.544,52$.
- [27] Berber BV heeft de aankoop van de aandelen gefinancierd middels een lening van Marex met een

rentepercentage van 0,7% op jaarbasis. Van deze lening van € 99.955.000 wordt op 1 februari 2014 een bedrag afgelost van € 99.700.000. Derhalve moet Berber BV over de periode van 1 januari 2014 tot en met 1 februari 2014 financieringskosten betalen van $(32/365 \times 0,007 \times € 99.955.000 =) € 61.342,25$.

[28] Berber BV betaalt op 1 februari 2014 een bedrag aan Marex van € 99.700.000 ter aflossing van de lening van € 99.955.000. Derhalve betaalt Berber BV over de periode van 2 februari 2014 tot en met 22 maart 2014 een bedrag aan financieringskosten van $(49/365 \times 0,007 \times € 255.000 =) € 239,63$.

[29] Conform het bepaalde in art. 10 jo. 35 (a) van het Belastingverdrag Nederland/USA.

[30] Het fonds kan het ontvangen dividend per 23 maart 2014 tegen 2,5% rendement beleggen tot en met 1 april 2014, waarmee het een rendement behaalt ten bedrage van $(11/365 \times 300.000 \times 0,025 =) € 226,03$.

[31] Ter volledigheid: indien de trades na de record date, dus op 5 januari 2014, zouden zijn opgezet, zou een lager rendement zijn behaald van € 704.215,89. Ervan uitgaande dat de door te belasten financieringskosten na de record date hoger zijn, namelijk 0,8%. De reden voor het hogere percentage van 0,8 (in plaats van 0,7) is dat de brokercondities - met name margin-eisen en funding-spreads - na de record date hoger liggen, omdat er geen dividend-cashbuffer meer wordt verwacht en de broker daardoor meer (liquiditeits- en krediet)risico loopt.

[32] Het fonds kan de ontvangen liquide middelen per 1 januari 2014 tegen 2,5% rendement beleggen tot en met 1 april 2014, waarmee het een rendement behaalt ten bedrage van $(91/365 \times € 100.000.000 \times 0,025 =) € 623.288$.

[33] Tom Fletcher (Managing Director Overlay Services, Russell Investments), 'Rebalancing elections overlay', 23 november 2020.

[34] Memo d.d. 1 april 2020 to Board of Retirement of Fresno County, 'Consideration of Overlay Program', p. 1.

[35] CME-Group, 'Equity Index Dividend Futures: A Primer', 8 mei 2024.

[36] Xiaolin Huo, Xin Liu & Zhigang Qiu, *Unpredicted costly dividends and temporary short squeezes*, Wiley European Financial Management, p. 2.

[37] Futures houden namelijk rekening met de toekomstige verwachting dat de prijs van het onderliggende aandeel weer naar het neutrale niveau zal corrigeren/tenderen.

[38] [Kamerstukken II 2023/24, 36420, nr. 3](#), p. 15.

[39] NOB-reactie d.d. 26 januari 2022, p. 2.

[40] Rb. Noord-Holland 26 april 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:3408, HAA 15/3637 en HAA 15/4353, r.o. 94. Deze zaak leidde uiteindelijk tot het arrest van de Hoge Raad uit 2024, HR 19 januari 2024, ECLI:NL:HR:2024:49, BNB 2024/36, maar de Hoge Raad heeft zich over deze voorwaarde niet uitgelaten.