

Uit de schaduw van het bankwezen



seo economisch onderzoek

Amsterdam, juni 2013
In opdracht van Holland Financial Centre

Uit de schaduw van het bankwezen

Feiten en cijfers over
bijzondere financiële instellingen en het schaduwbankwezen

Marco Kerste
Barbara Baarsma
Jarst Weda
Nicole Rosenboom
Ward Rougoor

Peter Risseeuw (Periscoop Onderzoek & Advies)



seo economisch onderzoek

“De wetenschap dat het goed is”

SEO Economisch Onderzoek doet onafhankelijk toegepast onderzoek in opdracht van overheid en bedrijfsleven. Ons onderzoek helpt onze opdrachtgevers bij het nemen van beslissingen. SEO Economisch Onderzoek is gelieerd aan de Universiteit van Amsterdam. Dat geeft ons zicht op de nieuwste wetenschappelijke methoden. We hebben geen winstoogmerk en investeren continu in het intellectueel kapitaal van de medewerkers via promotietrajecten, het uitbrengen van wetenschappelijke publicaties, kennisnetwerken en congresbezoek.

SEO-rapport nr. 2013-31

ISBN 978-90-6733-702-1

Copyright © 2013 SEO Amsterdam. Alle rechten voorbehouden. Het is geoorloofd gegevens uit dit rapport te gebruiken in artikelen en dergelijke, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld.

Inhoudsopgave

Deel A Synthese

Deel B Bijzondere financiële instellingen

Deel C Schaduwbankieren

Deel A

Synthese

Hoofdpunten

Onbekend maakt onbemind. Dat geldt ook voor overige financiële instellingen in Nederland. Daaronder vallen de activiteiten van bijzondere financiële instellingen (in de volksmond ook wel brievenbusmaatschappijen genoemd) en non-bancaire financieringsactiviteiten (beter bekend als schaduwbankieren). Beide staan momenteel in een kwaad daglicht. Dit onderzoek is erop gericht om de onbekendheid met overige financiële instellingen te verminderen door (1) kwalitatief te omschrijven welke activiteiten deze instellingen uitvoeren en (2) door waar mogelijk kwantitatief inzichtelijk te maken om hoeveel geld, entiteiten en werkgelegenheid het gaat en wat de bijdrage hiervan is aan de reële economie. Het doel is met deze analyse de debatten die over beide onderwerpen plaatsvinden en nog zullen plaatsvinden, te ondersteunen.

De maatschappelijke discussie gaat overwegend over moraliteit en minder over legaliteit. De analyse in dit rapport is moreel noch juridisch van aard. Het uitgangspunt is dat belastingontwijking en schaduwbankieren niet intrinsiek slecht zijn, maar ook niet intrinsiek goed zijn. Er zijn reële risico's aan verbonden en die moeten geadresseerd worden. Wat het onderzoek beoogt, is die risico's in kaart brengen en daar het mogelijke economische belang tegenover te zetten.

Bijzondere financiële instellingen (ook wel brievenbusmaatschappijen)

Sinds de motie van Tweede Kamerleden Braakhuis en Groot van november 2011, waarin de regering wordt verzocht de eisen wat betreft feitelijke, reële aanwezigheid van bedrijven in Nederland (*substance*) te onderzoeken, komen brievenbusmaatschappijen veelvuldig voorbij in het nieuws. Er is een maatschappelijke discussie losgebarsten over de vraag in hoeverre vennootschappen gebruik kunnen maken van het Nederlandse fiscale verdragennetwerk, of en in hoeverre dit leidt tot belastingontwijking door internationale ondernemingen en of het mogelijke uitholling van de belastinginkomsten van ontwikkelingslanden tot gevolg heeft. Hierover wordt ook in internationale overlegorganen gesproken, met name binnen de OECD.

De term brievenbusmaatschappij wordt gebruikt voor bedrijven die, om fiscale redenen, zonder noemenswaardige commerciële of operationele aanwezigheid in Nederland gevestigd zijn. In combinatie met de discussie over het al dan niet ongewenst gebruikmaken van het Nederlandse fiscale verdragennetwerk en over belastingontwijking, gaat het vooral over bedrijven in buitenlandse handen die substantiële geldstromen ontvangen van en uitbetalen aan het buitenland. In tegenstelling tot het in de media gebruikte aantal van 23500, zijn er in 2010 12000 bijzondere financiële instellingen. Driekwart hiervan is klant van een trustkantoor. Omdat deze kantoren voor hun klanten over het algemeen ook een vestigingsadres verzorgen, is het waarschijnlijk deze groep die men bedoelt als gesproken wordt over brievenbusmaatschappijen. De overige bijzondere financiële instellingen verzorgen zelf de diensten, die anders door een trustkantoor kunnen worden uitgevoerd. Bijvoorbeeld omdat er in Nederland zustermaatschappijen zijn gevestigd die de benodigde expertise en personeel hebben. Achter de 12000 bijzondere financiële instellingen zitten 8500 internationale bedrijven.

Nederlandse fiscale faciliteiten spelen een belangrijke rol bij het aantrekken van bijzondere financiële instellingen. Niet zozeer vanwege lage nominale winstbelastingtarieven (daar loopt Neder-

land redelijk in de pas met andere EU-landen), maar vooral vanwege andere fiscale faciliteiten zoals het ontbreken van bronbelasting op rente en royalty en het uitgebreide verdragennetwerk. Hierbij speelt voor Nederland, net zo goed als voor andere landen, het dilemma tussen een aantrekkelijk fiscaal klimaat en het effect hiervan op belastingopbrengsten en de reële economie. Op een aantal vlakken bieden andere landen steeds vaker gelijksoortige fiscale faciliteiten; er is sprake van internationale belastingconcurrentie.

De financiële transacties van bijzondere financiële instellingen worden wel ingeschat op € 8000 miljard. In feite gaat het hier om een dubbeltelling, omdat de inkomende en uitgaande stromen bij elkaar worden opgeteld. Beide zijn ongeveer even groot en bedragen € 4000 miljard. In 2011 bestond 75 procent van de inkomende transacties uit leningen van groepsmaatschappijen en derde partijen waaronder banken. In termen van fiscale motieven zijn echter niet zozeer de stromen ten aanzien van leningen en deelnemingen zelf relevant, maar vooral de dividend- en rentestromen die daarmee samenhangen, alsook de royaltystromen die samenhangen met intellectueel eigendom. De dividend-, rente-, en royaltystromen bedroegen in 2010 in totaal ongeveer € 153 miljard (inkomend) en € 125 miljard (uitgaand). Dividend is hierbinnen de dominante stroom, met 70 procent respectievelijk 60 procent van het totaal.

Ongeacht de exacte doelstelling, biedt het Nederlandse fiscale systeem en verdragennetwerk aantrekkelijke mogelijkheden voor internationale concerns om, via bijzondere financiële instellingen, dubbele belastingheffing te voorkomen en/of hun mondiale belastingafdrachten te reduceren of zelfs te minimaliseren. Dit wordt internationale *tax planning* genoemd. Fiscale planning is legaal; bedrijven zijn vrij om hun activiteiten met dit doel te organiseren. Daartegenover staat belastingontduiking, wat illegaal is. Daartussen zit een grijs gebied, belastingontwijking, wat legaal is maar waarbij in sommige gevallen kan worden betwijfeld of die in lijn met de doelstelling van de wet, oftewel 'in de geest van de wet' is. Om belastingontwijking tegen te gaan, bestaan algemene en specifieke antimisbruikmaatregelen. Op basis van deze regels kunnen transacties die strijd opleveren met het doel en de strekking van de belastingwet buiten toepassing worden gelaten.

Om de maatschappelijke discussie over bfi's op dit vlak van meer informatie te voorzien, pelt dit rapport de fiscale motieven voor vestiging van bfi's in Nederland af. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt naar motieven gericht op het voorkomen van dubbele belasting en op het voorkomen van enkelvoudige belasting. Met dit laatste wordt bedoeld dat er weinig tot geen belasting wordt betaald. Voor rente- en royaltystromen die binnen de groep naar *low tax jurisdictions* gaan, is het aannemelijk dat hierbij 'tegen de geest van de wet' wordt gehandeld. Wat daarbij als '*low tax*' wordt gezien, staat niet vast en is onderwerp van de politieke en maatschappelijke discussie. Hier is gekozen voor drie mogelijke perspectieven voor *low tax jurisdictions*: landen met een winstbelastingtarief lager dan 10 procent, landen met een tarief lager dan of gelijk aan 15 procent, dan wel *tax havens* als brede proxy voor *low tax jurisdictions*. Voor intraconcern rentestromen resulteert, afhankelijk van het gekozen perspectief voor de invulling van *low tax jurisdictions*, een bedrag tussen € 1,3 en € 3,8 miljard, oftewel 13 procent tot 37 procent van de totale relevante rentestroom. Voor royaltystromen kunnen geen exacte berekeningen worden gemaakt. Dit komt doordat deze stromen zijn geconcentreerd bij een beperkt aantal bfi's, waardoor de gegevens niet worden vrijgegeven met het oog op mogelijke herleidbaarheid tot individuele bfi's. Voor dividend is relevant om te kijken naar het bedrag dat afkomstig is uit *low tax jurisdictions* (dan wel *tax havens*).

Bij de dividendberekening spelen meer nuances en zijn ook verschillende perspectieven mogelijk. Afhankelijk hiervan liggen de bedragen tussen € 4,2 en € 38,9 miljard, wat gelijk is aan 10 procent tot 40 procent van de totaal ontvangen dividendbedragen.

Naast de voor- en nadelen van belastingconcurrentie zijn het deze aan fiscale motieven gerelateerde geldstromen, die in de maatschappelijke discussie centraal zouden moeten staan. Het is uiteindelijk een fiscale en politieke keuze of de motieven die aan de stromen ten grondslag liggen wel of niet ‘in de geest van de wet’ zijn en wat exact onder belastingontwijking valt.

In hetzelfde morele speelveld bestaat discussie over de vraag of Nederlandse verdragen met ontwikkelingslanden schadelijk zijn voor die landen, omdat zij belastingopbrengsten mislopen. Een ruwe inschatting van het bedrag dat ontwikkelingslanden minder aan bronbelasting innen als gevolg van belastingverdragen met Nederland bedraagt in 2011 ongeveer € 145 miljoen. Hier passen diverse nuances, zoals dat ontwikkelingslanden ook baat kunnen hebben bij verdragen, waardoor het vooral als een orde van grootte moet worden opgevat.

Tegenover de risico's van bfi's, waaronder het reputatierisico om als ‘belastingparadijs’ te worden gezien, staat ook een economisch belang. Bijzondere financiële instellingen dragen naar schatting € 3 tot € 3,4 miljard per jaar bij aan de Nederlandse economie in de vorm van belastingen, loonkosten en diensten die zij inkopen bij zakelijke dienstverleners. Daarmee verschaffen zij (direct en indirect) werkgelegenheid aan ongeveer 8800 tot 13000 fte.

Schaduwbankieren

Kredietverlening aan de reële economie vindt niet alleen plaats door banken. Ook andere financiële instellingen zoals beleggingsfondsen, leasemaatschappijen, en securitisatievehikels vervullen direct of indirect soortgelijke functies. Gezamenlijk wordt deze groep bedrijven ook wel aangeduid met de term schaduwbankieren. Veel schaduwbanken verlenen geen krediet, maar investeren in kredietgerelateerde producten. Omdat ze geen bankvergunning hebben, vallen ze niet onder de regelgeving of het toezicht zoals die voor banken geldt. Delen van de sector staan wel onder toezicht, maar dat toezicht is anders van aard.

Na de kredietcrisis bleek dat een deel van de oorzaken van de crisis in de schaduwbanksector lag. Dat vormde aanleiding voor toezichthouders en wetgevers om nader onderzoek te doen. In eerste instantie werd ingeschat dat Nederland in internationaal perspectief een relatief grote rol speelt. Hierbij werd een ruime definitie van schaduwbankieren gehanteerd, waarin alle overige financiële instellingen zijn opgenomen. Hoewel de schattingen uiteenlopen, bedraagt het balans-totaal voor Nederland in deze ruime definitie in 2011 ongeveer € 4 biljoen (€ 4176 miljard). In deze studie is de grootte van het Nederlandse schaduwbanksysteem nader bepaald op basis van een maatstaf die beter aansluit bij de definitie van schaduwbankieren, en resulteert een balans-totaal van bijna € 1,5 biljoen (€ 1451 miljard). Daarmee is de schaduwbanksector groot, maar minder groot dan in publieke discussies wel wordt verondersteld.

Een misverstand over schaduwbankieren is dat het louter is gericht op het zoeken naar een regelarme omgeving. Hiermee wordt voorbijgegaan aan de economische functies van schaduwbankieren bij het intermedieëren van krediet tussen kredietgevers en -nemers. Securitatie wordt als één van de twee belangrijkste economische functies van het schaduwbankwezen gezien. Het

schaduwbanksysteem biedt daarnaast extra financieringsopties als aanvulling op het reguliere bankwezen. Dit leidt ook tot toenemende concurrentie en daarmee mogelijk tot lagere prijzen en efficiëntere kredietverlening. Een ander mogelijk voordelig effect van schaduwbanken is dat de activiteiten – door de creatie van waardepapieren met verschillende risico's en looptijd – bijdragen aan het beheersen van risico's. Een derde manier waarop het schaduwbankwezen een positieve toevoeging kan zijn aan het bankwezen is door schaalvoordelen. In de keten van kredietintermediatie wordt winst gemaakt via kleine marges op grote geldstromen. Door het bundelen van vergelijkbare leningen alvorens deze om te zetten in financiële instrumenten kunnen schaalvoordelen worden behaald. Het proces van financiële intermediatie wordt hierdoor efficiënter en goedkoper.

Daartegenover staan hogere complexiteit als gevolg van het veelvuldig gebruik van securitisatie en het werken in een ketenstructuur, lagere transparantie door minder strikte regulering en toezicht en een sterkere procycliciteit dan in het traditionele bankwezen. Vanwege de onderlinge verwevenheid en de verwevenheid met banken is sprake van systeemrisico. Een ander risico bij schaduwbankieren zijn de beperkte mogelijkheden voor crisisinterventie of crisisbeheersing. Dit heeft deels te maken met het gebrek aan toegang tot vangnetten, maar ook met het versnipperde karakter van het schaduwbankwezen, waardoor de toezichthouder al gauw te maken heeft met veel jurisdicties en bijbehorende autoriteiten. In dit rapport zijn de risico's van de verschillende onderdelen van het Nederlandse schaduwbankwezen beoordeeld op basis van risico-indicatoren. De enige categorie met de risicocategorie 'hoog' betreft financieringsmaatschappijen. Deze categorie neemt een beperkt aandeel in het schaduwbankwezen in (9 procent). De categorieën 'midden tot hoog' beslaan samen iets minder dan 25 procent van het schaduwbanksysteem.

In tegenstelling tot banken vallen de meeste schaduwbankentiteiten niet onder direct toezicht. Een deel van deze entiteiten staat daarentegen wel onder *indirect* toezicht of onder direct toezicht maar meer 'op afstand'. In tegenstelling tot wat wel wordt verondersteld, is er dus wel degelijk toezicht op een deel van de schaduwbankentiteiten. Mede als gevolg van het ontbreken van informatie is niet onderzocht hoe de invulling van dit toezicht moet worden ingeschat ten opzichte van de risico's.

Inhoudsopgave

Hoofdpunten	i
1 Onbekend maakt onbemind	1
1.1 Overige financiële instellingen	1
1.2 Opzet rapport en onderzoeksvragen	4
2 Bijzondere financiële instellingen	7
2.1 Het debat in vogelvlucht	7
2.2 Definitie	8
2.3 Omvang en activiteiten.....	9
2.4 Motieven voor bedrijven en overheid.....	11
2.5 Kwantificeren van fiscale motieven	12
2.6 Economisch belang.....	15
2.7 Risico's	16
2.8 Aanbevelingen.....	17
3 Schaduwbankieren	19
3.1 Het debat in vogelvlucht	19
3.2 Definitie	20
3.3 Omvang en activiteiten.....	21
3.4 Economische functies.....	23
3.5 Risico's	24
3.6 Aanbeveling.....	26
Literatuur	29
Bijlage A Overzicht van gesprekspartners	31
Bijlage B Begrippenlijst	33

1 Onbekend maakt onbemind

Het financiële systeem is in te delen in traditionele financiële instellingen (banken, verzekeraars en pensioenfondsen) en overige financiële instellingen. Deze laatste instellingen zijn onder meer actief als bijzondere financiële instellingen (brievenbusmaatschappijen in de volksmond) en/of schaduwbanken. Het balanstotaal van overige financiële instellingen bedraagt € 4176 miljard (2011). Dat is meer dan 53 procent van het balanstotaal van het totale Nederlandse financiële systeem. Hierbinnen hebben bijzondere financiële instellingen een balanstotaal van € 2890 miljard en schaduwbanken een balanstotaal van € 1451 miljard, waarbij er overlap bestaat tussen deze twee onderdelen van het financieel systeem.

1.1 Overige financiële instellingen

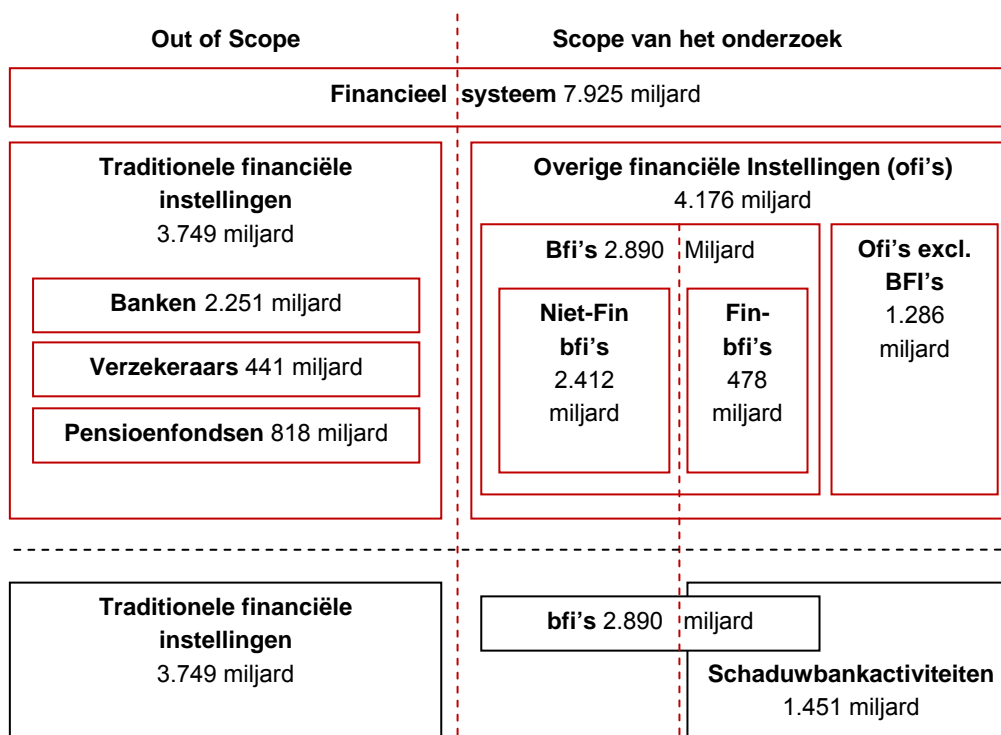
Het financiële systeem bestaat enerzijds uit instellingen die mensen kennen: banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Het andere deel van het financiële systeem bestaat uit overige financiële instellingen (ofi's). Mede vanwege de onbekendheid van deze ofi's boezemt deze sector bij het grote publiek en de politiek vooral wantrouwen in. Dit onderzoek is erop gericht om de onbekendheid met overige financiële instellingen te verminderen door (1) kwalitatief te omschrijven welke activiteiten deze instellingen uitvoeren en (2) door waar mogelijk kwantitatief inzichtelijk te maken om hoeveel geld, entiteiten en werkgelegenheid het gaat en wat de bijdrage hiervan is aan de reële economie.

De analyse van ofi's valt in twee onderdelen uiteen: bijzondere financiële instellingen (bfi's; in de volksmond ook wel 'brievenbusmaatschappijen') en schaduwbankieren (kredietverlening door de niet-bancaire sector). Zoals uit figuur 1 blijkt, bestaat er overlap tussen beide onderdelen, omdat financiële bfi's ook kredieten verlenen en dus schaduwbankactiviteiten uitvoeren.

Het balanstotaal van het Nederlandse financiële systeem bedraagt € 7925 miljard in 2011. Het balanstotaal van traditionele financiële instellingen (banken, verzekeraars en pensioenfondsen) bedraagt gezamenlijk € 3749 miljard, ruim 47 procent van het totale Nederlandse financiële systeem. De overige ruim 53 procent omvat € 4176 miljard en betreft ofi's. Deze laatste instellingen vallen uiteen in bfi's en overige ofi's (figuur 1).

De bfi's vallen op hun beurt weer uit een in financiële en niet-financiële bfi's. Eerstgenoemde betreffen bfi's die verbonden zijn aan een financiële groep en worden in dit rapport tot het schaduwbankwezen gerekend, laatstgenoemde worden daar niet toe gerekend. De totale omvang van de bfi's is € 2890 miljard. Met de schaduwbankactiviteiten is € 1451 miljard gemeind. Omdat er overlap bestaat tussen bfi's en schaduwbankactiviteiten kunnen deze bedragen niet zo maar worden opgeteld. De overlap betreft bijvoorbeeld een dochter van een buitenlandse bank die schaduwbankactiviteiten uitvoert en tegelijk ook kwalificeert als (financiële) bfi.

Figuur 1 Ofi's, bfi's en schaduwbankieren binnen het Nederlandse financiële systeem (2011*)



Bron: SEO Economisch Onderzoek, informatie over traditionele financiële instellingen gebaseerd op informatie verstrekt door DNB aan *Financial Stability Board* in het kader van FSB (2012), informatie over bfi's gebaseerd op van DNB verkregen microgegevens over (de grootste) bfi's en informatie over ofi's exclusief bfi's gebaseerd op macrogegevens ontvangen van DNB; *de cijfers over bfi's hebben betrekking op 2010.

Bovengenoemde bedragen komen niet overeen met eerder door DNB aan FSB verschaft cijfers in het kader van FSB (2012).¹ De verschillen betreffen grootheden binnen de ofi's (zie Tabel 1). De belangrijkste reden voor de verschillen ligt er in dat de cijfers van DNB zijn gebaseerd op de cijfers die ook door het CBS worden gebruikt voor de nationale rekeningen. Hierbij worden continuïteitscorrecties uitgevoerd om trendbreuken te voorkomen. Dit rapport baseert zich direct op de door DNB aangeleverde gegevens.²

¹ Die ook zijn gebruikt in Broos et al (2012)

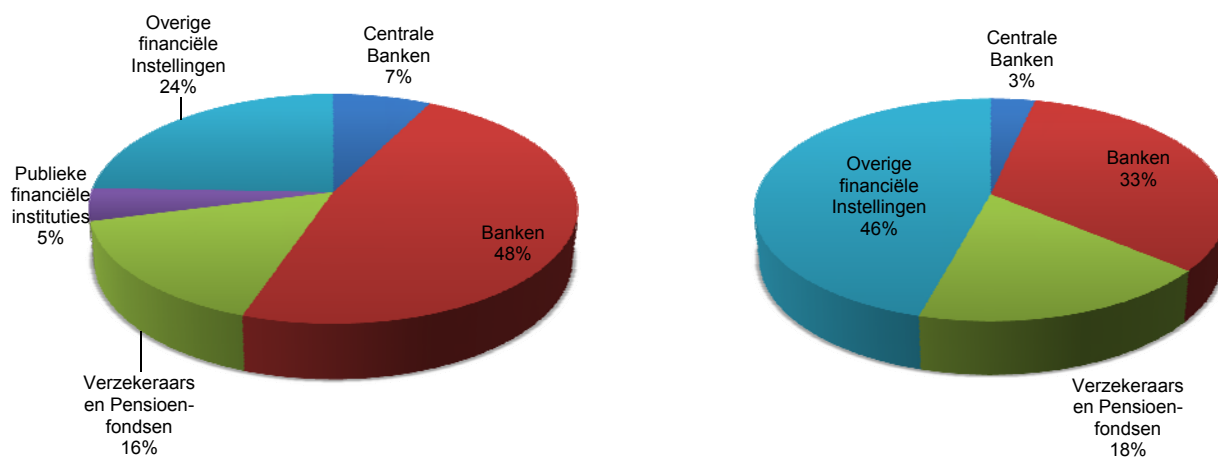
² Er kunnen ook andere redenen voor (lichte) afwijkingen zijn, bijvoorbeeld verder gevorderde verwerking van informatie over bfi's.

Tabel 1 **Vergelijking balanstotalen met eerder gepubliceerde data (2011*, bedragen x €1 mln)**

Variabele	SEO (o.b.v. DNB)	FSB (o.b.v. DNB/CBS)
Financiële bfi's	477.760*	+/- 500.000
Niet-financiële bfi's	2.412.236*	+/- 1.500.000
Totaal bfi's	2.889.996*	2.027.640
Ofi exclusief bfi	1.285.892	1.132.564
Schaduwbankactiviteiten	1.451.499	1.632.564
Totaal ofi's	4.175.888	3.160.204
Traditionele financiële instellingen	3.748.938	3.748.938
Totaal financieel systeem	7.924.826	6.909.142

Bron: SEO Economisch Onderzoek, informatie in de kolom 'SEO' gebaseerd op de bronnen zoals genoemd onder Figuur 1, gegevens in de kolom 'FSB' gebaseerd op informatie verstrekt door DNB aan *Financial Stability Board* in het kader van FSB (2012), uitsplitsing van financiële en niet-financiële bfi's in de kolom 'FSB' betreft een benadering op basis van gegevens uit 2010 (Broos et al, 2012); *de cijfers over bfi's in de kolom 'SEO' hebben betrekking op 2010.

Wordt het Nederlandse financiële systeem vergeleken met het systeem zoals dat in 20 jurisdicties³ en het eurogebied bestaat, dan heeft Nederland op het eerste gezicht een a-typisch financieel systeem (figuur 2).⁴ Als echter de Nederlandse bfi's buiten beschouwing worden gelaten, is het verschil goeddeels verdwenen (figuur 3). Het zijn dus de bfi's die maken dat het Nederlandse financiële systeem a-typisch is ten opzichte van het beeld voor de 32 landen in de linkerhelft van de figuren.⁵

Figuur 2 **Financieel systeem 20 Jurisdicties + Euro Area (links) en Nederland (rechts)**

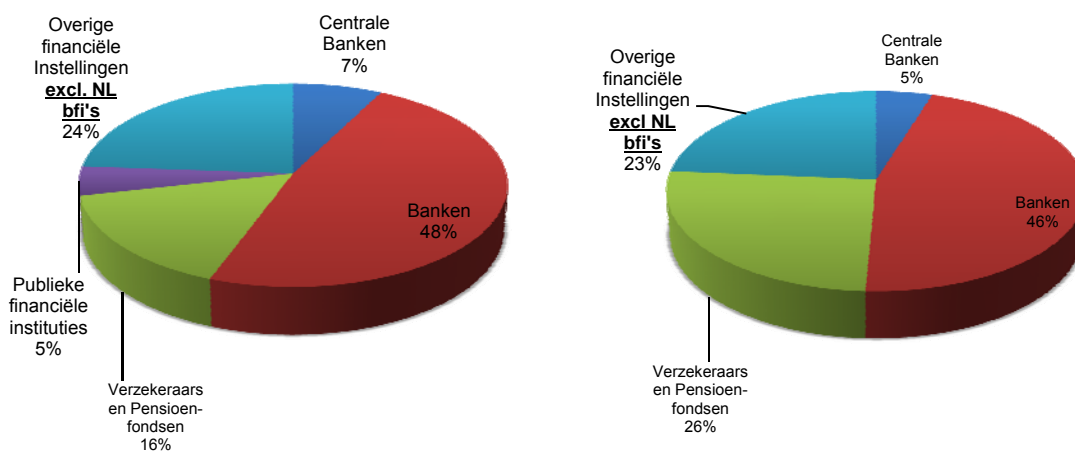
Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van FSB (2012); Publieke financiële instituties zijn bijvoorbeeld ontwikkelingsbanken

³ De 20 jurisdicties zijn: Argentinië, Australië, Brazilië, Canada, Chili, China, Hong Kong, India, Indonesië, Japan, Korea, Mexico, Rusland, Saoedi Arabië, Singapore, Zuid Afrika, Zwitserland, Turkije, VK en VS.

⁴ Om in lijn te blijven met de cijfers over de overige landen en de totalen, zijn de cijfers in Figuur 2 Financieel systeem 20 Jurisdicties + Euro Area (links) en Nederland (rechts) Figuur 2 en Figuur 3 voor Nederland gebaseerd op FSB (2012).

⁵ Daarmee is niet gezegd dat er geen andere landen zijn die ook een a-typisch beeld opleveren. Dit valt echter buiten de scope van het onderzoek.

Figuur 3 Financieel systeem 20 Jurisdicties + Euro Area (links) en Nederland (rechts), beide excl. bfi-sector

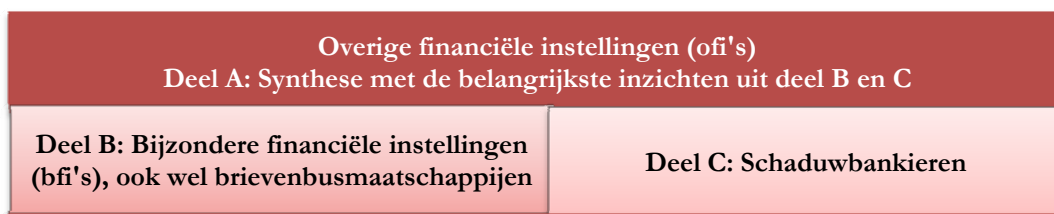


Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van FSB (2012); Publieke financiële instituties zijn bijv. ontwikkelingsbanken

1.2 Opzet rapport en onderzoeksvragen

Dit rapport belicht overige financiële instellingen in Nederland. De analyse valt in twee onderdelen uiteen: de activiteiten van bfi's en schaduwbankieren. Beide activiteiten zijn onderwerp van maatschappelijk debat. Ten eerste is er het debat over het Nederlandse fiscale regime en in het bijzonder het gebruik daarvan door bijzondere financiële instellingen. Daarnaast is er het debat over de vraag in hoeverre schaduwbankieren verder gereguleerd of onder toezicht geplaatst moet worden. Beide debatten zijn totaal verschillend van aard, maar vallen onder dezelfde noemer van 'overige financiële instellingen' en raken daarmee deels dezelfde vennootschappen.

Dit rapport bestaat naast deze synthese uit twee delen, een deel over bijzondere financiële instellingen (bfi's) en een deel over schaduwbankieren. Deze synthese bestaat uit drie hoofdstukken en twee bijlagen. Voorin staan de belangrijkste conclusies. In dit eerste hoofdstuk is uiteengezet wat de scope van het onderzoek is, wat ofi's zijn en welke onderzoeksmethoden zijn gebruikt. Hoofdstuk 2 geeft de hoofdpunten van deel B over bfi's en hoofdstuk 3 geeft de hoofdpunten van deel C over schaduwbankieren. Bijlage B bevat een begrippenlijst.



De hoofdvraag die dit onderzoeksrapport beantwoordt, luidt als volgt: wat is de toegevoegde waarde van overige financiële instellingen aan de Nederlandse economie? Deze hoofdvraag valt uiteen in een aantal subvragen, waaronder:

1. Beschrijven: Wat is schaduwbankieren? Wat doen bijzondere financiële instellingen? Het gaat daarbij om de aard van de bedrijfsactiviteiten, de categorisering van deze activiteiten en de internationale verwevenheid. Om te begrijpen wat bfi's doen, is het tevens noodzakelijk om te beschrijven welke motieven er aan fiscale planning ten grondslag liggen.
2. Meten: Wat is de omvang van de activiteiten van ofi's? Het gaat daarbij om het aantal instellingen, de omvang van de geldstromen, het aantal fte's (werkgelegenheid) en directe belastingopbrengsten.
3. Risico-analyse: Wat zijn de risico's van (het stelsel van) overige financiële instellingen, bijvoorbeeld gezien de mate van *leverage* (schaduwbankieren) of aantasting van de integriteit van bedrijven en een reputatierisico voor de staat Nederland (bfi's)? Bij schaduwbankieren worden risico's in kaart gebracht en wordt vervolgens bekeken welke daarvan niet onder het toezicht van DNB en AFM vallen. Bij bfi's is het reputatierisico in kaart gebracht door te kijken in welke mate mogelijk sprake zou kunnen zijn van het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing.

De gebruikte onderzoeksmethoden staan in box 1 beschreven. Holland Financial Centre heeft ten bate van het onderzoek een klankbordgroep ingesteld bestaande uit vertegenwoordigers uit de accountancy, advocatuur, fiscale adviespraktijk, trustsector, bancaire sector, het ministerie van Financiën en DNB (voor de samenstelling zie Bijlage A).

DNB heeft via het CBS uitgebreide (geanonimiseerde) databestanden beschikbaar gesteld.

De leden van de klankbordgroep hebben achtergrondinformatie en praktijkkennis ingebracht tijdens verschillende besprekingen en tijdens tussentijds contact via mail, telefoon en persoonlijke gesprekken. Door de klankbordgroep is ook commentaar geleverd op de opzet van het rapport en de onderzoeksvragen. SEO heeft de informatie en commentaren van de klankbordgroep naar eigen inzicht al dan niet verwerkt in het rapport. De leden van de klankbordgroep hebben commentaar kunnen leveren op onderdelen van het concept rapport, maar hebben geen volledige inzage gehad in de laatste concepten. De leden van de klankbordgroep kunnen niet op de inhoud van het rapport aangesproken worden en dragen daarvoor geen enkele verantwoordelijkheid. De verantwoordelijkheid voor de inhoud van het rapport ligt volledig bij SEO Economisch Onderzoek.

Box 1 Onderzoeksmethodiek

In dit onderzoek zijn de volgende onderzoeksmethoden toegepast.

Dataverzameling en –analyse

De onderzoeksvragen richten zich op het verzamelen van feiten over vooralsnog relatief onbekende sectoren. Daar waar mogelijk is het beantwoorden van de onderzoeksvragen over omvang, activiteiten, economisch belang en risico gestart bij het verzamelen van cijfermateriaal. Dit betreft in belangrijke mate gegevens van De Nederlandsche Bank (DNB). Vanuit de statistiekfunctie verzamelt DNB data over diverse (financiële) instellingen. In de analyse van bfi's is daarbij gebruikgemaakt van microgegevens, dat wil zeggen (geanonimiseerde) gegevens over individuele bfi's. DNB verzamelt deze gegevens via enquêtes die zij uitzet onder bfi's. DNB heeft de (geanonimiseerde) databestanden via het CBS beschikbaar gesteld. Voor een verdere beschrijving van de behandeling en analyse van deze microgegevens over bfi's zij verwezen naar rapportdeel B. SEO heeft niet gecontroleerd of de ontvangen gegevens over bfi's en andere ofi's correct zijn.

Voor het rapportdeel over schaduwbankieren zijn macrogegevens over financiële instellingen ontvangen van DNB, dat wil zeggen geaggregeerde gegevens op het niveau van subsectoren.

In aanvulling hierop is voor een tweetal onderwerpen een uitvraag uitgezet onder een beperkt aantal partijen. Ten eerste is een aantal sectorvertegenwoordigers benaderd om gegevens te verzamelen over zogenaamd 'financieringsmaatschappijen', zoals verder beschreven in het rapportdeel over schaduwbankieren. Ten tweede is een aantal trustkantoren benaderd om gegevens te verstrekken over het aantal en type klanten dat zij bedienen, zoals verder beschreven in het rapportdeel over bfi's.

Desk research

Voorafgaand aan, en in aanvulling op, de dataverzameling is gezocht naar reeds beschikbare informatie over de twee sectoren die centraal staan in dit onderzoek. Hierbij is zowel gekeken naar wetenschappelijke literatuur, als naar andersoortige openbare informatie en opinies in het kader van het maatschappelijke debat. De gevonden informatie is vervolgens geanalyseerd met het oog op de onderzoeksvragen.

Interviews

Om de verschillende meningen over deze breed bediscussieerde onderwerpen te inventariseren en de onderzoeksresultaten te toetsen zijn interviews gehouden. In totaal is met 34 mensen een interview gehouden. Met de samenstelling van de lijst met interviewpartners is getracht een representatieve afspiegeling te realiseren over de onderwerpen die in dit onderzoek centraal staan, alsmede van gerelateerde expertise-invalshoeken en opinies.

De lijst met interviewpartners is als bijlage A toegevoegd aan deze synthese.

Casestudies

Om de soms complexe materie over bfi's en schaduwbankieren handen en voeten te geven, is een aantal praktijkvoorbeelden uitgewerkt. Deze casestudies dienen vooral om de lezer een praktisch beeld te geven bij de onderzoeksresultaten.

Daar waar de cases gaan over bedrijven, is getracht een interview met het desbetreffende bedrijf te houden. Niet alle bedrijven hebben hier gehoor aan gegeven. Waar een interview is gehouden in het kader van een casestudie, is het resultaat voorgelegd aan de interviewpartners om de gelegenheid te geven voor feedback.

In elk van de rapportdelen over bfi's en schaduwbankieren zijn de casestudies uitgewerkt en als bijlage toegevoegd.

2 Bijzondere financiële instellingen

Er zijn ongeveer 12000 bfi's in Nederland met een balanstotaal van € 2890 miljard ultimo 2010. De in- en uitgaande financiële stromen van bfi's bedroegen elk ongeveer € 4000 miljard in 2011. 'De' bfi bestaat niet. Op basis van de aan fiscale motieven gerelateerde activiteiten, worden bfi's in dit rapport onderscheiden in houdstermaatschappijen, financieringsmaatschappijen, royaltymaatschappijen en SPV's. Bijzondere financiële instellingen dragen naar schatting € 3 tot € 3,4 miljard per jaar bij aan de Nederlandse economie in de vorm van belastingen, loonkosten en diensten die zij inkopen bij zakelijke dienstverleners. Hiermee zijn ongeveer 8800 tot 13000 fte gemoeid. Om de maatschappelijke discussie over bfi's op het vlak van belastingontwijking van meer informatie te voorzien, zijn de stromen in kaart gebracht die via bfi's gaan en die gericht zijn op het voorkomen van enkelvoudige belasting en daarmee tegen 'de geest van de wet' ingaan. Voor rentestromen resulteert, afhankelijk van het perspectief, een bedrag tussen € 1,3 en € 3,8 miljard, oftewel 13 procent tot 37 procent van de totale relevante rentestroom. Voor royaltystromen kunnen geen exacte berekeningen worden gemaakt. Bij de dividendberekening spelen meer nuances en zijn ook verschillende perspectieven mogelijk. Afhankelijk hiervan liggen de bedragen tussen € 4,2 en € 38,9 miljard, wat gelijk is aan 10 procent tot 40 procent van de totaal ontvangen dividendbedragen.

2.1 Het debat in vogelvlucht

Het internationale debat rondom belastingontwijking gaat om de vraag in hoeverre internationale ondernemingen hun *fair share* bijdragen aan het in stand houden van publieke voorzieningen. Het internationale stelsel van bilaterale belastingverdragen, bedoeld om dubbele belastingheffing voor ondernemingen te voorkomen, en zo internationale handel en investeringen mogelijk te maken, leidt mogelijkerwijs te vaak tot geen of te weinig belasting betalen.

Het debat over deze vorm van belastingontwijking wordt mondiaal gevoerd. Een oproep van de G20 om dit in internationaal overleg aan te pakken was voor de OECD aanleiding om een uitgebreid rapport uit te brengen.⁶ Nieuwe internationale afspraken zijn noodzakelijk om effectief de mogelijke grondslaguitholling tegen te gaan. Overheden zijn in zekere zin gedwongen om *tax competition* met elkaar aan te gaan. Enerzijds proberen overheden belastingontwijking af te wentelen op het buitenland, anderzijds proberen ze met een aantrekkelijk belastingregime economische voordelen (meer werkgelegenheid, meer export) binnen te halen. Er is een groep mensen die internationale belastingconcurrentie als heilzaam ziet. Het houdt overheden scherp, zowel in hun belastingheffing als in hun uitgavenpatroon. Daarnaast is er een school die het juist als onwenselijk ziet. Belastingconcurrentie kan leiden tot uitholling van de belastingheffing in ontwikkelingslanden, en leidt mogelijkerwijs tot een oneerlijke verdeling van de lasten.

Er zijn twee trends die belastingconcurrentie intensiever hebben gemaakt. Enerzijds zijn de wereldwijde handels- en investeringsstromen enorm toegenomen de laatste twintig jaar door de liberalisering van de wereldhandel en de opkomst van de BRIC-landen. Het aantal en de omvang van internationale ondernemingen is daardoor enorm toegenomen. Anderzijds is het economische belang van niet-materiële activa, zoals royaltystromen in sectoren als media, internet, soft-

⁶ OECD (2013).

ware, design en gaming, maar ook de internationale rente- en dividendstromen enorm toegenomen.

Daarbij botsen in de internationale belastingconcurrentie de verschillende visies van landen op belastingen met elkaar. Zo zijn er landen met bronheffingen op dividend en rentes en landen met eindheffingen en landen die voor bepaling van de grondslag wereldwijd kijken, en landen die alleen kijken naar de activiteiten in het eigen land. Die verschillen maken de internationale coördinatie er niet makkelijker op.

Het debat in Nederland richt zich met name op vennootschappen die in Nederland geen werknemers hebben, die om die reden *substance-arm* zijn. Dergelijke vennootschappen zouden volgens sommige deelnemers in dat debat geen aanspraak mogen maken op toepassing van het Nederlandse verdragenennetwerk. De vraag is of het al dan niet hebben van werknemers op individueel rechtspersoon-niveau daarvoor een goede indicator is. Er zijn bovendien veel niet-fiscale redenen om activiteiten af te zonderen in een separate rechtspersoon die niet allemaal fiscaal gedreven zijn. Ook de spreiding en beperking van risico's en het stellen van zekerheden ten behoeve van financiering kunnen allemaal redenen zijn om activa af te zonderen in separate rechtspersonen. Daarom is het relevant om niet alleen te kijken op het niveau van de individuele rechtspersoon, maar ook naar de rechtspersonen in een onderneming gezamenlijk.

Ondanks het feit dat de maatschappelijke discussie overwegend vanuit het perspectief van moraliteit wordt gevoerd, is de analyse in dit rapport niet moreel van aard. Ook wordt niet onderzocht wat vanuit economisch perspectief de optimale belastingvoet zou zijn.⁷

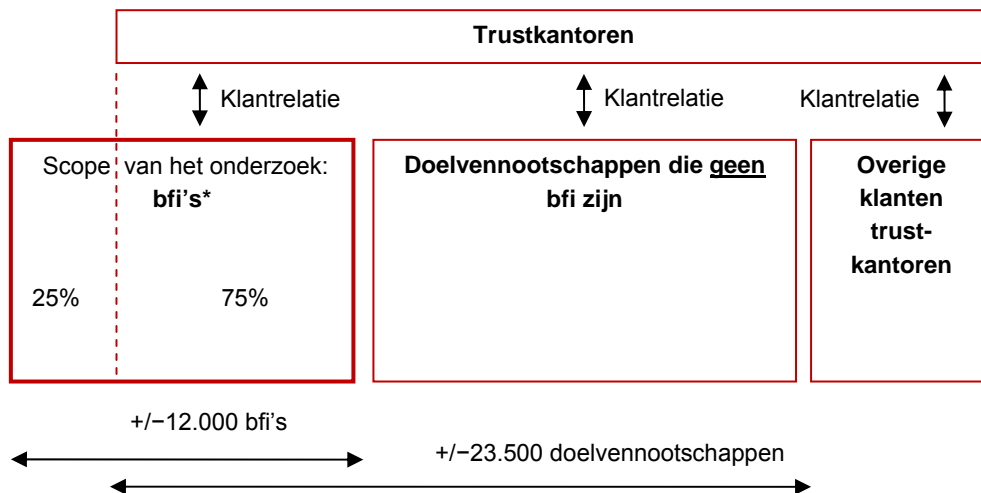
2.2 Definitie

De discussie over bijzondere financiële activiteiten (bfi's; in de volksmond ook wel gevat onder het begrip 'brievenbusmaatschappijen') is vertroebeld doordat begrippen niet eenduidig zijn gedefinieerd of door elkaar worden gebruikt. Deel B ontwaart de spraakverwarring en biedt een eerste blik op de sector door inzicht te geven in de activiteiten, fiscale motieven en integriteits- en reputatierisico's.

Bfi's zijn gevestigd in Nederland, maar zijn direct of indirect in buitenlandse handen. Zij zijn primair schakels in de financieringsactiviteiten van internationale concerns: ze trekken financiële middelen aan *uit* het buitenland en zetten dit ook weer uit *in* het buitenland. Het geld kan van buitenlandse groepsmaatschappijen komen, maar ook van andere bronnen zoals banken of de kapitaalmarkt. De bestemming van de middelen betreft over het algemeen buitenlandse groepsmaatschappijen. Daarnaast beheren bfi's deelnemingen en intellectuele eigendomsrechten van internationale ondernemingen.

⁷ Hierover bestaat geen consensus. Aan de ene kant van het spectrum staat Nobelprijswinnaar Milton Friedman die in een inmiddels veel bekeken filmpje op internet ('The free lunch myth') uitlegt dat het belasten van bedrijven uiteindelijk betaald wordt door anderen (aandeelhouders, werknemers, klanten). Om die reden pleit hij voor een 0 procent belastingtarief voor bedrijven.
Zie: <https://www.youtube.com/watch?v=YmqoCHR14n8>

Figuur 4 De relatie tussen trustkantoren, doelvennootschappen en bfi's ontward



Bron: SEO Economisch Onderzoek; *75 procent van de bfi's is dus een doelvennootschap; de breedte van de vlakken is niet bedoeld om het aantal of andere waarden te reflecteren.

In het publieke debat wordt in relatie tot bfi's veelal gesproken over 'brievenbusmaatschappijen'. Ook trustkantoren en doelvennootschappen worden in één adem genoemd. Deze begrippen zijn gerelateerd maar zijn zeker geen synoniemen. Een doelvennootschap is per definitie een klant van een trustkantoor. Andersom kan een trustkantoor ook niet-doelvennootschappen als klant hebben. De meeste bfi's, ongeveer 75 procent, zijn klant van een trustkantoor en kunnen daardoor worden aangemerkt als doelvennootschap. De overige bfi's zijn geen doelvennootschap. Er zijn ongeveer 12000 bfi's en 23500 doelvennootschappen. Hoewel een groot deel van de bfi's onder de doelvennootschappen valt, zijn er dus veel meer doelvennootschappen dan bfi's.

Vennootschappen die *wel* tot doelvennootschappen worden gerekend maar *niet* tot bfi's hebben én geen buitenlandse eigenaar én hebben niet als voornaamste functie om financiële stromen uit het buitenland door te laten stromen naar het buitenland. Zij vallen daarmee niet binnen het reguliere beeld van de 'brievenbusmaatschappij', of binnen de discussie over bijvoorbeeld misbruik van Nederlandse verdragen of belastingontwijking, en vallen om die reden ook buiten de scope van dit onderzoek. Doelvennootschappen die geen bfi zijn, zijn dan ook niet opgenomen in de analyse in het vervolg van dit rapport.⁸

2.3 Omvang en activiteiten

Er zijn ongeveer 12000 bfi's in Nederland met een balanstotaal van € 2.890 miljard ultimo 2010. In datzelfde jaar bedroeg het balanstotaal van het bankwezen ongeveer € 2260 miljard. De in- en uitgaande financiële stromen van bfi's bedroegen elk ongeveer € 4000 miljard in 2011.

Van de 12000 bfi's in 2010 behoren er meer dan 5000 tot een cluster – een groep van bfi's die onderdeel zijn van hetzelfde concern. Rekening houdend met deze clustervorming zijn er ongeveer 8500 internationale concerns die in Nederland een of meerdere bfi's hebben gevestigd. De

⁸ Over doelvennootschappen waren ook geen data beschikbaar.

clusters nemen bijna 80 procent van het totale balanstotaal voor hun rekening. De concentratiegraad binnen de dividend-, rente-, en royaltystromen is groot. Rekening houdend met clusters staan de tien grootste partijen voor 49 procent van de totale dividendstroom, voor 30 procent van de totale rentestroom en voor 89 procent van de totale royaltystroom.

Het totaal aan door bfi's ontvangen en uitbetaalde bedragen bedraagt jaarlijks ongeveer € 8000 miljard. Maar omdat bfi's schakels zijn tussen bedrijven, kunnen de in- en uitgaande stromen niet los van elkaar worden gezien. Zonder tussenkomst van een bfi zouden de bedragen veelal rechtstreeks van betaler naar ontvanger stromen en zou sprake zijn van slechts één geldstroom, ten opzichte van de twee stromen in de situatie dat de bfi als tussenstation optreedt. Zuiverder is het daarom te spreken van jaarlijkse ontvangsten en uitgaven ter grootte van ongeveer € 4000. In dit bedrag zitten zowel de stromen aan financiële activa en passiva – zeg, de in- en uitgaande deelnemingen en leningen – als de daarmee samenhangende opbrengsten en kosten. De fiscale motieven van bfi's hangen vooral samen met die laatste: ontvangen en betaalde dividend en rente, alsook royalty. Internationale fiscale planning gaat in de regel om het minimaliseren van belastingbetalingen over deze stromen. Deze stromen bedroegen in 2010 in totaal ongeveer € 153 miljard (inkomend) en € 125 miljard (uitgaand). Dividend is hierbinnen de dominante stroom, met 70 procent respectievelijk 60 procent van het totaal.

Er is sprake van concentratie: ongeveer 15 procent van de 12000 bfi's (circa 1800) bezit 90 procent van het balanstotaal. Concentratie bij stromen is ook groot (dividend top 10 39 procent, rente 26 procent, royalty 87 procent). Een beperkt aantal bfi's bepaalt dus het grootste deel van de stromen.

Tabel 2 Typering van bfi's

Type	SPV	Houdster	Financiering	Royalty	Overige
Primair doel	Securitisatie	Gebruikmaken van fiscale faciliteiten gericht op dividend	Gebruikmaken van fiscale faciliteiten gericht op rente	Gebruikmaken van fiscale faciliteiten gericht op Royalty	'Gemengde' activiteiten, combineren houdster- en financieringsactiviteiten
Voorwaardelijk kenmerk	Opgericht om securitisaties te verrichten	Activa bestaan voornamelijk uit deelnemingen	Activa bestaan voornamelijk uit leningen aan groepsmaatschappijen	Er is sprake van (substantiële) royalty-inkomsten	-
Definitie	Kenmerk in DNB database	Type ≠ SPV EN Type ≠ royalty EN Deelnemingen in groep > 90% BT	Type ≠ SPV EN Type ≠ royalty EN Leningen aan groep > 90% BT	Som van inkomende en uitgaande royalty's > € 100.000,- OF aandeel royalty in totale inkomende/uitgaande stroom > 50%	-
Aantal in 2010 totaal 11.976	257 (2%)	4.037 (34%)	1.711 (14%)	437 (4%)	5.534 (46%)

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

Als nader gekeken wordt naar het geheel aan bfi's, blijkt 'de' bfi niet te bestaan. Op basis van de aan fiscale motieven gerelateerde activiteiten, worden bfi's in dit rapport onderscheiden in houdstermaatschappijen, financieringsmaatschappijen, royaltymaatschappijen en SPV's (tabel 2).

Daarbuiten resteert een groep bfi's met 'gemengde' activiteiten.⁹ Deze laatste groep is in aantallen veruit het grootst (bijna 50 procent). Dit is niet verwonderlijk omdat veel bfi's meerdere activiteiten vervullen.

Het onderscheid naar verschillende soorten bfi's laat zien dat zij diverse soorten activiteiten en rollen vervullen. De financiële cijfers laten de belangrijkste aan fiscale motieven gerelateerde activiteiten zien: deelnemingen in dochtermaatschappijen en het uitlenen van geld binnen de groep zijn de belangrijkste activaposten en dividend, intragroep rente en royalty zijn de belangrijkste verlies- en winstposten.

2.4 Motieven voor bedrijven en overheid

Bedrijven streven naar maximalisatie van aandeelhouderswaarden en houden bij hun beslissingen rekening met de fiscale gevolgen. Zij maken hierbij gebruik van fiscale faciliteiten die overheden hen bieden, al dan niet bedoeld. Overheden kampen met het dilemma tussen het aantrekken van bedrijvigheid via een aantrekkelijk fiscaal klimaat en het mogelijk neerwaartse effect hiervan op de belastingopbrengsten. Het Nederlandse fiscale beleid stoelt op een tweetal uitgangspunten: het voorkomen van dubbele belastingheffing en, als kleine open economie, het verlagen van drempels voor investeringen in Nederland en door Nederlandse bedrijven in het buitenland.

Om de aantrekkelijkheid van Nederland voor internationale bedrijven in fiscaal opzicht te beoordelen, moeten de fiscale voordelen, en *substance* als tegenkracht tegen risico's voor misbruik van faciliteiten en belastingontwijking, in internationaal perspectief worden gezien. In dat opzicht is Nederland fiscaal aantrekkelijk. Niet zozeer vanwege lage nominale winstbelastingtarieven (daar loopt Nederland redelijk in de pas met andere EU-landen), maar vooral vanwege andere fiscale faciliteiten zoals de deelnemingsvrijstelling, de relatief gunstige bronbelastingtarieven op rente en royalty, het uitgebreide verdragen netwerk en de mogelijkheid om vooraf zekerheid te verkrijgen over hoe bepaalde belastingstructuren behandeld zullen worden door de Nederlandse belastingdienst (*tax rulings*).

Op een aantal vlakken bieden andere landen steeds vaker gelijksoortige fiscale faciliteiten. Er zijn dan ook meer factoren die de aantrekkingskracht van Nederland als vestigingsland voor bfi's bepalen. Vooral in de keuze tussen Nederland en andere landen met een relatief gunstig fiscaal klimaat zullen andere factoren in de vergelijking worden opgenomen. Dit speelt mogelijk nog sterker als een internationale groep een bfi in Nederland vestigt als onderdeel van een bredere strategie of met de intentie in een later stadium verder uit te breiden vanuit Nederland. Voor bfi's in het bijzonder lijken de goed ontwikkelde financiële en zakelijke dienstverlening een belangrijke rol te spelen, wat uiteraard samenhangt met de bestaande fiscale faciliteiten. Daarnaast zijn investeringsbeschermingsovereenkomsten (IBO's) van belang, met name voor bedrijven uit landen die minder rechtszekerheid bieden.

Nederlandse fiscale faciliteiten spelen een belangrijke rol in het aantrekken van bfi's, omdat het fiscale planning mogelijk maakt. Met internationale fiscale planning verlagen internationale concerns het totale bedrag dat zij als groep moeten afdragen aan belasting via de (geografische)

⁹ Hierin zitten ook bfi's die niet kunnen worden geclassificeerd vanwege ontbrekende gegevens.

organisatie van hun activiteiten over de groep. Vanuit het principe van contractvrijheid is dit legaal; bedrijven zijn vrij om hun activiteiten met dit doel te organiseren. Met de mogelijkheden hiertoe, doen ook risico's voor misbruik van faciliteiten en belastingontwijking hun intrede. Belastingontduiking gaat over het voorkomen van belastingbetaling door de wet te overtreden, en is dan ook illegaal. Er bestaat geen internationale maatstaf voor belastingontduiking, omdat belastingwetgeving in elk land anders is. Waar belastingplanning en belastingontwijking als 'wit' respectievelijk 'zwart' kunnen worden gekarakteriseerd, bestaat er ook nog een 'grijs' gebied: belastingontwijking. Daar waar fiscale planning wel binnen de letter maar niet meer binnen de geest van de wet plaatsvindt, is in dit rapport sprake van belastingontwijking (zie figuur 5). Om belastingontwijking tegen te gaan, bestaan algemene en specifieke antimisbruikmaatregelen. Op basis van deze regels kunnen transacties die strijd opleveren met doel en strekking van de belastingwet buiten toepassing worden gelaten.

Belastingontwijking is legaal en komt ook buiten de bfi-sector voor. Zo tanken veel mensen die op doorreis zijn in Luxemburg om daarmee hogere accijnzen te ontlopen. En luchtvaartpassagiers kopen op luchthavens *tax free* luxe producten. Ook belastingplanning komt veelvuldig voor buiten de bfi-sector. Denk bijvoorbeeld aan huizenbezitters met een hypothecaire lening die minder inkomstenbelasting betalen als gevolg van de aftrek van hypotheekrente.

Figuur 5 Beoordelingskader fiscale motieven

Illegaal	Legaal		
I. Belastingontduiking	II. Belastingontwijking	III. Fiscale planning	
Onacceptabel	→		Acceptabel

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op Finnerty et al. (2007).

2.5 Kwantificeren van fiscale motieven

Er zijn amper eenduidige berekeningen van aan internationale belastingontduiking en -ontwijking gerelateerde bedragen. Om de maatschappelijke discussie over bfi's op dit vlak van meer informatie te voorzien, pelt dit hoofdstuk de fiscale motieven voor vestiging van bfi's in Nederland af. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt naar motieven gericht op het voorkomen van dubbele belasting en op het voorkomen van enkelvoudige belasting. Bij deze laatste categorie kan in sommige gevallen worden betwijfeld of die in lijn met de doelstelling van de wet, oftewel 'in de geest van de wet' is.

Bij het kwantificeren van fiscale motieven wordt het volgende denkkader gehanteerd:

1. Hoewel legaal, is mogelijke belastingontwijking door bfi's onderdeel van het maatschappelijke debat over bfi's en tevens mogelijk een risico voor de reputatie van Nederland,
2. Belastingontwijking is niet eenduidig gedefinieerd,
3. Hier wordt ervan uitgegaan dat als bfi's met hun fiscale activiteiten handelen 'tegen de geest van de wet' er sprake is van belastingontwijking. Als bfi's niet handelen 'tegen de geest van de wet', is sprake van fiscale planning. Als bfi's handelen in strijd met de *letter* van de wet, is sprake van belastingontduiking,

4. Het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing, in de zin dat weinig tot geen belasting wordt betaald, wordt hier gezien als mogelijk handelen ‘tegen de geest van de wet’,¹⁰
5. In de analyse worden stromen van bfi’s waar mogelijk gescheiden naar stromen met als motief het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing en stromen met als motief het voorkomen van dubbele belastingheffing,
6. Vervolgens worden de stromen die samenhangen met het vermijden van enkelvoudige belastingheffing gekwantificeerd en worden argumenten aangedragen waarom dit wel of niet ‘tegen de geest van de wet’ ingaat. Het is dus niet automatisch zo dat als bfi’s enkelvoudige belastingheffing voorkomen, zij automatisch ‘tegen de geest van de wet’ handelen,
7. Of en wanneer daadwerkelijk ‘tegen de geest van de wet’ wordt gehandeld, en of en wanneer sprake is van belastingontwijking, vereist uiteindelijk een politiek oordeel.

Het vermijden van enkelvoudige belasting is niet het gebruikelijke aangrijpingspunt voor de analyse van de wenselijkheid van fiscale structuren of belastingontwijking. In het internationale belastingrecht is relevant of een belastingplichtige terecht gebruikmaakt van een verdrag, dat wil zeggen inwoner en de feitelijk gerechtigde (*beneficial owner*) is en niet getroffen wordt door anti-misbruikbepalingen. Daarbij is voor Nederland relevant of het voldoende maatregelen neemt om die eisen te toetsen en misbruik te voorkomen. In dit rapport is bewust afgeweken van deze in het internationale belastingrecht gebruikelijke uitgangspunten. Het hier uitgewerkte denkkader houdt zoveel als mogelijk rekening met relevante fiscale elementen, maar introduceert op enkele punten eigen definities om zo tevens de vragen in de maatschappelijke discussie te kunnen objectiveren en van cijfermatige duiding te voorzien. Hiermee tracht het rapport een eerste stap te zetten in het aanbrengen van meer focus in de discussie over bfi’s, en daarmee een extra dimensie toe te voegen aan de politieke en maatschappelijke discussie. Voor alle duidelijkheid: de inschattingen betreffen aan fiscale motieven gerelateerde geldstromen, *niet de misgelopen belasting*.

Voor intraconcern rentestromen en royaltystromen die Nederlandse bfi’s uitbetalen aan *low tax jurisdictions* gaan, is het aannemelijk dat hierbij ‘tegen de geest van de wet’ wordt gehandeld. Wat daarbij als ‘*low tax*’ wordt gezien, staat niet vast en is onderwerp van de politieke en maatschappelijke discussie. Hier is gekozen voor drie mogelijke perspectieven voor *low tax jurisdictions*: landen met een winstbelastingtarief lager dan 10 procent, landen met een tarief lager dan of gelijk aan 15 procent, dan wel *tax havens* als brede proxy voor *low tax jurisdictions*.

Wordt de definitie van ‘*low tax*’ van de Nederlandse wetgever aangehouden (tarieven lager dan 10 procent), dan resulteert een aan het voorkomen van enkelvoudige belasting gerelateerd bedrag van € 1,3 miljard oftewel 13 procent van het totaal aan rentebetaling door bfi’s aan groepsmaatschappijen.¹¹

¹⁰ Juist omdat het hier gaat om het betalen van weinig tot geen belasting over de hele keten binnen de groep, wordt hier niet gerefereerd aan specifieke nationale wet- of regelgeving. Het kan bijvoorbeeld gaan om de wet van een bronland, wanneer onterecht een verlaging van de bronbelasting wordt geclaimd, of om een belastingverdrag waar oneigenlijk gebruik van wordt gemaakt.

¹¹ Bedragen voor rente zijn gemiddeld over 2010 en 2011.

Bij ruimere definities van 'laag tarief' kan dit oplopen tot € 3,8 miljard, oftewel 37 procent van het totaal aan rentebetalingen.¹² Voor royalty's is geen exacte kwantificering mogelijk. Dit komt doordat deze stromen zijn geconcentreerd bij een beperkt aantal bfi's, waardoor de gegevens niet worden vrijgegeven met het oog op mogelijke herleidbaarheid tot individuele bfi's.

Voor dividendstromen geldt een soortgelijke conclusie als voor rente en royalty: dividend dat Nederlandse bfi's ontvangen uit *low tax jurisdictions* is gerelateerd aan het voorkomen van enkelvoudige belasting.¹³ Een belangrijk verschil is dat dit expliciet door de Nederlandse wetgever wordt goedgekeurd voor zover het dividend afkomstig is uit een actieve deelneming, oftewel uit reële activiteiten. Dit geldt voor alle dividendstromen uit landen met een winstbelastingtarief lager dan 10 procent, welke ongeveer € 4,2 miljard en ruim 4 procent van de totaal ontvangen dividenden bedragen.¹⁴ Deze bedragen betreffen dus het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing, maar er wordt daarbij niet gehandeld 'tegen de geest van de wet'. Voor ruimere definities van *low tax jurisdictions* is het onderscheid naar actieve en passieve deelnemingen, en dus tussen wel of niet 'in de geest van de wet', niet te maken. De bedragen voor ruimere definities, die dus een onbekende overschatting van 'tegen de geest van de wet handelen' bevatten, zijn substantieel, oplopend tot ongeveer € 38,9 miljard of ruim 40 procent van het totale door bfi's ontvangen dividend, wat wijst op de noodzaak van nader onderzoek naar deze groep. Tabel 3 vat de resultaten samen.

Tabel 3 Bedragen gerelateerd aan het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing (bedragen x €1 miljard en als percentage van totaal uitgaande intraconcern rentestroom respectievelijk van totaal inkomende dividendstroom)

Gekozen perspectief voor low tax jurisdiction	M.b.t. uitgaande intraconcern rente**	M.b.t. inkomend dividend**	Opmerkingen
Winstbelasting < 10%	1,3 (13%)	4,2 (4%)	Bedragen m.b.t. dividend betreffen actieve deelnemingen, en zijn niet 'tegen de geest van de wet'
Winstbelasting 10%-15%*	1,4 (13%)	23,3 (25%)	Bedragen m.b.t. dividend betreffen actieve danwel passieve deelnemingen, alleen die laatste zijn 'tegen de geest van de wet'
Tax havens	3,8 (37%)	38,9 (40%)	Dit is een overschatting

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata betreft het extra bedrag ten opzichte van het perspectief '<10%', indien *low tax jurisdictions* wordt gedefinieerd als alle landen met een winstbelasting tot en met 15% moeten de bedragen voor '<10%' en '10%-15%' worden opgeteld; **bedragen voor rente zijn gemiddeld over 2010 en 2011, bedragen voor dividend betreffen 2010.

Ten slotte geldt voor alle stromen dat de concentratie bij het voorkomen van enkelvoudige belasting substantieel is: het gebeurt door een relatief beperkt aantal bfi's. Uitgaande van een grens van 15 procent (bij een lager tarief is sprake van een *low tax jurisdiction*) gaat het bij rentestromen om minder dan 80 bfi's en bij dividendstromen om 84-127 bfi's.

¹² Bij de meest ruime definitie is de Gravelle *tax haven* lijst gebruikt: de jurisdicties op die lijst worden dan gezien als *low tax jurisdictions*. Dit geeft een overschatting van het voorkomen van enkelvoudige belasting gerelateerde bedragen, omdat tot deze lijst ook landen behoren die geen 'laag tarief' hanteren maar bijvoorbeeld door gebrek aan fiscale transparantie tot *tax havens* worden gerekend.

Anderzijds is ook sprake van een onderschatting doordat de analyse is uitgevoerd voor de grootste en niet alle bfi's. De grootste bfi's zijn goed voor 90 procent van het balanstotaal van alle bfi's.

¹³ Merk op dat het bij dividend dus gaat om de herkomst van de stroom, terwijl het bij rente en royalty gaat om de bestemming van de stroom.

¹⁴ Bedragen voor dividend zijn over 2010.

Hoewel op basis van de analyse en beschikbare cijfers geen definitief oordeel kan worden geveld, maken de resultaten aannemelijk dat een deel van de stromen niet ingaat ‘tegen de geest van de wet’ maar dat deze bijvoorbeeld samenhangen met het voorkomen van dubbele belastingheffing. Daarnaast heeft een deel van de stromen geen of in mindere mate een fiscaal motief, zoals SPV’s en een deel van de financieringsmaatschappijen.

Met de analyse naar motieven van bfi-stromen die mogelijk niet ‘in de geest van de wet’ zijn, wordt een handvat geboden voor een verdere discussie over belastingontwijking. Zoals gezegd, is het uiteindelijk een fiscale en politieke keuze of de motieven die aan deze bedragen ten grondslag liggen inderdaad niet ‘in de geest van de wet’ zijn en wat exact onder belastingontwijking valt.

2.6 Economisch belang

Bijzondere financiële instellingen dragen naar schatting € 3 tot € 3,4 miljard per jaar bij aan de Nederlandse economie in de vorm van belastingen, loonkosten en diensten die zij inkopen bij zakelijke dienstverleners (tabel 7). Hiermee zijn ongeveer 8800 tot 13000 fte gemoeid, waarvan 3800-5500 direct werkzaam zijn bij bfi’s en 5000-7500 in de zakelijke dienstverlening (zie tabel 8). Deze inschatting is gebaseerd op de grootste bfi’s, die samen 90 procent van het balanstotaal bepalen en 15 procent van het aantal bfi’s uitmaken. Het is daarmee een onderschatting.

Tabel 4 **Overzicht van mogelijke indicatoren voor economisch belang van bfi's (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen × €1 mln.)**

Effect	In mln. euro	In fte
<i>Directe effecten</i>		
Totale reguliere baten van bfi's	223.915	
Betaalde belasting bfi's	2.303*	
Loonkosten	266-306	3.796-5.570
<i>Indirecte effecten</i>		
Omzet zakelijke dienstverlening t.b.v. bfi's**	400-700	5.000-7.500
Omzet zakelijke dienstverlening opstartkosten	25-60***	***
Omzet horeca, luchtvaart	20***	
Kraamkamergedachte (operationele- en hoofdkantoren voortgekomen uit bfi's)	<i>Kwalitatief</i>	

Bron: SEO Economisch Onderzoek, synthese van eerder in dit hoofdstuk gepresenteerde data; *dit betreft vennootschapsbelasting en bronbelasting over uitgaand dividenden, loonheffing is niet apart opgenomen onder betaalde belastingen maar zit in de gepresenteerde bruto loonkosten;**hierin zijn ook relevante algemene kosten meegenomen. Omdat hier niet direct werkgelegenheid uit volgt, zijn deze kosten niet meegenomen in de fte-berekening; ***niet gebaseerd op de microdata over bfi's ontvangen van DNB, maar gebaseerd op ruwe inschattingen. Indien de opstartkosten, ondanks het ruwe karakter van de berekening, mee zouden worden genomen in de berekening van fte uit dienstverlening, stijgt deze post met ongeveer 6 procent tot 10 procent.

Een ruime meerderheid van de bfi's heeft zelf geen personeel in dienst. Bij minimumeisen aan het aantal fte, in het kader van de discussie over substance, zou een groot deel van de bfi's hier op basis van de huidige cijfers niet aan voldoen. Bij een voorwaarde dat bfi's bijvoorbeeld meer dan 2 fte in dienst moeten hebben, zou meer dan 90 procent van de bfi's thans niet aan de eis voldoen. De vraag is echter of fte een goed aangrijpingspunt vormen voor het toetsen van reële activiteiten en ongewenst gebruik van fiscale faciliteiten. Onder de bfi's zonder personeel vallen

bijvoorbeeld ook bfi's die tot een cluster behoren waar wel personeel in dienst is, en bfi's die hier in mindere mate gevestigd zijn vanwege fiscale motieven, zoals SPV's.

Tabel 5 Indicatie economisch belang bfi's op basis van in Nederland gemaakte kosten (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen × €1 mln.)

Effect	In mln. euro	In fte
Betaalde belasting bfi's*	2.303	
Loonkosten	266-306	3.796-5.570
Omzet zakelijke dienstverlening t.b.v. bfi's	400-700	5.000-7500
Omzet zakelijke dienstverlening opstartkosten**	25-60	
Totaal economisch belang	2.994-3.369	8.796-13.070

Bron: SEO Economisch Onderzoek, synthese van eerder in dit hoofdstuk gepresenteerde data; *dit betreft vennootschapsbelasting en bronbelasting over uitgaand dividenden, loonheffing is niet apart opgenomen onder betaalde belastingen maar zit in de gepresenteerde bruto loonkosten; **niet gebaseerd op de microdata over bfi's ontvangen van DNB, maar gebaseerd op ruwe inschattingen. Indien de opstartkosten, ondanks het ruwe karakter van de berekening, mee zouden worden genomen in de berekening van fte uit dienstverlening, stijgt deze post met ongeveer 6 procent tot 10 procent.

2.7 Risico's

Integriteitsrisico's gaan over de mogelijke financiële- en reputatieschade voor Nederland als gevolg van belastingontduiking, fraude en witwaspraktijken door of via bfi's. Er is indirect toezicht op dit vlak via trustkantoren, die gehouden zijn toe te zien op bepaalde risico's, en via de integriteitwetgeving. Ongeveer 75 procent van de bfi's is klant van een trustkantoor en valt daarmee onder indirect toezicht van deze kantoren. Een verdere indicatie voor het integriteitsrisico zijn de stromen die bfi's ontvangen uit en betalen aan landen die weinig transparant zijn over de herkomst en bestemming van geldstromen. Deze bedragen zijn substantieel, en vinden plaats bij een beperkt aantal bfi's. Dit betekent niet dat er sprake is van illegale activiteiten, maar dat het niet altijd mogelijk is dit vast te stellen.

Een ander risico betreft het reputatierisico voor Nederland door een mogelijke karakterisering als 'belastingparadijs'. Transparantie over fiscale motieven, waartoe een aanzet is gedaan in dit rapport, kan hierin een belangrijke rol spelen. In dit kader speelt ook het risico dat Nederland wordt aangesproken op grondslaguitholling bij ontwikkelingslanden. Een ruwe inschatting van het bedrag dat ontwikkelingslanden minder aan bronbelasting innen als gevolg van belastingverdragen met Nederland bedraagt in 2011 ongeveer € 145 miljoen. Hier passen diverse nuances, zoals dat ontwikkelingslanden ook baat kunnen hebben bij verdragen, waardoor het vooral als een orde van grootte moet worden opgevat.

Ten slotte speelt mogelijk systeemrisico, het risico dat financiële problemen bij bfi's overslaan naar het financiële systeem en de reële economie. Bij niet-financiële bfi's is dit risico verwaarloosbaar. Bij dochters van financiële instellingen, zogenaamde financiële bfi's, spelen wel risico's (die vallen onder de noemer schaduwbankieren).

2.8 Aanbevelingen

Een belangrijk onderwerp in de discussie over bfi's is belastingontwijking. Hierbij gaat het onder meer over het gebrek aan transparantie over de manier waarop bedrijven (internationaal) hun belastingbetalingen reduceren, en de rol van de Nederlandse belastingwetgeving en de Nederlandse verdragen daarin. Als gevolg daarvan is geen zicht op de effectief afgedragen belasting. Dit veroorzaakt verontwaardiging en voedt de gedachte dat de effectieve belastingdruk 'te laag' is, dat wil zeggen lager dan men moreel verantwoord acht. Om deze discussie te objectiveren, is het aan te bevelen om te eisen dat bedrijven in hun jaarverslagen aangeven hoeveel belasting ze betalen en dit uit te splitsen naar het land waar betaald wordt. Afnemers kunnen op grond van die informatie stemmen met voeten. Dat betekent dat als zij van mening zijn dat een bedrijf te weinig belasting betaalt of te weinig belasting betaalt in een bepaald land, zij daar in hun aankoopgedrag rekening mee kunnen houden.

Op Europees niveau wordt al gesproken over dit voorstel, dat door de Nederlandse overheid gesteund wordt. Het transparantieprobleem is echter geen Europees probleem en het zou daarom aan te bevelen zijn om dit op wereldschaal te regelen, door het op te nemen in boekhoudregels (IFRS). Onderdeel van het verhogen van transparantie is de verplichting dat belastingdiensten onderling op de hoogte zijn van de *fiscal rulings*. Overigens voldoet de Nederlandse belastingdienst al op dit punt.

Een tweede angel in de discussie over belastingontwijking is het ontbreken van eenduidige definities. Wanneer is het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing 'in de geest van de wet' en wanneer niet meer? Uiteindelijk vereist dat een expliciet politiek oordeel. Een impliciete grens kan uit de regelgeving worden ontleend. In Nederland hanteert de wetgever een minimaal (effectief) winstbelastingtarief van 10 procent. Bij een lager winstbelastingtarief in het land waar het dividend vandaan komt, wordt het dividend in Nederland in beginsel niet vrijgesteld behalve als het dividend afkomstig is uit reële activiteiten. Kennelijk is het politieke oordeel dat bij winst een grens bestaat van 10 procent, maar dat landen uiteindelijk zelf bepalen wat het tarief is als het gaat over reële activiteiten. Hoe dat bij royalty's of rentebetalingen zit, is daarentegen niet duidelijk. Het ontbreken van een expliciete politieke grens maakt dat er een grijs gebied ontstaat, waar maatschappelijke discussie over is ontstaan. In dit rapport is getracht dit grijze gebied nader in te kleuren in een zwart deel (tegen de geest van de wet) en een wit deel (in de geest van de wet).

In het verlengde van het expliciteren van grenzen van tarieven ligt ook de discussie over substance-eisen. Nederland zou zelf, uit morele overwegingen, kunnen overgaan tot het stellen van strengere eisen aan het gebruikmaken van verdragen. In internationaal perspectief loopt Nederland echter niet uit de pas op dit vlak: zij stelt substance-eisen (en toetst die in sommige gevallen) die als het ware een 'dienst' zijn richting de bronlanden. De maatregelen zouden strenger kunnen en de toetsing veelvuldiger. Het eerste leidt tot de vraag welke eisen moeten worden opgelegd. In termen van substance wordt vaak het aantal fte genoemd. Gegeven het huidige personeelsbestand van bfi's zouden veel bfi's niet voor strenge eisen kwalificeren (zie paragraaf 2.6). Het is aannemelijk dat dan extra personeel in dienst wordt genomen, zonder dat dit hoeft te duiden op reële activiteiten. Indien de overheid wenst over te gaan tot strengere eisen, zou de nadruk moeten liggen op ongewenste structuren. De analyse van fiscale motieven in dit rapport kan als startpunt dienen om hier verder over na te denken. Bij het stellen van strengere

eisen aan structuren geldt echter dat een internationale aanpak nodig is. Dit allereerst vanwege vestigingsplaatsmotieven (concurrentie om vestiging van internationale ondernemingen), maar ook omdat lokale maatregelen weinig effect hebben zolang de verschillen in het belastingsysteem internationaal zo groot zijn. Aanpassing van de Nederlandse regels leidt niet tot vermindering van belastingontwijking, louter tot verplaatsing. De enige zinvolle aanpak is derhalve internationaal.

Een vaker gehoorde aanbeveling is harmonisatie van belastingtarieven. Dit is op zich een wenselijke route, onder andere omdat het de nadelen van belastingconcurrentie voorkomt. De route is echter niet zonder problemen. Ten eerste is er geen wereldregering die dit af kan dwingen. Landen die zonder belastingvoordelen een weinig aantrekkelijk vestigingsland zijn, zullen verliezen bij harmonisatie. Gegeven dit soort belangentegenstellingen zal het moeilijk zijn om tot een tarief te komen dat voor elk land acceptabel is. Ten tweede is harmonisatie van tarieven niet genoeg om belastingconcurrentie tegen te gaan. Daartoe is het nodig dat ook overeenstemming bestaat over de belastinggrondslag. Het zal nog veel moeilijker zijn om daar overeenstemming over te bereiken dan over het tarief. Tot slot is niet gezegd dat belastingplanning niet meer nodig zou zijn in een wereld met gelijke belastingtarieven. Er kan in die situatie immers nog steeds sprake zijn van dubbele belastingheffing.

3 Schaduwbankieren

Een overige financiële instelling (ofi) behoort tot het schaduwbankwezen als het een financiële instelling betreft die geen bank is (geen bankvergunning heeft), en zich bezighoudt met kredietintermediatie. Het balanstotaal van schaduwbankentiteiten in Nederland bedraagt bijna € 1.500 miljard. Daarmee is de schaduwbanksector groot, maar minder groot dan in publieke discussies wel wordt verondersteld. Een misverstand over schaduwbankieren is dat het louter is gericht op het zoeken naar een regelarme omgeving. Hiermee wordt voorbijgegaan aan de economische functies van schaduwbankieren bij het intermedieren van krediet tussen kredietgevers en -nemers. Die functies liggen op het gebied van het bieden van alternatieve financiering, risicomanagement en het efficiënter maken van het proces van financiële intermediatie. Daartegenover staan een hogere complexiteit als gevolg van het veelvuldig gebruik van securitisatie en het werken in een ketenstructuur, lagere transparantie door minder strikte regulering en toezicht en een sterkere procycliciteit dan in het traditionele bankwezen. Vanwege de onderlinge verwevenheid en de verwevenheid met banken is sprake van systeemrisico. In dit rapport zijn de risico's van de verschillende onderdelen van het Nederlandse schaduwbankwezen beoordeeld op basis van risico-indicatoren. Op basis van deze analyse behoren alleen financieringsmaatschappijen tot de risicocategorie 'hoog'. De hoogste risicocategorie neemt daarmee een beperkt aandeel in het schaduwbankwezen in (9 procent). De risicocategorieën 'midden tot hoog' beslaan samen iets minder dan 25 procent van het schaduwbanksysteem. In tegenstelling tot wat wel wordt verondersteld, is er wel degelijk (indirect) toezicht op een deel van de schaduwbankentiteiten.

3.1 Het debat in vogelvlucht

De term *shadow banking* is voor het eerst gebruikt door Paul McCulley van Pimco op een conferentie in 2007. Hij bedoelde er destijds alleen de vennootschappen mee die banken gebruiken om leningen te securitiseren. Andere sprekers en instellingen spreken meestal van *non-bank financial system* of *non-bank financial institutions*. In de loop van de afgelopen jaren is daarbij ook de definitie opgerekt. Sprak McCulley nog over alleen de vennootschappen die direct gelieerd zijn aan de bancaire sector, de *Financial Stability Board*¹⁵ hanteert een definitie waarbij alle vennootschappen die op enigerlei wijze aan 'kredietintermediatie' doen en geen bankvergunning hebben tot schaduwbankieren worden gerekend. In de loop van de tijd worden de definities en de invulling daarvan steeds gedetailleerder.

Na de kredietcrisis bleek dat een deel van de oorzaken van de crisis in de schaduwbanksector lag. Dat vormde aanleiding voor toezichthouders en regelgevers om nader onderzoek te doen naar de noodzaak voor betere regelgeving en meer toezicht. In oktober 2011 publiceerde de *Financial Stability Board* (FSB) een rapport met aanbevelingen over de schaduwbanksector. Hieruit bleek dat Nederland een relatief grote rol speelt in internationaal perspectief. Met een wereldwijd marktaandeel van 8 procent staat Nederland, samen met Japan, op de derde plaats. Het gaat dan volgens de definities van de FSB om een balanstotaal in Nederland van meer dan € 3 biljoen

¹⁵ De FSB is een internationaal orgaan dat het wereldwijde financiële systeem monitort en aanbevelingen doet. De FSB is opgericht om op internationaal niveau het werk van de nationale financiële autoriteiten te coördineren.

(€ 3160 miljard) in 2011, waarbij een ruime maatstaf is gehanteerd door alle overige financiële instellingen mee te nemen in de calculatie.¹⁶

Het wereldwijde schaduwbanksysteem kan onder aanvoering van de FSB steeds meer risicogebaseerd in kaart worden gebracht. DNB heeft dit voor Nederland gedaan, zich met name richtend op kredietintermediatie waar systeemrisico's vanuit kunnen gaan. Hieruit volgt een substantieel lager bedrag. Ook dit rapport komt tot een lagere inschatting. Hieronder wordt verder ingegaan op de omvang van het Nederlandse schaduwbanksysteem.

Het debat gaat niet alleen over de risico's van de sector. Zo bestaat ook de vraag of de concurrentie tussen de bankensector en de schaduwbanksector wel evenwichtig is. De vraag daarbij is of er sprake is van toezichtsarbitrage, waarbij partijen kredietverlening verschuiven van de zwaar gereguleerde banken naar de lichter gereguleerde schaduwbanken. Dat kan leiden tot 'verhulling' van de risico's. Een voorbeeld van toezichtarbitrage kan securitisatie zijn. Tegenover een bepaald bedrag aan eigen vermogen, kan een bank – wegens solvabiliteitseisen – een bepaalde hoeveelheid krediet verlenen. Via securitisatie kunnen banken eerder verstrekte kredieten van hun balans verwijderen¹⁷, waardoor de activa afnemen en er dus ruimte ontstaat voor nieuwe kredietverlening. Als gevolg daarvan vindt een deel van de kredietverlening plaats via het schaduwbankwezen. Op deze wijze wordt regulering van die kredietverlening door banken beperkt omzeild.

Daartegenover staat het argument dat dit ook wenselijk zou kunnen zijn. Indien dit op een manier gebeurt die risico's verschuift van burgers en belastingbetalers naar professionele beleggers kan dit ook een manier zijn om de bankensector, en daarmee de spaartegoeden, juist veiliger te maken.

3.2 Definitie

Kredietverlening aan de reële economie vindt niet alleen plaats door banken. Ook andere financiële instellingen zoals beleggingsfondsen, leasemaatschappijen en securitisatievehikels vervullen direct of indirect soortgelijke functies. Gezamenlijk wordt deze groep bedrijven ook wel aangeduid met de term schaduwbankieren. Veel schaduwbanken verlenen geen krediet, maar investeren in kredietgerelateerde producten. Omdat ze geen bankvergunning hebben, vallen ze niet onder de regelgeving of het toezicht zoals die voor banken geldt. Delen van de sector staan wel onder toezicht, maar dat toezicht is anders van aard.

Hoewel traditioneel binnen banken, kan financiële intermediatie ook geheel of gedeeltelijk buiten het bankwezen plaatsvinden. Schaduwbankieren is het systeem van kredietintermediatie via entiteiten en activiteiten buiten het reguliere bankwezen (FSB, 2011). In dit rapport wordt het risico van activiteiten of entiteiten die binnen deze definitie vallen nader geduid op basis van een aantal risico-indicatoren.

¹⁶ In dit rapport is de grootte van het schaduwbanksysteem onder andere ook op basis van deze brede maatstaf bepaald en resulteert een hoger bedrag. Dit is het gevolg van een andere meetmethode.

¹⁷ Om dergelijke balansverkorting te realiseren moet overigens er wel aan bepaalde voorwaarden worden voldaan.

Het schaduwbanksysteem bestaat parallel aan de reguliere banksector en vervult dezelfde functie van kredietintermediatie. Drie voorname verschillen springen in het oog. Bij schaduwbankieren gebeurt de intermediatie niet langer onder één dak, maar wordt de functie van de bank vervuld door een keten van verschillende entiteiten met elk een eigen taak. Deze keten kan verschillende vormen aannemen en bestaat uit onder meer financieringsmaatschappijen, effectenmakelaars en speciaal daarvoor in het leven geroepen securitisatievehikels. Een tweede verschil betreft de wijze van financiering. In plaats van met deposito's worden de activiteiten en verstrekte leningen in het schaduwbanksysteem gefinancierd met kortlopende kredieten in de vorm van *repurchase* contracten, verhandelbare schuldpapieren of aandelen in geldmarktfondsen (Noeth & Sengupta, 2011). Het derde punt waarin het schaduwbanksysteem zich onderscheidt van de reguliere banksector is dat schaduwbankieren als geheel in mindere mate gereguleerd is.

Het 'Nederlandse schaduwbankwezen' bestaat niet. Er is immers sprake van een intermediatieketen die zich niet gelegen laat liggen aan geografische grenzen.

3.3 Omvang en activiteiten

Bij het bepalen van de omvang van schaduwbankactiviteiten zijn, in lijn met de eerste inschatting door de *Financial Stability Board*, de 'overige financiële instellingen' (*ofi's*) het startpunt. Zoals de FSB zelf ook aangeeft betreft dit een ruime maatstaf. Zoals hierboven aangegeven kwam FSB in haar eerste inschatting tot een balanstotaal van meer dan € 3 biljoen (€ 3160 miljard) in 2011.¹⁸

DNB heeft het systeem voor Nederland in kaart gebracht, zich met name richtend op kredietintermediatie waar systeemrisico's vanuit kunnen gaan. Het gaat dan dus om instellingen waar *leverage* wordt toegepast, waar deposito's worden aangenomen en waar looptijdtransformatie plaatsvindt, of instellingen die gelieerd zijn aan de bancaire sector. De omvang van de sector in Nederland wordt onder die aanpak kleiner. Financierings- en houdstermaatschappijen van niet-bancaire multinationals vallen dan bijvoorbeeld veelal buiten de definitie. In feite wordt de ruime maatstaf van het FSB, waarbij alle overige financiële instellingen worden meegenomen, losgelaten en wordt het schaduwbankwezen geclassificeerd op basis van risicogerelateerde indicatoren. Op basis van die definitie is het balanstotaal van de schaduwbankieren sector in Nederland volgens DNB circa € 1 biljoen.¹⁹ In latere rapportages en analyses sluit de FSB zich aan bij de schattingen van DNB.²⁰

In deze studie worden deze stappen gescheiden. Eerst wordt gekeken welke instellingen tot het schaduwbanksysteem behoren volgens de hier toegepaste definitie. Pas daarna wordt per type instelling bepaald of er sprake is van een laag of hoog risico. Op deze manier worden ook instellingen die wel schaduwbankactiviteiten uitvoeren, maar daarbij een relatief laag risico lopen, meegenomen in de definitie. Dit maakt het mogelijk om alle schaduwbankinstellingen in het vizier te houden, risico over de tijd te monitoren en het systeem als geheel te overzien.

¹⁸ Dit rapport komt op basis van diezelfde ruime maatstaf tot een hoger bedrag (ruime € 4 biljoen). Dit is het gevolg van een andere meetmethode.

¹⁹ Broos et al. (2012, pp. 25-27). Hierbij zijn de instellingen meegenomen die volgens de auteurs een 'substantieel' of 'zeer hoog' schaduwbankgehalte hebben.

²⁰ FSB (2012).

In dit rapport wordt de grootte van het Nederlandse schaduwbanksysteem daarmee bepaald op basis van een maatstaf die zuiverder aansluit bij de definitie van schaduwbankieren, en resulteert een balanstotaal van bijna € 1500 miljard. Daarmee is de schaduwbanksector groot, maar minder groot dan in publieke discussies wel wordt verondersteld.

Tabel 6 Totaaloverzicht kerngegevens (2011, bedragen in mln. €)

Overige financiële instelling	Aantal	Balans-totaal	Onderdeel schaduwbankwezen?	Balanstotaal schaduwbankwezen	% Schaduwbankwezen
Bfi's, waarvan	11.976*	2.889.996*			
Niet-financiële bfi's / onbekend	11.495*	2.412.236*	Nee		
Bfi-SPV's	257*	96.917*	Ja	96.917	6,7%
Overige financiële bfi's ²¹	224*	380.843*	Ja	380.843	26,2%
SPV's, waarvan:	170	331.004	Ja	331.004	22,8%
True Sale		320.247	Ja	320.247	22,1%
Synthetisch		10.757	Ja	10.757	0,7%
Financieringsmaatschappijen	n.b.	128.000**	Ja	128.000	8,8%
Geldmarktfondsen	16	2.024	Ja	2.024	0,1%
Beleggingsinstellingen, waarvan:	1.486	512.710	Ja	512.710	35,3%
Hedgefonds	104	17.902	Ja	17.902	1,2%
Beleggingsondernemingen	222	89.153	Nee		
Participatiemaatschappijen	±250	25.000**	Nee		
Holdings financiële instellingen	±15	184.000**	Nee		
Overig	n.b.	14.000**	Nee		
Totaal ofi		4.175.888			
Totaal schaduwbankwezen				1.451.499	100%
<i>PM banken</i>	<i>Nvt</i>	<i>2.426.733</i>			

Bron: SEO Economisch Onderzoek o.b.v. door DNB beschikbaar gestelde (micro)data en Broos *et al.* (2012, p. 24); * bfi-aantallen en -balanstotalen hebben betrekking op 2010; ** = Broos *et al.* (2012, p. 24).

Tabel 6 vat enkele kerngegevens samen. Eerst is voor alle ofi-sectoren in Nederland het balanstotaal en het aantal bedrijven weergegeven. Vervolgens is aangegeven of de desbetreffende OFI-sector tot het schaduwbankwezen behoort. Een ofi behoort tot het schaduwbankwezen als het een financiële instelling betreft die geen bank is (geen bankvergunning heeft), en zich bezighoudt met kredietintermediatie. Dit laatste houdt in dat de instelling kredieten aan derde partijen verstrekt en/of investeert in kredietgerelateerde producten.

²¹ Voor alle duidelijkheid: financiële bfi's zijn bfi's die behoren tot een financiële groep. Dit is niet hetzelfde als financieringsmaatschappijen. Dat zijn bfi's die zich voornamelijk bezig houden met het verstrekken van leningen aan groepsmaatschappijen.

De ofi-sector in Nederland heeft een balanstotaal van ruim € 4000 miljard.²² Dit is de brede maatstaf voor het schaduwbankwezen. Wordt in meer detail gekeken, dan blijkt dat niet alle ofi-sectoren tot het schaduwbankwezen behoren. Zonder bedrijven die amper tot geen krediet verschaffen of investeren in kredietgerelateerde producten, resteert een balanstotaal van het schaduwbankwezen in Nederland van bijna € 1500 miljard. Binnen het schaduwbankwezen vormen beleggingsinstellingen met ruim 35 procent van het balanstotaal de grootste groep, gevolgd door financiële bfi's met bijna 33 procent en SPV's met bijna 23 procent. Kleinere groepen zijn de financieringsmaatschappijen en de geldmarktfondsen. Dit zijn de instellingen die in dit rapport tot het schaduwbankwezen worden gerekend.

3.4 Economische functies

Hoewel de eerste connotatie voor veel mensen bij risico's ligt, vervult het schaduwbankwezen – in aanvulling op de activiteiten die banken vervullen – een aantal functies bij het intermedieren van krediet tussen kredietgevers en -nemers. Securitatisatie wordt als één van de twee belangrijkste economische functies van het schaduwbankwezen gezien. Via securitatisatie worden leningen omgezet in kortlopende, relatief veilige en liquide beleggingsobjecten. Het alternatief dat banken bieden, deposito's, heeft als nadeel dat de depositogarantie beperkt is tot een maximum dat veel te laag is voor grote beleggers. Hierdoor worden ze als minder veilig gezien.

Het schaduwbanksysteem biedt kredietnemers extra financieringsopties als aanvulling op het reguliere bankwezen. Dit leidt ook tot toenemende concurrentie en daarmee mogelijk tot lagere prijzen en efficiëntere kredietverlening. Behalve het concurrentie-effect verschaft het hebben van alternatieve financieringsmethoden *op zich* toegevoegde waarde. Zo zijn schaduwbanken in veel gevallen in staat risicovollere leningen (de zogenaamde subprime leningen) te verstrekken aan klanten waarvoor bankfinanciering geen optie is, zoals bij bepaalde creditcard- en autoleningen.

Ook banken zelf hebben, als kredietnemers, baat bij de ontwikkeling van het schaduwbankwezen, omdat het de *funding gap* helpt overbruggen.²³ Door de alternatieve financieringsmethoden en investeringsproducten in het schaduwbankwezen zijn banken namelijk minder afhankelijk van deposito's als middel om zichzelf te financieren. Gesecuritiseerde producten zijn in het bijzonder van belang voor Nederlandse banken.

Een ander mogelijk voordelig effect van schaduwbanken is dat de activiteiten – door de creatie van waardepapieren met verschillende risico's en looptijd – bijdragen aan het beheersen van risico's. Het specialistische karakter van het schaduwbankieren en het grote aanbod van financiële producten maakt deze herverdeling van risico's mogelijk gemakkelijker. Op het niveau van investeringen kan het spreiden van risico's dus zorgen voor een verminderd totaalrisico. Op een vergelijkbare manier is het denkbaar dat een meer gedecentraliseerd financieel systeem, ten

²² Dit komt dus niet overeen met de schatting door FSB voor datzelfde jaar, wat het gevolg is van een andere meetmethode.

²³ De laatste twintig jaar is er een steeds grotere kloof ontstaan tussen de door banken verstrekte hypotheekleningen en de bij banken aangehouden deposito's en andere tegoeden met een langlopend karakter. Deze kloof – het zogenoemde financieringsgat – kon lange tijd moeiteloos worden overbrugd met financiering op de openbare (internationale) geld- en kapitaalmarkt. Door de financiële crisis is marktfinanciering echter minder toegankelijk of duurder geworden, waardoor zich herfinancierings- en liquiditeitsrisico's hebben geopenbaard.

opzichte van een systeem waarin vooral banken financiële intermediatie verzorgen, leidt tot een lager systeemrisico.²⁴

Een laatste hier te noemen effect is de realisatie van schaal- en scopevoordelen. In de keten van kredietintermediatie wordt winst gemaakt via kleine marges op grote geldstromen. Door het bundelen van vergelijkbare leningen alvorens deze om te zetten in financiële instrumenten kunnen schaalvoordelen worden behaald. Daarnaast zijn er, ondanks de grote schaal waarop geopereerd wordt, veel specialistische spelers actief in het schaduwbankwezen. Zo is een SPV bijvoorbeeld gespecialiseerd in het securitiseren van activa. Daar omheen leggen partijen zich toe op *credit enhancement*, het leveren van liquiditeit of het verhandelen van de *securities*. Ook het aantrekken, bundelen en structureren van en het bemiddelen in financiële producten zijn specialistische activiteiten. Diversificatie en specialisatie leiden tot scopevoordelen.

3.5 Risico's

Financiële intermediatie gaat gepaard met risico's. Dit geldt voor looptijdtransformatie, liquiditeitstransformatie evenals krediettransformatie, en net zo goed voor het schaduwbankwezen als voor het traditionele bankwezen. Wel wijken de risico's verbonden aan schaduwbankieren op een aantal vlakken af van de risico's verbonden aan traditioneel bankieren. Zo kunnen de verhoogde procycliciteit en niet-transparante ketenstructuur maken dat schaduwbankieren voor aanvullende systeemrisico's zorgen. De schaal, verwevenheid en complexiteit waardoor de risico's moeilijker zijn in te schatten maken daarnaast dat ook de gevolgen potentieel zeer groot zijn.

In dit rapport zijn de risico's van de verschillende onderdelen van het Nederlandse schaduwbankwezen beoordeeld op basis van risico-indicatoren. Tabel 5 geeft een overzicht van de risico-indicatoren voor het Nederlandse schaduwbankwezen. De eerste indicator is kredietverlening (en investeringen in kredietgerelateerde producten). Hogere kredietverlening en investeringen in kredietgerelateerde producten impliceren een hoger potentieel voor bancaire risico's. Dit moet in nauwe samenhang worden bekeken met de mate waarin deze activiteiten gefinancierd zijn door vreemd vermogen, de *leverage*. Hoe hoger de combinatie van deze twee, des te groter het potentieel aan risico's in verband met kredietintermediatie. De derde indicator is de mate waarin bij kredietintermediatie sprake is van looptijdtransformatie. Bij een negatieve waarde zijn de kortlopende passiva groter dan de kortlopende activa en worden kortlopende schulden dus omgezet in langlopende uitzettingen. De laatste indicator is de mate van verwevenheid met banken en andere delen van het financieel systeem. Door het vele gebruik van onderpand, de securitisaties en het kopen en herverpakken van producten, ontstaan elke keer relaties tussen financiële instellingen – met verweving tussen schaduwbankinstellingen en banken of andere financiële instellingen tot gevolg. Dit leidt tot systeemrisico. Belangrijk is verder dat deze verweving ook met het bankwezen geldt, bijvoorbeeld via de activa die banken securitiseren via SPV's.

De eerste rij betreft financiële bfi's. Om te laten zien hoe de tabel gelezen wordt, wordt deze rij toegelicht. De kredietverlening en investeringen in kredieten door *financiële bfi's* bedraagt 57 procent van het balanstotaal. Gecombineerd met een hoge leverage (67 procent), waarvan een groot deel van buiten de groep komt, resulteert een hoge mate van kredietintermediatie. Er vindt

²⁴ Commoto (2012).

daarbij echter geen (negatieve) looptijdtransformatie plaats. Over de verweving met banken en andere financiële instellingen is te weinig bekend voor een eenduidig oordeel. Op basis van de beschikbare gegevens, en de kenmerken van de sector, is het aannemelijk dat de verweving hoog is. Het algehele potentiële risico van financiële bfi's op basis van de beoordeelde indicatoren wordt als 'midden' beoordeeld. Voor een toelichting op de overige groepen wordt verwezen naar hoofdstuk 4 in deel C.

Tabel 7 Totaaloverzicht risico-indicatoren

Schaduwbankgroepen	Krediet (& investeringen)	Leverage	Looptijd transformatie	Verwevenheid	Oordeel Potentieel Risico
Financiële bfi's	57%	67%	Nee	Onbekend, naar verwachting hoog	Midden
SPV's	97%	100%	Nee, maar deels uit zicht	Hoog	Midden tot hoog
Financieringsmijnen					
Financiële Intermediairs	77%	92%	Ja (-19,7%)	Hoog	Hoog
Financiële leasing	92%	95%	Ja (-7,6%)	Midden	Hoog
Beleggingsinstellingen	41%	5%	Nee	Laag	Laag tot midden*
Hedgefondsen	8%	2%	Nee	Laag	Laag tot midden*
Geldmarktfondsen	Onbekend	Onbekend	Onbekend	Onbekend	Midden tot hoog**
<i>PM Banken</i>	<i>77%</i>	<i>95%</i>	<i>-23%</i>		

Bron: SEO Economisch Onderzoek; *niet geclassificeerd als 'laag' omdat een deel buiten zicht blijft als gevolg van fund-in-fund investeringen; **door ontbrekende informatie is geen geobjectiveerd eindoordeel te geven voor de Nederlandse markt, hier is gekozen voor 'midden tot hoog' met het oog op de transformatiefunctie van geldmarktfondsen binnen het schaduwbankwezen; de informatie over banken is gebaseerd op informatie ontvangen van DNB.

Net zoals bij het bankwezen, is het mogelijk dat deze risico's ertoe leiden dat toezicht nodig is op deze sectoren. Indien dit toezicht gekruist wordt met de analyses over de omvang (tabel 4) en risico's (tabel 5) resulteert tabel 6. Daarin staat per schaduwbankgroep het aandeel in de sector, het oordeel over het potentiële risico en het prudentieel toezicht.

Tabel 8 Totaaloverzicht risico en toezicht

Schaduwbankgroepen	Aandeel in schaduwbanksector	Oordeel potentieel risico	Prudentieel toezicht
Financiële bfi's	33%	Midden	Verantwoordelijkheid <i>home supervisor</i> , indirect toezicht
SPV's	23%*	Midden tot hoog	Merendeel indirect toezicht DNB Klein deel geen toezicht
Financieringsmaatschappijen	9%	Hoog	
Hypotheekverstrekkers			Merendeel indirect toezicht DNB
Factoringmaatschappijen			Merendeel indirect toezicht DNB
Leasemaatschappijen			Merendeel geen toezicht
Beleggingsinstellingen	35%	Laag tot midden	Direct toezicht 'op afstand' O.b.v. AIFM vanaf 22-7-2013 deel mogelijk onder (licht) direct prudentieel toezicht
Hedgefondsen	1%-2%	Laag tot midden	Idem als beleggingsinstellingen
Geldmarktfondsen	0%-1%	Midden tot hoog	Idem als beleggingsinstellingen

Bron: SEO Economisch Onderzoek; *exclusief bfi-SPV's, die zijn opgenomen onder de financiële bfi's; aandeel is bepaald o.b.v. balanstotaal.

De enige categorie met de risicocategorie ‘hoog’, financieringsmaatschappijen, neemt een beperkt aandeel in het schaduwbankwezen in (9 procent). De categorieën ‘midden tot hoog’ beslaan samen iets minder dan 25 procent van het schaduwbanksysteem. Vermeldenswaardig is dat voor een aantal van deze sectoren gestructureerd detailinzicht ontbreekt. Met name geldmarktfondsen, internationaal gezien als een belangrijke schakel in de looptijdtransformatie binnen het systeem, zijn daarbinnen interessant. Anderzijds is dit deel vooralsnog van zeer beperkte omvang en heeft DNB wel inzicht op basis van ad hoc verzamelde informatie.

In tegenstelling tot banken, vallen de meeste *ofi's* niet onder direct toezicht van DNB. Alleen voor beleggingsinstellingen geldt dit wel, maar daar is eerder sprake van toezicht ‘op afstand’. Dit verschil met banken moet deels worden gezien in het kader van het gebrek aan vangnetregelingen voor het schaduwbankwezen. De centrale bank is *lender of last resort* voor het bankwezen, en deposito's bij banken zijn tot een maximum gegarandeerd. Voor het schaduwbankwezen geldt dit niet en is de ruimte om de sector zelf risico te laten nemen groter. Tegelijkertijd impliceert de analyse dat er risico's zijn die lijken op de risico's bij banken, waarbij tevens verwevenheid met de rest van het financiële systeem bestaat. In die zin kan er ook impact zijn op het bankwezen, en dus op instellingen die onder de vangnetregelingen vallen.²⁵ Waar de grens ligt voor het laten van ruimte voor risico en de noodzaak voor toezicht, is op basis van de beschikbare informatie nog niet te bepalen.

Een deel van de schaduwbankentiteiten staat wel onder toezicht, in de vorm van *indirect* toezicht. Binnen de capaciteit en doelstellingen van DNB betekent dit in de praktijk vooral *zicht* op de instellingen, door opname in de geconsolideerde cijfers van de moederbank, eerder dan individueel toezicht. Bij dochters van buitenlandse banken is niet duidelijk of daar waar de verantwoordelijkheid voor toezicht bij de *home supervisor* ligt, er ook daadwerkelijk (indirect) toezicht is. In tegenstelling tot wat veel mensen denken is er dus wel degelijk toezicht op een deel van de schaduwbankentiteiten. Maar in tegenstelling tot het toezicht op banken, is dit toezicht in bijna alle gevallen indirect of ‘op afstand’. Hoe de invulling van dit toezicht moet worden ingeschat ten opzichte van de risico's, maar ook ten opzichte van de afwezigheid van vangnetregelingen, is hier niet onderzocht. Dat is mede het gevolg van het ontbreken van informatie.

3.6 Aanbevelingen

Uit de analyse van omvang, risico's en toezicht blijkt dat niet alle risico's zijn afgedekt met toezicht. Daarmee is niet gezegd dat dit nodig is. Het gebrek aan vangnetten voor het schaduwbankwezen, die wel bij banken gelden en die uiteindelijk worden bekostigd door de Nederlandse maatschappij, maakt dat er ook een grotere ruimte voor risico kan zijn. Anderzijds is de verwevenheid met het financiële systeem groot en is het mogelijk dat op deze manier alsnog aanspraak ontstaat op de vangnetten. Welke van deze twee argumenten het meest gewicht draagt voor de verschillende onderdelen van het schaduwbanksysteem bepaalt of en waar meer toezicht zou moeten worden overwogen. Een eerste stap om dit te bepalen is om de witte vlekken in het toezicht nader te onderzoeken.

²⁵ Er is geen eenduidige informatie beschikbaar over de mate waarin schaduwbanken geld ophalen bij huishoudens. Het vermoeden is dat dit zeer beperkt is.

Dit rapport geeft een detailanalyse van de sectoren die vallen onder de overige financiële instellingen. Hieruit blijkt dat er al veel informatie beschikbaar is over *off's*, en daarbinnen over schaduwbankentiteiten. Tegelijkertijd is ook gebleken dat niet op alle vlakken voldoende informatie voor handen is om een grondige risicoanalyse te realiseren. Dit is duidelijk *work in progress*, niet alleen in Nederland, en het verdient aanbeveling om, mede aan de hand van de resultaten van dit onderzoek, witte vlekken in de informatie op te vullen.

Literatuur

- Broos, M., Carlier, K., Kakes, J., & Klaaijzen E. (2012). Het schaduwbanksysteem: een verkenning voor Nederland. DNB Occasional Studies Vol.10/No.5 (2012).
- Comotto, R. (2012). Shadow banking and repo. ICMA European Repo Council, 20 maart 2012.
- Finnerty, Chris, Paulus Merks, Mario Petriccione, Raffaele Russo (2007), International tax planning, IBFD Publications BV.
- FSB (2011), Shadow Banking: Scoping the issues. A background note of the Financial stability board. 12 april 2011.
- FSB (2012), Global Shadow Banking Monitoring Report 2012. 18-11-2012.
- McCulley, P., (2007), Teton Reflections. Pimco: Global Central Bank Focus. Augustus/September 2007.
- Noeth B.J., & Sengupta, R., (2011). Is Shadowbanking really banking? The Regional Economist, oktober 2011.
- OECD (2013), Addressing base erosion and profit shifting. OECD publishing.
- Tweede Kamer der Staten-Generaal (2011), Motie van de leden Braakhuis en Groot. Nummer 33003-62. Voorgesteld 15 november 2011.

Bijlage A Overzicht van gesprekspartners

Dankwoord

De auteurs van dit rapport willen hun dank uitspreken voor de vele nuttige op- en aanmerkingen die zij hebben ontvangen van de leden van de klankbordgroep en de deskundigen waarmee de auteurs in het kader van dit onderzoek gesprekken hebben gevoerd.

De leden van de begeleidingscommissie en de gesprekspartners zijn niet verantwoordelijk voor de inhoud van dit onderzoek; deze verantwoordelijkheid berust volledig bij SEO Economisch Onderzoek.

Leden van de klankbordgroep

Robin Fransman (voorzitter), Holland Financial Centre
 Jaap Bellingwout, Nederlandse Orde van Belastingadviseurs
 Menno Broos, DNB
 Eugenie Krijnsen, PwC
 Frank Roeters van Lennep, KPMG
 André Nagelmaker, ANT Corporate Services & Capital Markets Services
 Aart Roelofsen, ministerie van Financiën
 Menno Stoffer, De Brauw
 Ferdinand Veenman, KPMG
 Martin Vink, PwC
 Marc van Voorst tot Voorst, Holland Financial Centre
 Jan Reint de Vos van Steenwijk, TMF-group
 Bouke de Vries, Rabobank Nederland
 Bartjan Zoetmulder, Nederlandse Orde van Belastingadviseurs

Interviewpartners

Gesprekspartner	Bedrijf/instelling
Bellingwout (Jaap)	Nederlandse Orde van Belastingadviseurs (commissie IFZ)
Biebel (Reinhard)	Europese Commissie
Branderhorst (Gaja)	De Nederlandsche Bank
Broekhuis (Heidi)	De Nederlandsche Bank
Broos (Menno)	De Nederlandsche Bank
Carlier (Krit)	De Nederlandsche Bank
Clumpkens (Rene)	De Brauw Blackstone Westbroek
Davidson (Jeroen)	Ernst & Young
de Boer (Sytze)	Ministerie van Financiële Zaken
de Bruijn (Koos)	Tax Justice Nederland

Vervolg volgende pagina

Gesprekspartner	Bedrijf/instelling
de Jager (Leonard)	Ministerie van Financiële Zaken
Fernandez (Rodrigo)	SOMO
Heijdra (Michel)	Ministerie van Financiële Zaken
Kakes (Jan)	De Nederlandsche Bank
Klaaijzen (Erik)	De Nederlandsche Bank
Kremers (Jeroen)	RBS
Kuper (Bart)	Vimpelcom
Luikinga (Hendrik Jan)	Amstelhuys
Marcus (Fleur)	Tommy Hilfiger
Nagelmaker (André)	ANT Capital Markets
Noordermeer (Hans)	Nederlandse Orde van Belastingadviseurs (commissie IFZ)
Paardekooper (Wouter)	Amcham
Paulissen (Yolanda)	Leaseplan
Schultz (Kees)	De Nederlandsche Bank
Sleurink (Paul)	De Brauw Blackstone Westbroek
ten Westeneind (Paul)	De Nederlandsche Bank
v. Binsbergen (Mark)	Rabobank
v. Dijk (Jeroen)	ANT Capital Markets
v. Rooijen (Emilie)	Tommy Hilfiger
v. Tilburg (Rens)	SOMO
Veenman (Ferdinand)	KPMG
Verhoeven (Frédéric)	Houthoff Buruma
Willems (Mathieu)	Rabobank
Zoetmulder (Bartjan)	Nederlandse Orde van Belastingadviseurs (commissie IFZ)

Bijlage B Begrippenlijst

Advance pricing agreement (APA)

Het vooraf verkrijgen van zekerheid over de fiscale vaststelling van een zakelijke beloning tussen groepsmaatschappijen.

Advance tax ruling (ATR)

Het vooraf verkrijgen van zekerheid over de fiscale gevolgen van een voorgenomen transactie.

Alternative Investment Funds Managers (AIFM) Directive

Betreft de EU-richtlijn voor beheerders van alternatieve beleggingsfondsen. Deze is van toepassing op alle beheerders van beleggingsinstellingen die niet kwalificeren als UCITS (non-UCITS). Met UCITS wordt kort gezegd bedoeld op beleggingsinstellingen die zich richten op particuliere (retail) beleggers. Met non-UCITS fondsen worden alternatieve beleggingsfondsen als hedgefondsen, private equity fondsen, vastgoed- en overige non-retail fondsen bedoeld.

Arm's length beginsel

Dit principe bepaalt dat de verrekenprijzen voor groepstransacties moeten worden vastgesteld in lijn met de prijzen die tussen twee ongerelateerde partijen onder dezelfde omstandigheden tot stand zouden komen.

Asset Backed Commercial Paper (ABCP)

Kortlopend schuld papier met onderpand, doorgaans bestaande uit kredieten.

Asset Backed Securities (ABS)

Financieel instrument dat wordt gefinancierd met een kasstroom gegenereerd uit activa die tevens dienen als onderpand.

Bankvergunning

Vergunning die benodigd is om bancaire activiteiten te verrichten. Bancaire activiteiten worden gedefinieerd als het aantrekken van opvorderbare gelden van het publiek en het gebruiken van dit geld om het bedrijfsmatig uit te zetten.

Belastingontduiking

Het overtreden van belastingregels om belasting van geldstromen te voorkomen. Dit is illegaal.

Belastingontwijking

Het binnen de letter van de wet, maar tegen de geest of doelstelling van belastingwetgeving of belastingverdragen, gebruiken van mogelijkheden om belastingvoordeel te genieten.

Belastingverdrag

Een overeenkomst over de verdeling van heffingsrechten bij wederzijdse investeringsrelaties met het buitenland. In de verdragen worden onder andere afspraken gemaakt over het reduceren van bronheffingsstarieven op rente, royalty en dividenden.

Beleggingsinstelling

Beleggingsmaatschappijen (met rechtspersoonlijkheid) en beleggingsfondsen (zonder rechtspersoonlijkheid) die participaties uitgeven en daarmee collectieve beleggingen verrichten.

Beleggingsonderneming

Verricht beleggingsactiviteiten (zoals het handelen in financiële instrumenten voor eigen rekening) of verleent beleggingsdiensten (zoals bemiddeling in de aan- en verkoop van financiële instrumenten, vermogensbeheer of beleggingsadvies). Kortweg effectenbemiddelaars en vermogensbeheerders genoemd.

Beneficial owner(ship)

Verwoordt de eis dat degene aan wie het dividend, de rente of de royalty wordt uitbetaald ook de echte opbrengstgerechtigde moet zijn om in aanmerking te komen voor de verdragsvoordelen.

Bijzondere financiële instellingen (bfi's)

Ondernemingen of instellingen, ongeacht de rechtsvorm, welke ingezetenen zijn en waarin niet-ingezetenen, direct of indirect, via aandelenkapitaal of anderszins deelnemen en die tot doel hebben of zich in belangrijke mate bezighouden met het ontvangen van middelen van niet-ingezetenen en het doorbetalen daarvan aan niet-ingezetenen.

Bronbelasting

Het principe van een bronbelasting is dat de heffing wordt ingehouden op het brutobedrag van de betaling door de betaler. De bronbelasting moet vervolgens door de betaler binnen een bepaalde termijn worden afgedragen aan de lokale fiscus, of wordt door de fiscus direct ingehouden bij betaling. Het karakter van de bronheffing – het is een inhoudingsbelasting – brengt met zich mee dat deze verondersteld wordt voor rekening te komen van de (buitenlandse) ontvanger van de betaling.

Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS)

ABS waarbij de onderliggende activa bestaan uit zakelijke hypotheeken, met zakelijk onroerend goed als onderpand.

Credit Default Swap (CDS)

Overeenkomst tussen twee partijen waarbij het kredietrisico op een bepaalde lening wordt overgedragen aan een andere partij, waarvoor deze een vergoeding ontvangt.

Collateralised Debt Obligation (CDO)

Schuldpapier met onderpand, doorgaans bestaand uit gebundelde individuele leningen en/of effecten, die worden samengebracht om ze verhandelbaar te maken.

Deelnemingsvrijstelling

Regeling welke bepaalt dat geen vennootschapsbelasting wordt geheven over het dividend dat een in Nederland gevestigd bedrijf ontvangt van een dochtermaatschappij (in het buitenland), of over winst uit verkoop van aandelen in die dochter.

Doelvennootschap

Een rechtspersoon of vennootschap waaraan een trustkantoor specifiek gedefinieerde diensten verleent. Zie deel B van dit rapport voor een overzicht van deze diensten.

Exemption methode

Mitigerende regel in nationale wetgeving ter voorkoming van dubbele belastingheffing. Bij de *exemption* methode wordt het inkomen uit buitenlandse bron vrijgesteld.

Financiële leasemaatschappij

Onderneming die financiering verstrekt in het kader van financiële lease, waarbij degene die de bedrijfsmiddelen least economisch eigenaar is. Dit in tegenstelling tot operationele lease waarbij de bedrijfsmiddelen eigendom van de leasemaatschappij blijven; operationele leasemaatschappijen worden beschouwd als financiële dienstverlener en daarom tot de sector niet-financiële bedrijven gerekend.

Financieringsmaatschappijen

Bfi's waarvan minimaal 90 procent van de activa bestaat uit leningen aan groepsmaatschappijen.

Foreign tax credit methode

Mitigerende regel in nationale wetgeving ter voorkoming van dubbele belastingheffing. Bij de *foreign tax credit* methode mag de belasting over het buitenlandse inkomen afgetrokken worden van de binnenlandse belasting over het wereldwijde inkomen.

Geldmarktfonds

Instelling die zich financiert met direct of op korte termijn opvorderbare gelden en deze uitzet in geldmarktpapier of kortlopende obligaties.

Hedgefonds

Hoewel een eenduidige definitie ontbreekt, is wel een aantal kenmerkende elementen te noemen. Ten eerste zijn hedgefondsen niet gericht op het volgen of verslaan van een benchmark, zoals veel beleggingsfondsen, maar op het behalen van nominale rendementen. Vaak wordt een deel van de risico's afgedekt ('hedgen'), dat wil zeggen gereduceerd of weggenomen, door te investeren in andere activa of financiële instrumenten. Hedgefondsen werken verder vaak met geleend geld, en investeringen in de fondsen zijn over het algemeen niet op korte termijn te gelde te maken. Ten slotte is het kenmerkend voor hedgefondsen dat de portfoliomanagers zelf geld inleggen en dat er gewerkt wordt met *incentive fees* voor de managers.

Houdstermaatschappijen

Bfi's waarvan minimaal 90 procent van de activa bestaat uit deelnemingen.

Low Tax jurisdiction

Landen met een laag winstbelastingtarief. In dit rapport wordt met twee definities van 'laag' gewerkt: een winstbelastingtarief lager dan 10 procent en een winstbelastingtarief van 10 procent-15 procent. Zie deel B voor een overzicht van de landen die binnen de definitie vallen.

Kredietintermediatie

Kredietverstrekking via een derde, intermediaire, partij.

Krediettransformatie

Het verbeteren van de kwaliteit van een leningportefeuille door het toekennen van verschillende prioriteiten aan schuldeisers.

Leverage

De mate van financieren met vreemd vermogen.

Liquiditeitstransformatie

Het gebruik van liquide middelen om illiquide middelen mee te financieren.

Looptijdtransformatie

Het gebruik van korte middelen om lange termijn leningen te financieren.

Offshore Financial Centre (OFC)

Er zijn verschillende definities van *Offshore Financial Centres*. Hier wordt gebruikgemaakt van een lijst opgesteld door DNB. Zie deel B voor een overzicht van de landen die binnen de definitie vallen.

Overige Financiële Instellingen (OFI's)

Alle financiële instellingen behalve banken, verzekeraars en pensioenfondsen.

Originator

De partij die overgaat tot securitisatie van (financiële) activa.

Repurchase Agreement (*Repo*)

Financiële dienstverlening waarbij effecten worden verkocht, met een contractuele verplichting van de verkoper om de stukken op een latere datum terug te kopen tegen een vastgelegde prijs. Dit is een vorm van *securities lending* waarbij het primair gaat om de lening en de effecten het onderpand vormen.

Royalty

Vergoeding voor het mogen exploiteren van een licentie op merkrecht.

Royaltymaatschappijen

Een royaltymaatschappij is een bfi waarvan de optelsom van inkomende en uitgaande royaltystromen ten minste € 100.000 bedraagt EN/OF waarvoor het aandeel inkomende of uitgaande royaltystromen in zijn totale inkomende en uitgaande stromen (dividend, rente en royalty) ten minste 50 procent bedraagt.

Schaduwbankieren

Het systeem van kredietintermediatie voor zover uitgevoerd door entiteiten en activiteiten buiten het reguliere bankbedrijf.

Special Purpose Vehicle (SPV)

Entiteiten die gebruikt worden om activa te securitiseren. Er wordt daarom ook wel gesproken van securitisatievehikels. Meestal gaat het om leningen, zoals hypothecaire leningen, consumptieve kredieten of bedrijfsleningen.

Substance-eisen

In de fiscale praktijk gaat substance om feitelijke, reële aanwezigheid van bedrijven als voorwaarde om gebruik te kunnen maken van fiscale faciliteiten.

Synthetische SPV

SPV die niet de financiële activa van de *originator* overneemt, maar het risico op die activa.

Systeemrisico

Dit is het risico dat een probleem bij één financiële instelling via een domino-effect leidt tot problemen bij andere financiële instellingen, en daardoor mogelijk tot problemen in de reële economie.

Tax haven

Er zijn verschillende definities van *tax haven*. Hier wordt gebruikgemaakt van een lijst opgesteld door Gravelle. Zie deel B voor een overzicht van de landen die binnen de definitie vallen.

Transfer-pricing

Het vaststellen van prijzen en condities bij transactie tussen gelieerde partijen. Internationaal aanvaard is het beginsel dat deze dienen plaats te vinden volgens het arm's length beginsel.

True sale SPV

SPV waarvan de kern van de activiteiten betreft het opkopen van gesecuritiseerde financiële activa, waardoor investeringen in kredietgerelateerde producten meer dan 95 procent van het balanstotaal bepalen.

Trustkantoor

Een rechtspersoon, vennootschap of natuurlijke persoon die, al dan niet tezamen met andere rechtspersonen, vennootschappen of natuurlijke personen, beroeps- of bedrijfsmatig een of meer van de specifiek gedefinieerde diensten verleent. Zie deel B voor een overzicht van deze diensten.

Vennootschapsbelasting

Zie Winstbelasting.

Vestigingsklimaat

De aantrekkingskracht van een land of een regio om een vestiging (zoals een distributiecentrum of een hoofdkantoor) te openen.

Winstbelasting

Belasting die wordt geheven over de winst van rechtspersonen.

Deel B

Bijzondere financiële instellingen

Leeswijzer

Dit rapportdeel schetst een beeld van bijzondere financiële instellingen (bfi's) in Nederland. Bfi's zijn veelbesproken, maar een gestructureerd totaalbeeld van de sector ontbreekt. Dit rapportdeel heeft als doel een dergelijk totaalbeeld te schetsen, met als kernvragen: wat zijn bfi's, hoe groot is de bfi-sector, welke activiteiten worden ondernomen en waarom, en wat is enerzijds het economisch belang en anderzijds het risico van de sector voor Nederland? De structuur van het rapportdeel volgt in grote lijnen deze onderzoeksvragen.

Hoofdstuk 1 definieert bfi's en legt in een notendop uit wat ze doen en hoe groot de sector is. Daarbij wordt tevens aandacht geschonken aan de spraakverwarring die heerst rondom bfi's. Hoe verhouden deze instellingen zich tot begrippen als 'brievenbusmaatschappijen', 'doelvennootschappen' en 'trustkantoren'?

Hoofdstuk 2 gaat in op de vraag waarom bfi's zich in Nederland vestigen. De nadruk in de discussie over bfi's ligt over het algemeen op fiscale elementen. Eerst wordt daarom een overzicht gegeven van elementen in het Nederlandse fiscale beleid die mogelijk van invloed zijn op de aantrekkingskracht van Nederland als vestigingsplaats voor bfi's. Tevens wordt stilgestaan bij de achtergrond van dit beleid. Om te bepalen of Nederland ook daadwerkelijk 'aantrekkelijk' is, wordt vervolgens een vergelijking gemaakt met fiscaal beleid in andere landen. Het hoofdstuk sluit af met een analyse van andere vestigingsfactoren die van belang kunnen zijn bij het vestigen van bfi's in Nederland.

Na een korte blik op de sector in hoofdstuk 1 geeft hoofdstuk 2 een gedetailleerde inzage in de sector. Eerst wordt ingegaan op structuurvariabelen zoals aantallen, balanstotalen en geldstromen. Vervolgens wordt de sector ingedeeld in groepen bfi's op basis van de voornaamste fiscale motieven en wordt ingegaan op de activiteiten en andere specifieke elementen van elk van deze groepen.

In hoofdstuk 4 staan de fiscale motieven van bfi's centraal. De motieven worden opgedeeld in het voorkomen van dubbele en het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing. Hiermee tracht het hoofdstuk het inzicht in het 'waarom' van bfi's te vergroten, en de politieke en maatschappelijk discussie over de fiscale motieven van bfi's van meer informatie te voorzien.

In hoofdstuk 5 en hoofdstuk 6 wordt ingegaan op het economisch belang respectievelijk het risico van bfi's voor Nederland. Om het economisch belang in te schatten wordt een aantal indicatoren besproken, en wordt aangegeven wat wel en wat niet als daadwerkelijke impact van bfi's op de Nederlandse economie moet worden gezien. Bij risico's wordt ingegaan op factoren die samenhangen met bfi's en mogelijk schade zouden kunnen berokkenen aan Nederland.

Dit is geen fiscaal onderzoeksrapport, maar fiscale elementen spelen wel een belangrijke rol in de discussie over bfi's. Om de geïnteresseerde lezer van achtergrond te voorzien is in Bijlage A een korte verhandeling over internationale fiscale planning opgenomen. Voor toelichting op de begrippen zij verwezen naar de begrippenlijst achter het rapportdeel Synthese.

In Bijlage D is een drietal casestudies uitgewerkt. In Bijlage I is de gehanteerde methode bij het verwerken van de microgegevens over bfi's toegelicht. In de overige bijlagen zijn achtergronden opgenomen bij de diverse hoofdstukken, waarbij Bijlage J additionele cijfers en figuren presenteert voor de geïnteresseerde lezer.

In rapportdeel A Synthese is een samenvatting opgenomen van dit rapportdeel over bfi's en wordt het geplaatst in de bredere scope van het gehele onderzoek.

Inhoudsopgave

1	Leeswijzer	v
2	Wat zijn bijzondere financiële instellingen?	39
2.1	Definities.....	39
2.2	In dezelfde vijver	40
2.3	In een notendop	44
3	Redenen voor vestiging in Nederland	49
3.1	Fiscale aantrekkingskracht	51
3.2	Vergelijking met andere landen.....	59
3.3	Meer dan het fiscale regime	64
3.4	Achtergrond fiscaal beleid.....	67
3.5	Synthese	69
4	Achter de voordeur.....	71
4.1	Sectorstructuur.....	71
4.2	Typering van bfi's.....	76
5	Fiscale motieven	83
5.1	Studies naar belastingontwijking en –ontduiking.....	87
5.2	Rentestromen via bfi's.....	88
5.3	Royaltystromen via bfi's	97
5.4	Dividendstromen via bfi's.....	98
5.5	Synthese	103
6	Economisch belang	105
6.1	Opbrengsten.....	106
6.2	Betaalde belastingen.....	107
6.3	Omzet van derde partijen	107
6.4	Werkgelegenheid.....	111
6.5	Vestigingsklimaat.....	117
6.6	Synthese	120
7	Risico	123
7.1	Integriteitrisico's	124
7.2	Reputatie als ‘belastingparadijs’	127
7.3	Grondslaguijholling en ontwikkelingslanden	129
7.4	Systeemrisico.....	133
Literatuur	137
Bijlage A	Internationale fiscale planning.....	143

Bijlage B	<i>Low tax jurisdictions, tax havens en Offshore Financial Centres</i>	149
Bijlage C	Analyse fiscale motieven dividendstromen	151
Bijlage D	Case studies	159
Bijlage E	Overzicht low tax jurisdictions	169
Bijlage F	Overzicht <i>tax havens</i> en <i>offshore financial centers</i>	171
Bijlage G	Belastingtarieven in EU-landen	173
Bijlage H	Berekeningen van belastingontduiking en –ontwijking.....	175
Bijlage I	Methode microgegevens	179
Bijlage J	Ondersteunende tabellen en figuren	181

1 Wat zijn bijzondere financiële instellingen?

De discussie over bijzondere financiële instellingen (bfi's; in de volksmond ook wel gevat onder het bredere begrip 'brievbusmaatschappijen') is vertroebeld doordat begrippen niet eenduidig zijn gedefinieerd of door elkaar worden gebruikt. Dit hoofdstuk ontwart de spraakverwarring en biedt een eerste blik op de sector. Er zijn ongeveer 12000 bfi's in Nederland met een balanstotaal van € 2890 miljard in 2010. In datzelfde jaar bedroeg het balanstotaal van het bankwezen ongeveer € 2261 miljard. De totale in- en uitgaande financiële stromen van bfi's bedroegen beide ongeveer € 4000 miljard in 2011. In termen van fiscale motieven zijn vooral de dividend-, rente-, en royaltystromen van belang. Deze bedroegen in 2010 in totaal ongeveer € 153 miljard (inkomend) en € 125 miljard (uitgaand).

1.1 Definities

Er is veel geschreven en gesproken over bijzondere financiële instellingen (bfi's), zonder dat altijd duidelijk is wat daaronder moet worden verstaan. Dit is op zich niet gek – bfi's kunnen vele verschijningsvormen hebben. Een typering op hoofdlijnen gaat ongeveer als volgt.

Bfi's zijn gevestigd in Nederland, maar zijn direct of indirect in buitenlandse handen. Zij zijn primaire schakels in de financieringsactiviteiten van internationale concerns: ze trekken financiële middelen aan *uit* het buitenland en zetten dit ook weer uit *in* het buitenland.²⁶ Het geld kan van buitenlandse groepsmaatschappijen komen, maar ook van andere bronnen zoals banken of de kapitaalmarkt. De bestemming van de middelen betreft over het algemeen buitenlandse groepsmaatschappijen. Daarnaast beheren bfi's deelnemingen en intellectuele eigendomsrechten van internationale ondernemingen.

De Nederlandsche Bank (DNB) registreert bfi's ten behoeve van het opstellen van de betalingsbalans, en definieert deze als “ondernemingen of instellingen, ongeacht de rechtsvorm, welke ingezetenen zijn en waarin niet-ingezetenen, direct of indirect, via aandelenkapitaal of anderszins deelnemen en die tot doel hebben, of zich in belangrijke mate bezighouden met, het ontvangen van middelen van niet-ingezetenen en het doorbetalen daarvan aan niet-ingezetenen”.²⁷ DNB en het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) hanteren dezelfde definitie²⁸, die aansluit bij de internationale term ‘special purpose entity’ (spe) van de

²⁶ Met financieringsactiviteiten wordt niet alleen bedoeld op leningen. In hoofdstuk 3 zal blijken dat het verschaffen van eigen vermogen de primaire financieringsstroom van bfi's naar groepsmaatschappijen is.

²⁷ DNB registreert bfi's op grond van de Wet financiële betrekkingen buitenland 1994 (Wfbb). Zie verder: www.dnb.nl, Toelichting op het formulier 'Aanmelding Bijzondere Financiële Instellingen', v1.3, 2011.

²⁸ De betalingsbalans en de Nationale Rekeningen hanteren bfi's als aparte subsector. Omdat het in sommige gevallen arbitrair is of een instelling als bfi moet worden beschouwd, hebben DNB en CBS gezamenlijk een definitie ontworpen. Deze definitie is verwerkt in een 'beslisboom' die stapsgewijs bepaalt of een instelling een bfi is. Voorbeelden van criteria waaraan een instelling wordt getoetst zijn het ingezetenen zijn in Nederland en de mate waarin de balansposten bestaan uit doorgesluisde financiële middelen (DNB, 2008).

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD).²⁹ Bij het buitenlandse eigendoms criterium wordt niet alleen gekeken naar het juridische eigendom maar waar nodig ook naar (een inschatting van) het economische eigendom.³⁰

Box 1 Ontstaansgeschiedenis term 'bijzondere financiële instellingen'

In de periode na de Tweede Wereldoorlog werden deviezen- en kredietrestricties ingezet als instrumenten om de geldhoeveelheid te beheersen. Met deze restricties werden echter ook monetair neutrale transacties beperkt, zoals het door een dochtermaatschappij aantrekken en uitzetten van financiële middelen van en naar het buitenland in het kader van een fusie of een overname.

Tijdens de kredietrestricties in de jaren zeventig werd een soepeler beleid ontworpen voor transacties van buitenlandse multinationals die de Nederlandse geldhoeveelheid niet beïnvloedden. Dit beleid bestond aanvankelijk uit het verkrijgen van een vergunning per transactie. Dit werd later vervangen door een algemene vergunning voor vennootschappen die zich uitsluitend bezighielden met het opnemen en uitzetten van gelden in het buitenland.

Aan dit vergunningstelsel kwam met de liberalisatie van het kapitaalverkeer in 1983 een einde. De vennootschappen die zich primair richten op monetair neutrale transacties worden sindsdien als 'bijzondere financiële instelling' (bfi) geregistreerd door DNB.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op DNB (2000).

1.2 In dezelfde vijver

In het publieke debat wordt in relatie tot bfi's veelal gesproken over 'brievenbusmaatschappijen'. Ook trustkantoren en doelvennootschappen worden in één adem genoemd. Deze begrippen zijn gerelateerd maar zijn zeker geen synoniemen.³¹

Trustkantoren houden zich bezig met het beheer van vennootschappen. Naast het beheer voeren zij allerhande andere activiteiten uit voor de vennootschappen, zoals administratie, het werven van bestuurders, het verlenen van advies, beheer en coördinatie van activiteiten in Nederland of het fungeren als tussenschakel naar andere adviseurs zoals accountants en juridisch specialisten. De eigenaren van de vennootschappen zijn de eindklanten van de trustkantoren. Het merendeel van die eigenaren betreft buitenlandse aandeelhouders. Het overgrote deel van de activiteiten van trustkantoren valt onder de Wet toezicht trustkantoren (Wtt).³² De vennootschappen aan wie trustkantoren diensten verlenen die onder de Wtt vallen, worden doelvennootschappen genoemd. Dit geldt voor de meeste klanten en activiteiten van trustkantoren. Een relatief klein deel van de activiteiten (en klanten) van trustkantoren valt buiten de Wtt.

²⁹ In 2008 heeft de OECD het rapport 'Benchmark definition of Foreign Direct Investment' uitgegeven. Het rapport beschrijft dat het in een aantal gevallen niet duidelijk is of iets als 'foreign direct investment' te beschouwen is, waaronder in het geval van Special Purpose Entities (SPE's). Omdat er geen internationaal aanvaarde definitie van SPE's bestond, heeft de OECD in 2008 een 'benchmark' definitie ontworpen die algemene kenmerken van SPE's beschrijft (OECD, 2008).

³⁰ Bijvoorbeeld bij stichtingen, waar op basis van alleen een juridisch criterium geen eigendom in het buitenland zou worden vastgesteld.

³¹ Andere termen die, al dan niet terecht, als synoniem voor bfi worden gebruikt zijn onder andere schakelvennootschap, tussenhoudster en doorstromer. In dit onderzoek wordt consequent de term bfi gebruikt.

³² Zie verder hoofdstuk 6.1.

Box 2 Spraakverwarring ontward: trustkantoren, doelvennootschappen en bfi's

- Een doelvennootschap is per definitie een klant van een trustkantoor.
- Andersom kan een trustkantoor ook niet-doelvennootschappen als klant hebben.
- De meeste bfi's, ongeveer 75 procent, zijn klant van een trustkantoor en kunnen daardoor over het algemeen worden aangemerkt als doelvennootschap. De overige bfi's zijn geen doelvennootschap.
- Er zijn ongeveer 12000 bfi's en 23500 doelvennootschappen.³³ Hoewel een groot deel van de bfi's onder de doelvennootschappen valt, zijn er dus veel meer doelvennootschappen dan bfi's.
- De term brievenbusmaatschappij wordt gebruikt voor bedrijven die, om fiscale redenen, zonder commerciële of operationele aanwezigheid in Nederland gevestigd zijn. Dit kan opgaan voor zowel doelvennootschappen en bfi's, maar dat hoeft niet altijd het geval te zijn.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

In de volksmond wordt de term brievenbusmaatschappij gebruikt voor de klanten van trustkantoren, omdat de kantoren voor hun klanten over het algemeen ook een vestigingsadres verzorgen. De buitenlandse aandeelhouder is, vaak om fiscale redenen, op zoek naar een vestiging in Nederland en zoekt een partij die daarbij kan assisteren. Het trustkantoor levert daartoe onder andere een vestigingsadres. Omdat de activiteiten als zodanig een beperkte personele inzet vragen, kunnen trustkantoren schaalvoordelen aanbieden door voor meerdere doelvennootschappen tegelijk dezelfde faciliteiten aan te bieden. Het gaat hier om een vorm van uitbesteding waardoor vele vennootschappen op eenzelfde adres gevestigd kunnen zijn, oftewel achter één spreekwoordelijke brievenbus kunnen vele bedrijven zijn gevestigd.

Box 3 Definitie van trustkantoren en doelvennootschappen

De Wet toezicht trustkantoren (artikel 1) definieert een *trustkantoor* als: “een rechtspersoon, vennootschap of natuurlijke persoon die, al dan niet tezamen met andere rechtspersonen, vennootschappen of natuurlijke personen, beroeps- of bedrijfsmatig een of meer van de volgende diensten verleent:

1. het zijn van bestuurder of vennoot van een rechtspersoon of vennootschap in opdracht van een, niet tot dezelfde groep als waarvan het trustkantoor deel uitmaakt behorende rechtspersoon, vennootschap of natuurlijke persoon;
2. het in opdracht van een niet tot dezelfde groep als waarvan het trustkantoor deel uitmaakt behorende rechtspersoon, vennootschap of natuurlijke persoon, ter beschikking stellen van het adres of het postadres, bedoeld in de artikelen 11, eerste lid, onderdeel c, en 14, eerste lid, onderdeel c, van de Handelsregisterwet 2007, aan een andere rechtspersoon of vennootschap, indien ten minste een van de volgende bijkomende werkzaamheden wordt verricht ten behoeve van die rechtspersoon of vennootschap of ten behoeve van een, tot dezelfde groep behorende, andere rechtspersoon, vennootschap of natuurlijke persoon:
 - a. het op privaatrechtelijk gebied geven van advies of het verlenen van bijstand, met uitzondering van het verrichten van receptiewerkzaamheden;
 - b. het verstrekken van belastingadvies of het verzorgen van belastingaangiften en daarmee verband houdende werkzaamheden;

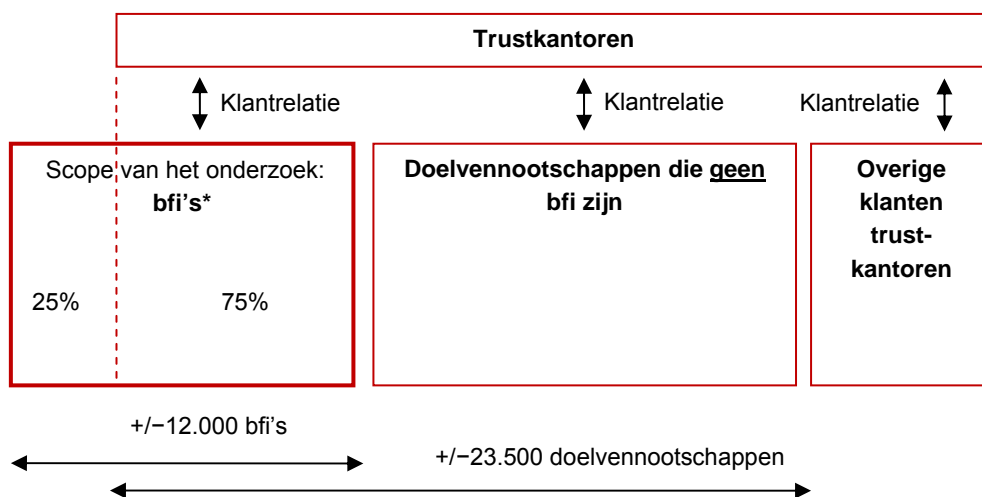
³³ Het exacte aantal doelvennootschappen bedraagt 23549 per 2012 en is gebaseerd op de jaarlijkse Instelling Specifieke Informatie (ISI) rapportage van DNB. Hier kunnen wel dubbelstellingen in zitten, omdat meerdere trustkantoren dezelfde doelvennootschap kunnen bedienen. Het exacte aantal bfi's betreft 11974 en is gebaseerd op een combinatie van de bfi-benchmark en de bfi-steekproef rapportage van DNB uit 2010.

- c. het verrichten van werkzaamheden in verband met het opstellen, beoordelen of controleren van de jaarrekening of het voeren van administraties;
 - d. het werven van een bestuurder voor een rechtspersoon of vennootschap;
 - e. andere bij algemene maatregel van bestuur aan te wijzen bijkomende werkzaamheden;
3. het verkopen van rechtspersonen;
 4. het zijn van een trustee in de zin van het Verdrag inzake het recht dat toepasselijk is op trusts en inzake de erkenning van trusts in opdracht van een, niet tot dezelfde groep als waarvan het trustkantoor deel uitmaakt behorende rechtspersoon, vennootschap of natuurlijke persoon; of
 5. andere bij algemene maatregel van bestuur aan te wijzen diensten”.
- Doelvennootschappen* worden in de Wtt (artikel 1) gedefinieerd als “een rechtspersoon of vennootschap waaraan een trustkantoor de hierboven onder (1) en (2) genoemde diensten verleent”.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op ministerie van Financiën (2012a).

Bfi's zijn op basis van de DNB-definitie (direct of indirect) in handen van buitenlandse partijen. Ook voor de vestiging van deze partijen spelen fiscale motieven over het algemeen een belangrijke rol, en is het niet altijd nodig om een groot kantoor of veel personeel te hebben. Het mag dan ook geen verbazing wekken dat het merendeel van de bfi's, ongeveer 75 procent, klant is van een trustkantoor. De overige bfi's verzorgen de diensten, die anders door een trustkantoor kunnen worden uitgevoerd, zelf, dit bijvoorbeeld omdat er in Nederland zustermaatschappijen zijn gevestigd die de benodigde expertise en personeel hebben of omdat de bfi zelf over voldoende personeel en expertise beschikt. Ook voor bfi's wordt soms de term 'brievenbusmaatschappij' gebruikt, vermoedelijk om dezelfde redenen als voor het gebruik van deze term bij doelvennootschappen. De meeste bfi's zijn klant van een trustkantoor en zijn daarmee per definitie ook doelvennootschap onder de Wtt. Maar er zijn ongeveer 23500 doelvennootschappen en ongeveer 12000 bfi's.³⁴ Dat wil zeggen dat veel doelvennootschappen geen bfi zijn.

Figuur 1 De relatie tussen trustkantoren, doelvennootschappen en bfi's ontward



Bron: SEO Economisch Onderzoek; *75 procent van de bfi's is dus een doelvennootschap; de breedte van de vlakken is niet bedoeld om het aantal of andere waarden te reflecteren.

³⁴ Interne cijfers DNB, 2012 respectievelijk 2010. Zie voetnoot 33.

Dit onderzoek gaat over bfi's. Dat betekent dat een groot deel van de doelvennootschappen buiten de scope valt. Hoewel de begrippen in het publieke debat dicht tegen elkaar aan schuren, zijn deze twee groepen instellingen, i.c. doelvennootschappen die wel bfi zijn en doelvennootschappen die geen bfi zijn, om totaal verschillende redenen geformeerd, gedefinieerd en onder (indirect) toezicht geplaatst.³⁵ Hierdoor bestaat er geen formele aansluiting in de begripsvorming of dataverzameling. Juist omdat de twee begrippen in het publieke debat desalniettemin zo verbonden zijn, is het zinvol te kijken wat voor typen bedrijven klant zijn van trustkantoren³⁶ om zo te achterhalen welke vennootschappen wel tot doelvennootschappen maar niet tot bfi's behoren.

Bfi's zijn gedefinieerd als vennootschappen met een buitenlandse aandeelhouder die zich vooral bezig houden met het ontvangen van geld uit en uitbetalen van geld aan het buitenland (zie paragraaf 1.1). Hieruit blijkt dat klanten van trustkantoren met een Nederlandse eigenaar, of die zich primair met andere activiteiten bezig houden, wel doelvennootschap zijn maar niet tot de bfi's worden gerekend.

Een deel van de klanten van trustkantoren bestaat uit houdster-, financierings- en royaltymaatschappijen met een buitenlandse aandeelhouder. Die verrichten activiteiten zoals bedoeld in de definitie van bfi's en zijn dus zowel doelvennootschap als bfi. Hetzelfde soort bedrijven met een Nederlandse eigenaar vallen niet onder de bfi's. Hetzelfde geldt voor *Special Purpose Vehicles* (SPV's). SPV's worden over het algemeen gebruikt om activa van financiële partijen te securitiseren. Als deze in handen zijn van buitenlandse partijen, worden ze normaliter gerekend tot de bfi's, als ze in handen zijn van een Nederlandse eigenaar niet.

Klanten van trustkantoren die ook commercieel en/of operationeel actief zijn in Nederland verrichten primair andersoortige activiteiten dan bfi's, en zijn vanwege het karakter van de activiteiten geen bfi. Ook zogenoemde doorstroomvennootschappen die eigendom zijn van trustkantoren zelf en een Nederlandse eigenaar hebben, zijn vanwege dit eigenaarschap geen bfi. In beide gevallen is daarentegen wel sprake van doelvennootschappen.

Dan resteert er nog een groep klanten van trustkantoren waarvan het op voorhand niet zeker is of ze wel of niet tot de bfi's kunnen worden gerekend. Gedacht kan worden aan vennootschappen in het kader van familiestructuren (stichting administratiekantoor, stak's) en leasingstructuren. Stak's worden gebruikt door families om de juridische controle over het familiebedrijf te scheiden van het economisch eigendom. Er lopen beperkt financiële stromen door deze vennootschappen, behalve dividend. Het eigendom kan in binnenlandse of buitenlandse handen liggen. Het is daarom moeilijk vast te stellen of ze tot de bfi's worden gerekend of niet. Bij leasingstructuren gaat het om een in- en uitstroom van betalingen. Ook hier kan de eigenaar Nederlands of buitenlands zijn en is op voorhand niet vast te stellen of ze tot de bfi's moeten worden gerekend.

Op basis van informatie verkregen van trustkantoren resulteert een aandeel van ongeveer 14 procent van het aantal doelvennootschappen met een Nederlandse eigenaar (geen bfi) en 86

³⁵ Doelvennootschappen zijn gedefinieerd in het kader van de Wtt, bfi's in het kader van het opstellen van de betalingsbalans en de Nationale Rekeningen.

³⁶ Aangenomen dat 'klanten van trustkantoren' tot de doelvennootschappen kunnen worden gerekend.

procent met een buitenlandse eigenaar (mogelijk bfi).³⁷ Een inschatting van de aandelen van de andere hierboven besproken categorieën bleek helaas niet mogelijk omdat de trustkantoren hun klanten veelal niet op deze manier classificeren in hun systemen.³⁸ In Tabel 1 is voor de besproken typen doelvennootschappen aangegeven welke wel en welke niet tot de bfi's worden gerekend.

Tabel 1 Eigendom en aard activiteiten bepaalt of een doelvennootschap ook een bfi is

Doelvennootschappen met een	Nederlandse eigenaar	Buitenlandse eigenaar
	Geen bfi (14%)	Mogelijk bfi (86%)
<i>Waarvan:</i>		
Houdstermaatschappijen	Geen bfi	Bfi
Financieringsmaatschappijen	Geen bfi	Bfi
Royaltymaatschappijen	Geen bfi	Bfi
Stak's	Geen bfi	Mogelijk bfi
SPV's: securitisatie	Geen bfi	Bfi
SPV's: CDO/CLO	Geen bfi	Bfi
Leasingstructuren	Geen bfi	Mogelijk bfi
Intermediate/Doorstroomstructuren	Geen bfi	Geen bfi
Commercieel/operationeel actieve venn.	Geen bfi	Geen bfi

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op Van de Berg (SEO, 2008), www.dnb.nl (nieuwsbrieven doelvennootschappen), gesprekken met werknemers van trustkantoren en eigen analyse; aandelen Nederlandse respectievelijk buitenlandse eigenaar op basis van een uitvraag onder trustkantoren met een respons die ongeveer 40 procent van de doelvennootschappen dekt.

Meer dan een ruw inzicht in de oorzaken voor het verschil in aantal doelvennootschappen en aantal bfi's is niet mogelijk op basis van de beschikbare gegevens. Duidelijk is in ieder geval dat vennootschappen die *wel* tot doelvennootschappen worden gerekend maar *niet* tot bfi's geen buitenlandse eigenaar hebben en niet als voornaamste functie om financiële stromen uit het buitenland door te laten stromen naar het buitenland. Zij vallen daarmee niet binnen het reguliere beeld van de 'brievbusmaatschappij', of binnen de discussie over bijvoorbeeld misbruik van Nederlandse verdragen of belastingontwijking, en vallen om die reden ook buiten de scope van dit onderzoek.³⁹ Doelvennootschappen die geen bfi zijn, zijn dan ook niet opgenomen in de analyse in het vervolg van dit rapport.

1.3 In een notendop

In Nederland heerst een aantrekkelijk vestigingsklimaat voor bfi's, waarbij typisch fiscale elementen een rol spelen maar ook meer algemene vestigingsfactoren. Een nadere toelichting op

³⁷ Op basis van gegevens over ongeveer 40 procent van de doelvennootschappen.

³⁸ Een aantal kantoren heeft wel inschattingen aangeleverd. Op basis hiervan kon echter geen representatief beeld worden bepaald. Wel is duidelijk dat de buitenlandse houdstermaatschappijen, op basis van data van een beperkt aantal trustkantoren, een relatief groot aandeel in te nemen. Hier kunnen helaas geen eenduidige conclusies aan worden verbonden. Behalve dan het advies tot nader onderzoek om meer helderheid te krijgen bij de partijen die wel als doelvennootschap maar niet als bfi worden aangemerkt.

³⁹ Fiscaliteiten kunnen overigens nog steeds een rol spelen bij het opzetten van de vennootschappen.

deze achterliggende redenen volgt in de volgende hoofdstukken. Hieronder volgt een aantal kerngegevens van bfi's. In hoofdstuk 3 wordt de sector meer in detail besproken en gekwantificeerd.

Op basis van DNB-gegevens zijn er per 2010 ongeveer 12000 bfi's.⁴⁰ Hiervan is ongeveer 15 procent bepalend voor het totaalbeeld, in termen van balanstotaal. Zij bezitten tezamen 90 procent van alle activa/passiva die door bfi's worden aangehouden. In dit rapport wordt een deel van de gegevens weergegeven voor alle bfi's en een deel voor de grootste bfi's (zie Box 4).

Box 4 Een deel van de data in dit rapport betreft alle bfi's, een deel een subset van grootste bfi's

Omwille van de efficiëntie ondervraagt DNB de grootste bfi's maandelijks en jaarlijks met een gedetailleerde uitvraag, en de overige bfi's om het jaar op basis van een beperktere vragenset. De grootte wordt bepaald op basis van het balanstotaal, en hierbij worden de bfi's die 90 procent van het balanstotaal bepalen als 'de grootste bfi's' gezien. Het aantal 'grootste bfi's' is ongeveer 15 procent van het totaal aantal bfi's. De laatste, volledig verwerkte stand van de totale bfi-populatie stamt uit 2010 (circa 12000 bfi's), voor de uitvraag van de grootste bfi's is dit 2011 (circa 1500 bfi's). Zie Bijlage I voor meer informatie over de methode van onderzoek.

Waar mogelijk wordt in dit onderzoek gerapporteerd over alle bfi's (aangegeven als 'o.b.v. alle bfi's'), voor een deel van de data zijn alleen gegevens van de beperktere bfi-set beschikbaar (aangegeven als 'o.b.v. grootste bfi's'). Dit wordt steeds vermeld bij de gerapporteerde data.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Tabel 2 en Tabel 3 illustreren enkele kerngegevens van de bfi-sector. De 12000 bfi's per 2010 hebben gezamenlijk een balanstotaal van € 2890 miljard. Ter vergelijking: in datzelfde jaar bedroeg het balanstotaal van het Nederlandse bankwezen € 2261 miljard.

Tabel 2 Balanstotaal en bfi-aantallen (o.b.v. alle bfi's, bedragen × €1 mln.)

	Aantal BFI's	Balanstotaal ⁴¹
2006	9.108	1.853.856
2008	10.947	2.518.840
2010	11.976	2.889.996

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

In 2011 bedroegen de financiële transacties, grosso modo: de ontvangsten en uitgaven, van bfi's in de steekproef ongeveer € 4000 miljard.⁴² De financiële transacties bevatten zowel de toe- en afname van leningen, deelnemingen en andere financiële activa, als de daarover genoten en

⁴⁰ Het totale aantal bfi's bedroeg 13.644 per eind 2010, en 13795 per eind 2011. Het verschil betreft eenheden met een zeer klein balanstotaal (kleiner dan €1.000), ofwel eenheden die ten onrechte geen cijfers hebben gerapporteerd, ofwel eenheden die niet meer actief zijn maar nog wel geregistreerd zijn als bfi. Hier wordt verder uitgegaan van het totaal van 12.000 bfi's in 2010.

⁴¹ Voor balanstotaal is in het hele rapport het activatotaal gebruikt.

⁴² Hoewel in deze cijfers alleen de grootste bfi's zijn opgenomen, betreft het naar verwachting het overgrote deel van de bfi-stromen.

betaalde dividend en rente.⁴³ In het geval van het doorrollen van leningen worden de aflossing van de oude lening alsook de opname van de nieuwe lening beide als transactie gezien.⁴⁴

De sommatie van ontvangsten en uitgaven wordt ook wel de bruto financiële stroom van bfi's genoemd, die dus ongeveer € 8000 miljard bedraagt. Dit bedrag heeft weinig betekenis, omdat het een sommatie is van inkomende en uitgaande stromen die grotendeels direct gerelateerd zijn. Wat Nederland inkomt gaat er grosso modo ook weer uit. Het bedrag dat 'door Nederland stroomt' via de bfi's bedraagt dus geen € 8000 miljard, zoals soms gesteld, maar rond de € 4000 miljard.

Tabel 3 geeft de ontwikkeling van inkomende en uitgaande transacties weer.⁴⁵ Tot 2008 stegen deze, daarna is een daling te zien. Deze afname wordt verklaard door de langere looptijden van betreffende leningen na 2008, nadat de looptijden in 2007 en 2008 sterk waren verkort.⁴⁶

Tabel 3 Totale financiële stromen bfi's (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen × €1 mln.)

	Ontvangsten	Uitgaven
2006	2.326.775	2.336.605
2007	3.689.359	3.657.413
2008	5.214.845	5.215.361
2009	4.852.437	4.851.539
2010	4.413.055	4.416.685
2011	4.009.981	3.988.270

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

In 2011 bestond het grootste deel van de inkomende transacties uit leningen van groepsmaatschappijen, ongeveer 40 procent van de ontvangsten, en uit leningen van derde partijen waaronder banken, ongeveer 35 procent van de ontvangsten.⁴⁷ Deze transacties betreffen met name het doorrollen van leningen.

In termen van fiscale motieven zijn niet zozeer de stromen ten aanzien van leningen en deelnemingen zelf relevant, maar vooral de dividend- en rentestromen die daarmee samenhangen, alsook de royaltystromen die samenhangen met intellectueel eigendom.⁴⁸ De dividend-, rente-, en royaltystromen bedroegen in 2010 in totaal ongeveer € 153 miljard (inkomend) en € 125 miljard (uitgaand), zie Tabel 4.⁴⁹

⁴³ Meer specifiek betreffen de financiële transacties alle posten die van invloed zijn op het financiële vermogen. Royalty's zijn hier niet in opgenomen. Onder financiële activa vallen bijvoorbeeld effecten en derivaten.

⁴⁴ Dit geldt zowel voor het doorrollen van door bfi's ontvangen kredieten als voor het doorrollen van door bfi's verstrekte kredieten.

⁴⁵ In lijn met de rapportagemethodiek van DNB, betreffen alle stromen in deze studie stromen van en naar het buitenland, binnenlandse stromen blijven buiten beschouwing.

⁴⁶ Zie DNB (2009a)

⁴⁷ De uitgaande transacties laten een vergelijkbaar beeld zien. Hoewel deelnemingen (in casu, ontvangen en verstrekt eigen vermogen) de grootste balansposten zijn (zie hoofdstuk 3), zijn de *transacties* die samenhangen met leningen dominant ten opzichte van deelnemingen omdat deze laatste een langere looptijd hebben.

⁴⁸ Royaltystromen zijn niet opgenomen in de financiële transacties.

⁴⁹ Dit cijfer is op basis van alle bfi's, waardoor alleen 2010 is weergegeven. In Bijlage J zijn voor de grootste bfi's ook cijfers opgenomen over 2011.

Tabel 4 Inkomende en uitgaande royalty-, dividend-, en rentestromen (o.b.v. alle bfi's, 2010, bedragen × €1 mln.)

	Inkomend	Uitgaand
Royalty	15.742	13.815
Dividend	106.735	76.433
Rente intragroep	24.090	13.304
Rente extern	6.789	21.256

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Het volgende hoofdstuk tracht te achterhalen wat de redenen zijn voor de aanwezigheid van bfi's in Nederland.

2 Redenen voor vestiging in Nederland⁵⁰

Nederlandse fiscale faciliteiten spelen een belangrijke rol in het aantrekken van bfi's. Deze zijn deels gericht op het voorkomen van dubbele belastingheffing. Met de mogelijkheden hiertoe, doen ook risico's voor misbruik van faciliteiten en belastingontwijking hun intrede. Substance-vereisten kunnen tegenwicht bieden. Om de aantrekkelijkheid van Nederland in fiscaal opzicht te beoordelen, moeten de fiscale voordelen, en substance als tegenkracht, in internationaal perspectief worden bezien. In dat opzicht is Nederland fiscaal aantrekkelijk. Niet zozeer vanwege lage nominale winstbelastingstarieven (daar loopt Nederland redelijk in de pas met andere EU-landen), maar vooral vanwege andere fiscale faciliteiten zoals het ontbreken van bronbelasting op rente en royalty en het uitgebreide verdragenetwerk. Hierbij speelt voor Nederland, net zo goed als voor andere landen, het dilemma tussen een aantrekkelijk fiscaal klimaat en het effect hiervan op belastingopbrengsten. Op een aantal vlakken bieden andere landen steeds vaker gelijksoortige fiscale faciliteiten. Er zijn dan ook meer factoren die de aantrekkingskracht van Nederland als vestigingsland voor bfi's bepalen.

In Nederland wordt het 'wereldwijde belastingsysteem' gehanteerd: ingezetenen zijn belastingplichtig voor hun wereldwijd gegenereerde inkomen en niet-ingezetenen zijn alleen belastingplichtig voor het inkomen dat in Nederland wordt gegenereerd (zie in Bijlage A). Het tarief voor winstbelasting, ook wel vennootschapsbelasting genoemd, bedraagt 25 procent.⁵¹ Daarnaast wordt een bronbelastingtarief van 15 procent gehanteerd over uitgaand dividend.⁵²

Het streven om dubbele belastingheffing te voorkomen, is sterk verweven in het Nederlandse fiscale beleid. Dat het heffen van dubbele belastingheffing schadelijk is, is een internationaal geaccepteerd uitgangspunt (zie bijvoorbeeld OECD, 2013). Maatregelen om dubbele belastingheffing te voorkomen, kunnen echter ook nadelige gevolgen hebben, bijvoorbeeld in de vorm van belastingontwijking. Een beoordeling van faciliteiten die met dit argument worden gevoerd, vraagt dan ook om een analyse van zowel baten als kosten. Hoewel een dergelijke brede analyse buiten de scope van dit rapport ligt, tonen de resultaten wel het belang van voldoende oog voor de kosten aan.

⁵⁰ De beschrijving van het Nederlandse fiscale regime in dit hoofdstuk beperkt zich tot de elementen die relevant worden geacht voor de analyse van bfi's. De beschrijving is primair gebaseerd op de sectie over Nederland in de *Worldwide corporate tax guide* van Ernst & Young, ministerie van Financiën (2012), diverse websites van belastingadviseurs (onder andere Ernst & Young, KPMG, Deloitte, PwC en Tax Consultants International) en interviews.

⁵¹ Voor de eerste € 200.000 aan belastbaar inkomen geldt een tarief van 20 procent. Onder bepaalde voorwaarden wordt inkomen uit (vormen van) intellectueel eigendom belast tegen 5 procent.

⁵² "Het principe van een bronbelasting is dat de heffing wordt ingehouden op het brutobedrag van de betaling door de klant. De bronbelasting moet vervolgens door de klant binnen een bepaalde termijn worden afgedragen aan de lokale fiscus, of wordt door de fiscus direct ingehouden bij betaling door de klant. Het karakter van de bronheffing - het is een inhoudingsbelasting - brengt met zich mee dat deze verondersteld wordt voor rekening te komen van de (buitenlandse) ontvanger van de betaling" (<http://www.agentschapnl.nl/onderwerp/wereld-bronbelasting>). "Het is internationaal gezien gebruikelijk dat een bronbelasting van niet-inwoners wordt geheven op vooral rente, dividend en royalty's. Ieder land is vrij in het bepalen van zijn eigen percentages maar veel landen hebben met andere landen afspraken gemaakt over enerzijds de maximale hoogte van de bronbelastingen die door het bronland mogen worden geheven en anderzijds de voorkoming die het woonland aan haar inwoners moet geven om dubbele belastingheffing te voorkomen. Deze afspraken zijn neergelegd in belastingverdragen" (http://taxci.nl/read/Bronbelastingen_buitenland?submenu=196).

Het belang dat Nederland hecht aan het voorkomen van dubbele belasting kan niet los worden gezien van de karakterisering van Nederland als klein, op het buitenland gericht handelsland. Het creëren van een gelijk fiscaal speelveld voor (internationaal opererende) Nederlandse bedrijven ten opzichte van de bedrijven in de landen waar zij zich vestigen, is daarmee een achterliggende doelstelling. Concreet geldt dit vooral voor het toepassen van het *exemption* systeem via de deelnemingsvrijstelling, het ontbreken van bronbelasting op rente en royalty en het uitgebreide verdragennetwerk.

Ongeacht de exacte achterliggende doelstelling, biedt de combinatie van Nederlandse fiscale faciliteiten aantrekkelijke mogelijkheden voor internationale concerns om, via bfi's, hun mondiale belastingafdrachten te minimaliseren. Dit wordt internationale fiscale planning genoemd. Fiscale planning is legaal: zowel in de rechtspraak van de Nederlandse Hoge Raad als die van het Europese Hof van Justitie wordt onderschreven dat bedrijven hun activiteiten op een fiscaal voordelige manier mogen inrichten. Gezien het belang van dit begrip, bevat Bijlage A ter achtergrond een nadere toelichting op internationale fiscale planning, inclusief een korte schets van enkele fiscale begrippen die relevant zijn voor de analyse in dit rapport. Box 5 relateert internationale fiscale planning aan belastingontduiking en belastingontwijking, twee begrippen die veelvuldig in het rapport terug zullen komen.

Box 5 Internationale fiscale planning, belastingontduiking en belastingontwijking

Met internationale fiscale planning verlagen internationale concerns het totale bedrag dat zij als groep moeten afdragen aan belasting via de (geografische) organisatie van hun activiteiten over de groep. Vanuit het principe van contractvrijheid is dit in beginsel legaal; bedrijven zijn vrij om hun activiteiten met dit doel te organiseren.

Belastingontduiking gaat over het voorkomen van belastingbetaling door de wet te overtreden, en is dan ook illegaal. Ontduiking kan uiteenlopen van het fout invullen van de aangifte tot het sturen van onterechte facturen. Er bestaat geen internationale maatstaf voor belastingontduiking, omdat belastingwetgeving in elk land anders is.

Waar bovenstaande begrippen als 'wit' respectievelijk 'zwart' kunnen worden gekarakteriseerd, bestaat er ook nog een 'grijs' gebied: belastingontwijking. Daar waar fiscale planning wel binnen de letter maar niet meer binnen de geest van de wet plaatsvindt, is volgens dit rapport sprake van belastingontwijking. De OECD (2013, p.5) stelt: “[t]he interaction of domestic tax systems (including rules adopted in accordance with international standards to relieve double taxation), however, can also lead to gaps that provide opportunities to eliminate or significantly reduce taxation on income in a manner that is inconsistent with the policy objectives of such domestic tax rules and international standards”.

Om belastingontwijking tegen te gaan, bestaan algemene en specifieke antimisbruikmaatregelen.⁵³ Op basis van deze regels kunnen transacties die strijd opleveren met doel en strekking van de belastingwet buiten beschouwing worden gelaten. Zowel bronlanden als de landen waar de uiteindelijke moeder is gevestigd, kunnen dergelijke antimisbruikbepalingen opnemen, bijvoorbeeld om misbruik van belastingverdragen te voorkomen.

⁵³ In Nederland wordt in dit verband ook wel gesproken over *fraus legis* (misbruik van (belasting)recht) en *fraus tractates* (misbruik van verdragsrecht). Zie Bijlage A, waar wordt ingegaan op *anti-avoidance* regels en CFC-regels.

Belastingontwijking is legaal.⁵⁴ Waar het hier om gaat, is het overtreden van de *doelstellingen* van belastingwetgeving. Het moge duidelijk zijn dat dit niet eenvoudig is vast te stellen, laat staan juridisch te beoordelen of te bestraffen. Volgens Finnerty et al. (2007) hebben landen dan ook grote moeite met het scheiden van internationale fiscale planning en belastingontwijking. In de praktijk is er een toenemend aantal landen dat voorwaarden stelt, bijvoorbeeld aan het verkrijgen van een verlaagd bronbelastingtarief.⁵⁵ Desalniettemin wijst de voortgaande discussie over belastingontwijking erop dat dit niet de standaard is.⁵⁶

De internationale politiek lijkt steeds meer de nadruk te leggen op een gecoördineerde aanpak om de mogelijkheden voor belastingontwijking terug te dringen, eerder dan om belastingontwijking op zichzelf aan te pakken.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op OECD (2013), Finnerty et al. (2007).

Dit hoofdstuk gaat eerst in op de fiscale faciliteiten die Nederland aantrekkelijk maken voor het vestigen van bfi's. Daarbij wordt tevens gekeken naar het tegenwicht dat wordt geboden om misbruik van deze faciliteiten te voorkomen aan de hand van substance-eisen. Paragraaf 2.2 beoordeelt vervolgens de relatieve aantrekkingskracht van de fiscale faciliteiten in internationaal verband: is Nederland aantrekkelijker dan andere landen? Omdat deze analyse aangeeft dat er mogelijk meer speelt dan alleen fiscale argumenten, kijkt paragraaf 2.3 naar andere elementen in het Nederlandse vestigingsklimaat. Paragraaf 3.4 gaat in op de achtergronden van het fiscale beleid.

Dit hoofdstuk richt zich dus op het 'waarom' van de aantrekkingskracht van Nederland voor bfi's. Na een beschrijving van de bfi-sector in hoofdstuk 3, buigt hoofdstuk 4 zich over de vraag 'hoe' via bfi's gebruik wordt gemaakt van de Nederlandse faciliteiten in het kader van internationale fiscale planning.

2.1 Fiscale aantrekkingskracht

2.1.1 Fiscale faciliteiten

De *deelnemingsvrijstelling* houdt in dat er geen belasting wordt geheven over de winst die een in Nederland gevestigd bedrijf ontvangt van een dochtermaatschappij in het buitenland.⁵⁷ De achterliggende doelstelling van de vrijstelling is om te voorkomen dat buiten Nederland door een buitenlandse dochtermaatschappij van een Nederlandse moedermaatschappij behaalde winsten, zowel in het buitenland als in Nederland worden belast. Als de dochter winst maakt in het buitenland wordt daar doorgaans belasting over betaald. Het in Nederland belasten van door de

⁵⁴ Dit doet niks af aan de maatschappelijke discussie over belastingontwijking, die gaat immers over moraliteit en niet over legaliteit.

⁵⁵ In de interviews werd bijvoorbeeld op China en Indonesië gewezen.

⁵⁶ Overigens is het in beginsel een keuze van een land zelf om al dan niet dergelijke bepalingen op te nemen. Zoals blijkt in hoofdstuk 2.4 kunnen hierbij tegengestelde belangen spelen. Daarnaast betekent het bestaan van dergelijke regels nog niet dat naleving wordt afgedwongen.

⁵⁷ Meer formeel: bij een in Nederland gevestigde houdstermaatschappij wordt geen vennootschapbelasting geheven op genoten dividenden uit, en winsten uit verkoop van, binnenlandse of buitenlandse deelnemingen.

dochter uitgekeerde winst aan de Nederlandse moedermaatschappij (dividend) zou dan resulteren in een tweede heffing.⁵⁸

In 1997 zijn de regels voor de deelnemingsvrijstelling aangepast om ongewenst gebruik te voorkomen. In 2007 en 2010 zijn de regels verder aangescherpt. Een tweetal voorwaarden is hier relevant. Vrijstelling is mogelijk voor deelnemingen in een ‘actieve onderneming’ en in beginsel niet als een deelneming als belegging wordt aangehouden (‘passieve onderneming’).⁵⁹ De laatste categorie betreft inkomen uit beleggingen anders dan onroerend goed, uit groepsfinancieringsactiviteiten en uit *Intellectual Property* activiteiten. Dividend uit het ter beschikking stellen van geld of goederen binnen een internationale groep valt dus in beginsel niet onder de deelnemingsvrijstelling. Bij een actieve onderneming kan gedacht worden aan ‘reële activiteiten’ zoals het exploiteren van een fabriek.⁶⁰ Een tweede voorwaarde om gebruik te maken van de deelnemingsvrijstelling is dat het bronland een ‘redelijke’ winstbelasting heft.⁶¹ De Nederlandse wetgever hanteert hierbij een minimaal (effectief) winstbelastingtarief van 10 procent. Bij een lager winstbelastingtarief in het land waar het dividend vandaan komt, wordt het dividend in Nederland in beginsel niet vrijgesteld. Om in aanmerking te komen voor vrijstelling moet aan één van deze twee voorwaarden worden voldaan.⁶² Dividend van een ‘passieve deelneming’ wordt dus *wel* vrijgesteld als er een winstbelastingtarief van meer dan 10 procent geldt in het bronland, en dividend uit een land met een winstbelastingtarief lager dan 10 procent wordt *wel* vrijgesteld als het van een actieve deelneming komt.⁶³

Om innovaties en research & development te stimuleren kunnen bedrijven de *Innovatie Box* toepassen. Door toepassing hiervan wordt inkomen uit zelf ontwikkeld intellectueel eigendom tegen een effectief tarief van 5 procent, in plaats van het normale tarief van 25 procent, belast. Specifiek gaat het om inkomen dat wordt gegenereerd uit innovatieve activiteiten waarvoor een octrooi is verkregen of die te kwalificeren zijn als speur- en ontwikkelingsactiviteiten. Merkrechten, logo’s en soortgelijke activa vallen niet onder de regeling. De ontwikkelingskosten gelden als drempelwaarde: het lagere tarief geldt alleen voor het netto inkomen boven de ontwikkelingskosten. Er bestaat geen maximum van het inkomen dat onder deze regeling valt.

Nederland heeft een uitgebreid *stelsel van belastingverdragen* met andere landen, die ingaan op de toepassing van belastingwetgeving bij wederzijdse investeringsrelaties met het buitenland. In de

⁵⁸ Met de vrijstelling wordt ook voorkomen dat het Nederlandse bedrijf op dit vlak een (fiscaal) concurrentienadeel heeft ten opzichte van lokale bedrijven in het land van vestiging. De winst die in het buitenland wordt behaald, wordt in dat buitenland belast, onder de aldaar geldende regels. Indien het land waar de dochtermaatschappij is gevestigd een hogere winstbelasting heft dan Nederland, is de winst van die dochter tegen een hoger tarief belast dan het Nederlandse. Indien het land waarin de dochtermaatschappij is gevestigd een lager winstbelastingtarief hanteert dan Nederland, dan is die winst tegen een lager tarief belast. In beide gevallen wordt de winst bij uitkering aan de Nederlandse moedermaatschappij niet alsnog in Nederland belast. Zo is die buitenlandse dochtermaatschappij fiscaal in dezelfde positie als lokaal opererende ondernemingen.

⁵⁹ Dit wordt de ‘oogmerktoets’ genoemd.

⁶⁰ De vraag of ‘actief inkomen’ in de praktijk daadwerkelijk aansluit bij wat in het spraakgebruik onder ‘reële activiteiten’ wordt verstaan (zoals het exploiteren van een fabriek), valt buiten de scope van dit onderzoek.

⁶¹ Dit wordt de ‘onderworpenheidstoets’ genoemd.

⁶² Een derde voorwaarde is dat de bezittingen van de deelneming niet voor meer dan de helft uit beleggingen mogen bestaan (de bezittingentoets).

⁶³ Voor de volledigheid zij vermeld dat er nog aanvullende voorwaarden gelden waaraan moet worden voldaan.

verdragen worden onder andere afspraken gemaakt over het reduceren van bronheffingstarieven op rente, royalty en dividenden. Indien in het bronland namelijk belasting wordt betaald over uitgaande rente- en royaltybetalingen naar Nederland, waarna die als inkomsten ook in Nederland worden belast, resulteert dubbele heffing.⁶⁴ Ook de doelstelling van verdragen is dus om dubbele belastingheffing te voorkomen.⁶⁵

Om voor gebruik van belastingverdragen in aanmerking te komen, moeten bedrijven feitelijk in Nederland zijn gevestigd (inwoner) en moeten zij de feitelijk gerechtigde (*beneficial owner*) zijn van de geldstromen die aan hen worden overgemaakt.⁶⁶ De Nederlandse belastingdienst toetst in elk geval op substance als een bedrijf een *advanced tax rulings* of *advanced pricing agreements* aanvraagt.⁶⁷ De toets of er sprake is van *beneficial ownership*, en de invulling van het begrip, ligt in eerste plaats bij het bronland (ministerie van Financiën, 2012, p.7).

Box 6 Hoe zit het met belasting over Nederland inkomend en uitgaand dividend?

Door de bank genomen is dit wat er fiscaal gezien gebeurt met *dividend* dat Nederland inkomt en/of uitgaat.

Door de deelnemingsvrijstelling is winst die wordt uitgekeerd door buitenlandse dochters aan Nederlandse bedrijven (*inkomende dividenden*) onder bepaalde voorwaarden vrijgesteld van belasting in Nederland.

In het land van de buitenlandse dochter wordt over het algemeen winstbelasting geheven, waardoor het dividend als winst al belast is voordat het naar Nederland komt. Daarnaast kan in het buitenland ook bronbelasting over uitbetaalde dividenden worden geheven, maar Nederland spreekt in belastingverdragen vaak af dat in het buitenland een lager (of zelfs nul-)tarief geldt.

Over *uitgaande dividenden* is in Nederland bronbelasting, de zogenoemde dividendbelasting, verschuldigd. Ook hier spelen belastingverdragen een rol, nu met Nederland als bronland, waardoor het tarief dat Nederland rekent op dividendbetalingen naar landen waarmee Nederland een belastingverdrag heeft afgesproken in de regel lager uitvalt. Het is tenslotte mogelijk dat het land dat de dividendbetaling uit Nederland ontvangt, winstbelasting heft over de inkomende stroom. In de meeste landen wordt de eerder betaalde winstbelasting hierbij geheel of gedeeltelijk in mindering gebracht (in een *exemption* respectievelijk *tax credit* systeem, zie Box 20) om dubbele belasting te voorkomen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

⁶⁴ Dubbele heffing van dividend is hierboven reeds besproken.

⁶⁵ In de notitie fiscaal verdragsbeleid wordt aangegeven dat één van de twee hoofddoelen van verdragen is om juridische dubbele belasting te voorkomen en definieert dit als volgt: “[d]eze vorm van dubbele belastingheffing treedt op indien één subject voor hetzelfde object door meerdere staten wordt belast” (ministerie van Financiën, 2011a, p.21). Een tweede vorm betreft economische dubbele belastingheffing, dat in de notitie als volgt wordt gedefinieerd: “[e]conomische dubbele belastingheffing vindt plaats indien meerdere subjecten feitelijk voor hetzelfde object meerdere malen worden belast” (p.23). Impliciet geeft de notitie aan dat ook deze vorm idealiter wordt voorkomen: “[d]oor de complexiteit van deze vorm van dubbele belastingheffing is een oplossing vaak niet eenvoudig. Desalniettemin zoekt Nederland met zijn verdragspartners voor diverse categorieën van economische dubbele heffing naar (maatwerk)oplossingen die zoveel mogelijk rechtszekerheid bieden”.

⁶⁶ Zie ministerie van Financiën (2011a). *Beneficial ownership* “verwoordt de eis dat degene aan wie het dividend, de rente of de royalty wordt uitbetaald ook de echte opbrengstgerechtigde moet zijn om in aanmerking te komen voor de verdragsvoordelen”(ministerie van Financiën, 2012, p.4).

⁶⁷ Namelijk: de mate van financiering met eigen vermogen en aan het gelopen risico (ministerie van Financiën, 2011b).

In Nederland wordt *geen bronbelasting geheven over vanuit Nederland betaalde rente en royalty*.⁶⁸ Aangenomen dat rente- en royaltybetalingen vanuit Nederland naar groepsmaatschappijen in het buitenland aldaar belast worden als onderdeel van de winst, ligt ook hier het voorkomen van dubbele belasting aan ten grondslag. Andersom geldt dat als in het buitenland bronbelasting is betaald over rente of royalty, en deze worden uitbetaald aan een Nederlandse groepsmaatschappij, de buitenlandse bronheffing op rente/royalty (binnen bepaalde limieten) mag worden verrekend met de winstbelasting in Nederland.⁶⁹

Box 7 **Hoe zit het met belasting over Nederland inkomende en uitgaande rente en royalty's?**

Door de bank genomen is dit wat er fiscaal gezien gebeurt met *rente en royalty's* die Nederland inkomen en/of uitgaan.

*Inkomende rente en royalty*betalingen door groepsmaatschappijen maken in Nederland deel uit van de belaste winst. Zakelijke kosten kunnen hierop normaal in aftrek worden gebracht, zodat het saldo van inkomende stromen en kosten (waaronder, mogelijk, uitgaande rente- en royaltystromen) wordt belast. Voor ontvangen royalty's geldt mogelijk een lager tarief indien deze onder de Innovatiebox vallen, maar dan moet de intellectuele eigendom in of vanuit Nederland zijn ontwikkeld en moet voldaan worden aan de overige daaraan gestelde voorwaarden.

In het land van de groepsmaatschappij zijn rente- en royaltybetalingen mogelijk aftrekbaar voor de winstbelasting. Dit is afhankelijk van de wetgeving van het betreffende land.⁷⁰ Mogelijk heft het land van de groepsmaatschappij/debiteur een bronbelasting over de uitbetaalde rente en/of royalty's. Ook dit is afhankelijk van de wetgeving van het betreffende land. Die bronbelasting wordt vervolgens mogelijk gereduceerd onder de toepassing van het eventuele belastingverdrag tussen het betreffende land en Nederland. Resterende bronbelasting kan, onder bepaalde voorwaarden, worden verrekend met de winstbelasting die in Nederland over die inkomsten is verschuldigd (ter voorkoming van dubbele heffing).

Over *uitgaande rente- en royaltybetalingen* wordt in Nederland geen bronbelasting geheven. Het is tenslotte mogelijk dat het land dat de rente of royalty uit Nederland ontvangt winstbelasting heft over de inkomende stroom.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

In aanvulling op deze elementen, die onder andere gericht zijn op het voorkomen van dubbele belasting, speelt de *toegankelijkheid en betrouwbaarheid van de Nederlandse belastingdienst* een belangrijke rol in de aantrekkelijkheid van Nederland voor het vestigen van bfi's. Het is mogelijk om van tevoren zekerheid te verkrijgen over hoe bepaalde belastingstructuren behandeld zullen worden door de Nederlandse belastingdienst (zogenoemde *advance tax rulings*, ATR, en *advance pricing*

⁶⁸ Dit geldt in bredere zin tussen alle EU-landen op basis van de Rente- en Royalty Richtlijn, zie hoofdstuk 2.2.4 en Bijlage A.

⁶⁹ Er wordt gesproken van een *credit*. Deze mag veelal niet hoger zijn dan de effectieve winstbelastingdruk in het ontvangende land. Dus als de bronbelasting op rente bijvoorbeeld 30 procent bedraagt en de (effectieve) winstbelasting in het land dat de rente ontvangt 25 procent is, dan is de *credit* maximaal 25 procent en kan niet de volledig betaalde bronbelasting worden verrekend.

⁷⁰ Landen kennen soms regelgeving en/of jurisprudentie die de aftrek van deze betalingen aan een groepsmaatschappij beperken of onmogelijk maken, of aan een andere belasting onderwerpen zoals BTW.

agreements, APA).⁷¹ Concreet kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het vooraf beantwoorden van de vraag of een multinational via een dochter in Nederland gebruik kan maken van de deelnemingsvrijstelling. Vermeld zij dat het hier niet gaat over afspraken die afwijken van de ‘normale’ belastingwetgeving maar puur over het op voorhand zekerheid verkrijgen ten aanzien van *toepassing* van de wetgeving, zoals bijvoorbeeld de deelnemersvrijstelling.⁷² Dit kan voor multinationals de onzekerheid over de consequenties van voorgenomen acties en transacties wegnemen, vaak voor meerdere jaren vooruit.

De combinatie van deze regelingen biedt aantrekkelijke mogelijkheden in het kader van internationale fiscale planning, die kunnen worden gerealiseerd via bfi's. Het uitgebreide Nederlandse verdragen netwerk voorkomt of reduceert bronbelasting op dividend-, rente- en royaltybetalingen vanuit een fors aantal landen naar Nederland. Het in Nederland ontvangen dividend is daarbij veelal vrijgesteld voor de winstbelasting als gevolg van de deelnemingsvrijstelling. Over rente en royalty betaald vanuit Nederland naar het buitenland wordt in Nederland geen bronbelasting geheven. Hoewel in beginsel wel bronbelasting op aan buitenlandse aandeelhouders uitgekeerd dividend wordt geheven, wordt deze vaak deels of geheel voorkomen op basis van het uitgebreide verdragen netwerk. Tenslotte kan vooraf zekerheid worden gekregen over de fiscale gevolgen van voorgenomen transacties, zodat (fiscale) risico's worden geminimaliseerd.

Figuur 2 Aantrekkingskracht fiscale faciliteiten



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Een groot deel van deze fiscale faciliteiten is, in ieder geval deels, gebaseerd op het voorkomen van dubbele belastingheffing te voorkomen. In hoofdstuk 4 wordt nader toegelicht hoe dit via bfi's kan worden gerealiseerd. Dan zal echter ook blijken dat de faciliteiten tevens gebruikt kunnen worden om enkelvoudige belastingheffing te voorkomen.

Als gevolg van de Nederlandse fiscale regels en verdragen kunnen internationale concerns via bfi's hun belastingbetalingen reduceren, ook in Nederland. Tegenover dit effect staat mogelijk ook een positief effect op de Nederlandse schatkist, omdat er zonder deze regels en verdragen minder bfi's in Nederlands zouden zijn gevestigd, terwijl die ook een economische bijdrage

⁷¹ Een ATR gaat over de fiscale gevolgen van een voorgenomen transactie, een APA over de vaststelling van een zakelijke beloning tussen groepsmaatschappijen.

⁷² Voor alle duidelijkheid zij vermeld dat het hierbij niet mogelijk is om lagere belastingtarieven af te spreken.

leveren (zie hoofdstuk 5). Wat het exacte effect op de schatkist is, is niet duidelijk, ook vanwege het ontbreken van een standaard die als *counterfactual* kan dienen.

2.1.2 Substance-eisen

Nederland is een aantrekkelijk vestigingsland voor bfi's, ook door het gunstige fiscale klimaat. Een vraag die hierbij speelt is of er eisen zijn of zouden moeten zijn, in termen van economische activiteit in Nederland, voor bedrijven om gebruik te maken van deze aantrekkelijke bepalingen. Dit zou eventueel misbruik van de faciliteiten kunnen voorkomen of reduceren, maar tegelijkertijd de fiscale aantrekkingskracht negatief beïnvloeden. Er wordt daarbij veelal gesproken over zogenoemde 'substance-eisen'.

'Substance' is geen eenduidig gedefinieerde term. In de fiscale praktijk gaat substance om feitelijke, reële aanwezigheid van bedrijven als voorwaarde om gebruik te kunnen maken van fiscale faciliteiten. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de omstandigheden die bepalen waar een bedrijf is gevestigd, zoals waar bestuursbeslissingen worden genomen en waar bestuurders wonen.

Dit is niet per definitie gelijk aan wat in het spraakgebruik onder substance wordt verstaan. Daar lijkt meer de nadruk te liggen op het plaatsvinden van bijvoorbeeld productieactiviteiten, en op de kenmerken die dit zouden moeten aantonen. In het publieke debat wordt dit ook wel geduid door te wijzen op situaties waarin er *geen* sprake is van substance, bijvoorbeeld wanneer op één adres zeer veel bedrijven zijn gevestigd of als één persoon het bestuur voert over meerdere vennootschappen. In een brief aan de Tweede Kamer over dit onderwerp, geeft staatssecretaris Weekers (2012a, p.2) een meer formele beschrijving die ook de nadruk legt op kenmerken die substance aantonen. Hij omschrijft substance van vennootschappen als "herkenbaarheid door bezit of gebruik van materiële activa en personeel".

Een andere invalshoek in de publieke discussie betreft substance als weerslag van de economische waarde die aanwezigheid van een bedrijf voor Nederland oplevert. Het credo lijkt hier dat om van de Nederlandse fiscaliteiten gebruik te maken, er ook een wederdienst moet worden geleverd in termen van toegevoegde waarde voor de Nederlandse reële economie. Een voorbeeld hiervan is een motie uit 2012 om "het begrip 'substance' zodanig te herdefiniëren dat deze ook de reële economische meerwaarde reflecteert, zoals ten minste het scheppen van werkgelegenheid" (Tweede Kamer, 2011).⁷³

De discussie over de fiscale invulling van de term 'substance' in Nederland is mede bepalend voor de voorwaarden die aan het gebruik van Nederlandse fiscale faciliteiten worden gesteld. Dit maakt het vooral tot een fiscale en politieke discussie. Omdat substance-eisen medebepalend kunnen zijn voor (de verklaring van) de aantrekkingskracht van Nederland als vestigingsland voor bfi's, inventariseert dit rapport in hoeverre sprake is van substance-eisen in Nederland, hoe dit zich verhoudt tot de internationale praktijk (zie paragraaf 2.2.6) en wat de gevolgen zouden zijn van het aanscherpen van de eisen (zie 5.4).

⁷³ De motie werd niet aangenomen.

In Box 8 worden de relevante Nederlandse bepalingen beschreven. Los van het *arm's length* principe zijn er geen algemeen geldende substance-eisen in Nederland.⁷⁴ Wel gelden specifieke eisen voor specifieke gevallen. Om vooraf zekerheid te krijgen (*rulings*, zie vorige paragraaf) over toepassing van de deelnemingsvrijstelling, bijvoorbeeld, wordt als eis gesteld dat er 'reële risico's' worden gelopen.⁷⁵ Het lopen van risico wordt daarbij impliciet gezien als weerslag van economische activiteit. De tweede categorie waarvoor specifieke eisen gelden indien vooraf zekerheid over fiscale gevolgen van transacties wordt aangevraagd, zijn de dienstverleningslichamen (dvl's, partijen die zich voornamelijk bezighouden met het ontvangen en betalen van rente en royalty's). Ook hier geldt als voorwaarde dat het lichaam reële risico's loopt. Daarnaast zijn er aanvullende eisen. Deze zien op zaken waaruit blijkt dat de dvl in Nederland gevestigd is en de administratie in Nederland wordt gevoerd, alsmede dat ten minste de helft van het bestuur in Nederland woont. Tevens worden meer materiële eisen gesteld, zoals de professionele kennis van de bestuursleden en het personeel.

Box 8 Substance-eisen

In een brief van 25 juni 2012 gaat de staatssecretaris van Financiën in op substance-eisen in de Nederlandse wetgeving. Hij geeft hierin aan dat substance geen wettelijk gedefinieerd begrip is, maar dat een aantal bepalingen wel als substance-eisen is aan te merken. Hieronder volgt een verkorte interpretatie van deze bepalingen.⁷⁶ Voor een uitgebreide, formele bespreking zij verwezen naar de brief van de staatssecretaris.

Groepsmaatschappijen moeten met elkaar handelen tegen zakelijke prijzen, in lijn met het internationaal aanvaarde *arm's length* principe (zie de toelichting op internationale fiscale planning in Bijlage A). Deze eis geldt in beginsel voor alle bedrijven in Nederland die transacties aangaan met groepsmaatschappijen.

Rente en royalty's mogen alleen in de winstbepaling worden meegenomen als de onderneming per saldo reële risico's loopt. Hierbij geldt als criterium dat het eigen vermogen ten minste het laagste bedraagt van of 1 procent van de uitstaande geldleningen of € 2.000.000. Hieraan niet voldoen heeft in beginsel vooral een fiscaal technisch gevolg: er wordt geen aangifte gedaan over de geldstroom (de marge tussen in- en uitgaande rente of royalty) maar over de 'zakelijke beloning'. Belangrijk is dat de bronbelasting die in het buitenland reeds is betaald over de rente of royalty in dat laatste geval niet mag worden verrekend. Deze eis is dan ook vooral van belang voor bedrijven die in het buitenland betaalde bronbelasting op rente of royalty willen verrekenen.

Om in aanmerking te komen voor zekerheid vooraf over fiscale gevolgen van acties en transacties (APA en ATR, zie voetnoot 71) moet aan bepaalde voorwaarden worden voldaan. Deze voorwaarden worden separaat geformuleerd voor de deelnemingsvrijstelling en voor dienstverleningslichamen. Van belang is dat de belastingdienst deze eisen alleen toetst op het

⁷⁴ Dit principe lijkt in beginsel weinig relatie te hebben met eisen aan economische activiteit. Bij het bepalen van de 'zakelijke' beloning wordt echter (mede) beoordeeld of de aan een bedrijf toekomende prijs (of winst) in verhouding staat tot de geleverde economische activiteit. Het *arm's length* beginsel bepaalt daarmee welke winst aan welke substance moet worden toegerekend. Deloitte (2013, p. 4) concludeert "[s]ubstance is essential in the event of transfer pricing – to determine the arm's length price. This includes the assets a company uses, the functions it performs and the risk it runs".

⁷⁵ Gemeten aan de hand van een passende kapitalisatie middels eigen vermogen.

⁷⁶ De beschrijving van de substance-eisen is gebaseerd op de brief van de staatssecretaris en niet op de wetteksten. De relevante wetsartikelen zijn art. 8b/8c en 15 wet Vpb en de beleidseisen zoals opgenomen in het DVL besluit; art. 2, lid 4. Ook art. 4 AWR kan in het kader van belastingplicht/inwoner relevant zijn.

moment dat een APA of ATR wordt aangevraagd.

Voor zekerheid vooraf over toepassing van de deelnemingsvrijstelling moet de kostprijs van de deelnemingen waarvoor zekerheid wordt gevraagd met ten minste 15 procent eigen vermogen worden gefinancierd.

Om zekerheid vooraf te verkrijgen moeten partijen die zich voornamelijk bezighouden met het ontvangen en betalen van rente en royalty's van respectievelijk aan groepsbedrijven (zogenaamde dienstverleningslichamen, dvl's) reële risico's lopen en aan een aantal aanvullende eisen voldoen. De toets op reële risico's wordt kwalitatief omschreven, waarbij voor leningen tevens geëist wordt dat een eigen vermogen wordt aangehouden dat ten minste gelijk is aan het laagste van of 1 procent van de geldlening of € 2.000.000. De volgende aanvullende eisen zijn vastgelegd in Besluiten van 11 augustus 2004, nr. IFZ2004/126M en 127M:

- Ten minste de helft van het totaal aantal statutaire en beslissingsbevoegde bestuursleden woont of is feitelijk gevestigd in Nederland,
- De in Nederland wonende of gevestigde bestuursleden beschikken over de benodigde professionele kennis om hun taken naar behoren uit te voeren. Tot de taken van het (gezamenlijke) bestuur behoren minimaal de besluitvorming – op basis van de eigen verantwoordelijkheid van de rechtspersoon en binnen het kader van normale concernbemoedienis – over door de rechtspersoon te sluiten transacties, alsmede het zorgdragen voor een goede afhandeling van de afgesloten transacties. De rechtspersoon beschikt over gekwalificeerd personeel (eigen dan wel van derden) ter adequate uitvoering en registratie van de door de rechtspersoon af te sluiten transacties,
- De (belangrijke) bestuursbesluiten dienen in Nederland te worden genomen,
- De (hoofd)bankrekening van de rechtspersoon wordt in Nederland aangehouden,
- De boekhouding wordt in Nederland gevoerd,
- De rechtspersoon heeft – in elk geval tot het toetsmoment – op correcte wijze aan al zijn aangifteverplichtingen voldaan. Dit kan gaan om Vpb, LB, OB, etc.,
- Het vestigingsadres van de rechtspersoon is in Nederland. De rechtspersoon wordt, naar beste weten van de vennootschap, niet (tevens) in een ander land als fiscaal inwoner beschouwd,
- De rechtspersoon heeft minimaal een bij de door de rechtspersoon verrichte functies (waarbij rekening wordt gehouden met de gebruikte activa en de gelopen risico's) passend eigen vermogen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op Weekers (2012a)

In de aangifte vennootschapsbelasting is een vraag opgenomen of aan de substance-eisen wordt voldaan. Informatie over in hoeverre dit daadwerkelijk wordt ingevuld door bedrijven, is niet bekend. De belastingdienst toetst in elk geval op substance als een bedrijf een *advanced tax rulings* of *advanced pricing agreements* aanvraagt.

Voor bedrijven die gebruik maken van verdragen die Nederland heeft gesloten, bestaat de mogelijkheid dat het andere land informatie opvraagt over substance bij de Nederlandse belastingdienst. Als niet wordt voldaan aan substance-eisen, waarbij het verdragsland overigens zelf een oordeel moet vellen of daarmee ook niet voldaan is aan de eisen van het verdrag, kan het verdragsland beslissen de lagere tarieven uit het verdrag niet toe te passen. Dit geeft bedrijven die gebruik willen maken van het Nederlandse verdragenennetwerk een prikkel om aan de substance-eisen te voldoen. In het verleden was de kans op een dergelijke toets door een verdragsland klein.

Tegenwoordig is er een toenemend aantal landen dat de mate van substance bij bfi's onderzoekt.⁷⁷

2.2 Vergelijking met andere landen

Het Nederlandse belastingbeleid bevat een aantal aantrekkelijke elementen in het kader van internationale fiscale planning. Of dit doorslaggevend is voor bfi's om zich in Nederland te vestigen, hangt ook af van de faciliteiten die in andere landen gelden. Als elders een gunstigere fiscale behandeling kan worden gerealiseerd, zouden er andere redenen moeten zijn voor de vestiging van bfi's in Nederland. Achtereenvolgens worden de Nederlandse winstbelasting, bronbelasting, het verdragennetwerk, de deelnemingsvrijstelling en substance behandeld.⁷⁸

2.2.1 Winstbelasting

KPMG verzamelt winstbelastingtarieven per land.⁷⁹ Op basis van een vergelijking hiervan ligt het Nederlandse winstbelastingtarief in 2013 net boven het gemiddelde van Europa, de EU en de wereld, en net onder het gemiddelde tarief in OECD landen. De KPMG-lijst telt 64 landen die een lager winstbelastingtarief heffen dan Nederland, 48 die een hoger tarief heffen en 16 met een gelijk tarief.

Tabel 5 Nederland heeft geen laag winstbelastingtarief

Land/regio	Tarief winstbelasting
Europa gemiddeld	20,67%
EU gemiddeld	22,74%
Wereld gemiddeld	24,08%
Nederland	25%
OECD gemiddeld	25,4%

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op KPMG (website, geraadpleegd 22-4-2013).

Dit gaat om nominale belastingpercentages. Door behandeling van bepaalde inkomsten of uitgaven kan het effectieve belastingpercentage (*effective tax rate*, ETR) lager zijn dan het nominale winstbelastingtarief. Zo geldt in België bijvoorbeeld een relatief hoog winstbelastingtarief (33,99 procent), maar kan op basis van een *notional interest deduction* een substantieel lager effectief tarief worden gerealiseerd.⁸⁰

Een indicatie van dit effect is om te kijken naar de belasting die daadwerkelijk wordt betaald over bedrijfsinkomsten. OECD verzamelt gegevens over ontvangen belastingen per land.⁸¹ Over het meest recente jaar, 2010, heeft zij gegevens voor 29 landen. Als percentage van het bruto

⁷⁷ In de interviews werden Duitsland, Spanje en Italië als recente voorbeelden genoemd.

⁷⁸ Substance-vereisten kunnen niet worden bestempeld als een fiscale faciliteit, eerder als mogelijke voorwaarde om gebruik te maken van de faciliteiten. Hiermee heeft het als het ware impact op de 'netto-aantrekkingskracht' van de fiscale faciliteiten.

⁷⁹ Zie <http://www.kpmg.com/Global/en/services/Tax/tax-tools-and-resources/Pages/corporate-tax-rates-table.aspx>, geraadpleegd 22-4-2013.

In de lijst zijn 129 landen opgenomen. Dat wil zeggen dat niet alle landen zijn opgenomen.

⁸⁰ "The notional interest deduction [in Belgium] reduces the effective tax rate to an average range from 24 percent to 27 percent (or lower depending on the equity capital)" (PWC website, geraadpleegd 22-4-2013).

⁸¹ Zie <http://www.oecd.org/ctp/tax-policy/revenuestatisticstaxratioschangesbetween2007and2011.htm>, geraadpleegd 15-2-2013.

binnenlands product bedraagt het OECD gemiddelde aan belastingen over bedrijfsinkomen 2,9 procent. Voor Nederland is dit iets lager: 2,2 procent. Landen als Frankrijk, Spanje en Duitsland zitten onder deze 2,2 procentlanden als België, Italië en ook de Verenigde Staten zitten hierboven.

Hoewel dit slechts een ruw beeld geeft bij de ETR, kan gesteld worden dat de nominale en effectieve winstbelasting in Nederland niet heel laag of heel hoog is.

2.2.2 Deelnemingsvrijstelling

Op basis van de EC-directieven geldt dat winst waarover in een EU-land belasting is betaald, vrijgesteld wordt voor winstbelasting in het EU-land waaraan het dividend wordt uitbetaald. De Nederlandse deelnemingsvrijstelling is in lijn met deze richtlijn, maar heeft een bredere reikwijdte. Ook dividendontvangsten uit non-EU landen vallen namelijk onder de Nederlandse vrijstelling. Daar komt bij dat zolang de deelneming als ‘actief’ wordt geclassificeerd, het volledige inkomen vrijgesteld is ongeacht het winstbelastingtarief in het bronland.⁸² De vraag is of andere landen een gelijksoortige aantrekkelijke regeling hebben.

Waar het voor bronbelasting en het verdragen-netwerk relatief eenvoudig is om Nederland te vergelijken met andere landen, is dit complexer voor de deelnemingsvrijstelling omdat hiervoor naar de specifieke systemen per land zou moeten worden gekeken.

Bellingwout et al. (2012) bevat onder andere een gedetailleerde analyse van de behandeling van inkomend dividend in Nederland, Verenigd Koninkrijk, Ierland en Zwitserland. Daaruit blijkt dat ook het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland vrijstellingssystemen hanteren, alhoewel de exacte voorwaarden kunnen afwijken. In Ierland geldt een creditsysteem dat onder bepaalde voorwaarden tot een gelijksoortig resultaat leidt.

Hieruit blijkt dat Nederland in ieder geval niet meer als enige een aantrekkelijke regeling op dit vlak heeft. Een volledige analyse van behandeling van inkomend dividend in Europese landen valt buiten de scope van dit onderzoek. Hier wordt verder volstaan met de opmerkingen dat de meeste Europese landen een vrijstellingssysteem hanteren.

2.2.3 Stimulering van innovatie

Nederland hanteert een Innovatiebox waarin inkomsten uit innovatieve activiteiten, waarvoor een octrooi is verkregen of die bestempeld worden als Speur- of Ontwikkelingswerk, tegen een laag effectief tarief van 5 procent worden belast.

Ook andere landen hebben soortgelijke regelingen om innovaties en R&D te stimuleren. In een vergelijking met negen andere Europese landen noemen Eynatten et al. (2008) nog een flink

⁸² Winst uit de spreekwoordelijke fabriek op de *Cayman Islands* die aan een Nederlandse moeder wordt uitgekeerd, wordt dus noch in het bronland noch in Nederland belast. Voor alle duidelijkheid zij vermeld dat de achtergrond van de deelnemingsvrijstelling ligt in het voorkomen van een concurrentienadeel voor internationaal opererende Nederlandse bedrijven. Het onderscheid tussen ‘passieve’ en ‘actieve’ deelnemingen is bedoeld om misbruik van de regeling te voorkomen. Het standpunt van de Nederlandse belastingdienst is daarbij dat een land zelf mag bepalen in hoeverre zij ‘reële activiteiten’ belast.

aantal relatief ongunstige elementen in de Nederlandse regeling ten opzichte van die in het buitenland.

In 2010 is de Nederlandse regeling verruimd. Het effectieve tarief werd verlaagd en het maximum aan inkomen dat onder de regeling kon vallen werd losgelaten.⁸³ Hiermee vervalt een deel van de nadelen die Eynatten et al. noemen. Nadelen die blijven bestaan zijn dat de regeling niet geldt voor bijvoorbeeld merkenrechten⁸⁴ en dat het octrooi zelf ontwikkeld moet zijn.

In een vergelijking met het Verenigd Koninkrijk, België, Luxemburg en Spanje door Maartense (2012) moet Nederland alleen Luxemburg voor zich dulden, ten opzichte van de andere landen is de Nederlandse regeling aantrekkelijker.

2.2.4 Bronbelasting

Nederland heft geen bronbelasting op rente en royalty. Voor dividend geldt in beginsel een tarief van 15 procent. Met landen waarmee Nederland een belastingverdrag heeft gesloten, wordt veelal een lager tarief voor de dividendbelasting afgesproken.

Het is de vraag waarmee Nederland vergeleken moet worden om de bepalingen ten aanzien van bronbelasting in perspectief te plaatsen.⁸⁵ Een logische keuze is om te kijken naar de behandeling van bronbelasting in andere EU-landen. Een eerste vaststelling is dat op basis van de EC-directieven in beginsel geen bronbelasting wordt geheven indien dividend, rente of royalty, binnen een internationale groep vanuit een EU-land naar een ander EU-land stroomt. De achtergrond hiervan is het voorkomen van dubbele belastingheffing binnen de EU.⁸⁶ Resteert de vraag of EU-landen bronbelasting heffen indien betalingen plaatsvinden naar landen buiten de EU.

Tabel 47 in Bijlage G geeft een overzicht van de nominale bronbelastingtarieven op dividend, rente en royalty voor de EU27. Ter referentie zijn ook de Verenigde Staten en Zwitserland in de vergelijking meegenomen.⁸⁷

Zes landen heffen geen bronbelasting op *dividend*. Acht landen hebben een minimumtarief van 0 procent maar een maximumtarief groter dan 0 procent, waarbij dat maximumtarief op minimaal 15 procent ligt. De overige landen heffen tarieven van 5 procent tot 55 procent. Ruwweg ligt het gemiddelde brontarief op dividend tussen de 10,5 procent en 18 procent.

Zes landen heffen geen bronbelasting op *rente*. Negen landen hebben een minimumtarief van 0 procent maar een maximumtarief groter dan 0 procent, waarbij dat maximumtarief op minimaal

⁸³ Tevens is behandeling van verliezen op deze activa ten gunste aangepast. Zie Maartense (2012).

⁸⁴ Maar deze hebben ook weinig van doen met innovatie.

⁸⁵ Het voert te ver om een vergelijking te trekken met de bepalingen ten aanzien van bronbelasting in alle andere landen.

⁸⁶ Deze bedragen worden namelijk al belast als onderdeel van de winstbelasting.

⁸⁷ De tarieven in de bijlage zijn de nominale tarieven. In veel gevallen zijn verdragen of is verdere fiscale regelgeving van toepassing, waardoor betaalde bronbelasting in specifieke gevallen kan afwijken van de weergegeven tarieven. Het doel is een beoordeling of Nederland grosso modo aantrekkelijk afsteekt ten opzichte van andere landen. Er is geen onderzoek gedaan naar de hoogte van de (gebruikelijke) effectieve tarieven. Tegen deze achtergrond kunnen de conclusies dan ook als conservatief worden bestempeld; in werkelijkheid zijn de brontarieven in andere landen mogelijk lager dan weergegeven.

10 procent ligt. De overige landen heffen tarieven van 5 procent tot 50 procent. Ruwweg ligt het gemiddelde brontarief op rente tussen de 9,5 procent en 18 procent.

Zeven landen heffen geen bronbelasting op *royalty*. Vier landen hebben een minimumtarief van 0 procent maar een maximumtarief groter dan 0 procent, waarbij dat maximumtarief op minimaal 10 procent ligt. De overige landen heffen tarieven van 5 procent tot 50 procent. Ruwweg ligt het gemiddelde brontarief op rente tussen de 12,5 procent en 17 procent.

Geconcludeerd kan worden dat Nederland met haar nominale brontarief op dividend niet uit de pas loopt, maar zich met het ontbreken van heffing op rente en royalty aan onderkant van het spectrum bevindt.

2.2.5 Belastingverdragen

Nederland staat bekend om haar uitgebreide verdragennetwerk. Tabel 6 laat zien waarom. Wederom wordt een vergelijking gemaakt met de EU27, plus de Verenigde Staten en Zwitserland. Er zijn slechts twee landen met meer belastingverdragen: het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk. Alle overige landen hebben minder verdragen gesloten dan Nederland.

Tabel 6 Nederland heeft relatief veel belastingverdragen gesloten met andere landen

Land	Verdragen	Land	Verdragen	Land	Verdragen
Cyprus	40	Luxemburg	64	België	83
Slovenië	47	Slowakije	66	Roemenië	86
Litouwen	48	Bulgarije	68	Duitsland	88
Estland	50	Hongarije	73	Zwitserland	88
Griekenland	53	Finland	74	Italië	90
Letland	53	Zweden	74	Oostenrijk	91
Portugal	56	Denemarken	76	Nederland	93
Verenigde Staten	58	Spanje	79	Verenigd Koninkrijk	121
Malta	61	Polen	81	Frankrijk	122
Ierland	62	Tsjechië	82		

Bron: SEO Economische onderzoek, gebaseerd op Ernst & Young (2013)

Een nuance die hierbij moet worden gemaakt, is dat niet is gekeken naar de exacte tarieven die zijn afgesproken of naar andere motieven voor een verdrag, dat naast het voorkomen van dubbele belasting ook gericht kan zijn op bijvoorbeeld het vergroten van fiscale transparantie tussen twee landen. Aangezien het veelal de intentie van verdragen is om tarieven op bronbelasting te verlagen, en Nederland zich hier in het bijzonder voor inspannt, is het aannemelijk dat deze nuance weinig effect zal hebben op de eindconclusie. Nederland heeft ten opzichte van andere landen een aantrekkelijk verdragennetwerk.

2.2.6 Substance

Deloitte heeft in 2013 een onderzoek uitgevoerd naar of, en zo ja hoe, landen substance eisen hanteren.⁸⁸ Het onderzoek concludeert dat geen van de 23 landen in de *survey* expliciete voorwaarden kent om ‘voldoende substance’ vast te stellen. Wel wordt ‘voldoende substance’ veelvuldig als voorwaarde gesteld om van fiscale faciliteiten gebruik te maken. Bij gebrek aan een expliciete definitie, wordt veelal een open norm voor substance gehanteerd, die per specifiek geval moet worden onderzocht. In hoeverre dit ook echt wordt onderzocht, en dus wat de praktische relevantie van de normen is, is niet onderzocht.

Box 9 Voorbeelden van substancecriteria in andere landen

Binnen de open norm voor ‘voldoende substance’ kunnen vele factoren worden meegenomen. Hieronder volgt een aantal voorbeelden van criteria die in andere landen worden gebruikt, waarbij nogmaals wordt benadrukt dat deze over het algemeen niet expliciet zijn ingevuld.

In Portugal is: “[s]ome substance...required...to determine the place of effective management...For determining whether there is sufficient substance, Portugal takes into account the number of workers, staff qualifications, equipment owned and other relevant information” (Deloitte, 2013, p.3).

Bedrijven kunnen in Frankrijk rente over leningen die zij aantrekken om acquisities mee te financieren alleen aftrekken “when they have sufficient substance to demonstrate they actually exercise control over the management of the shares and the management and control of the company whose shares have been acquired” (Deloitte, 2013, p.4).

Om in aanmerking te komen voor het gereduceerd winstbelastingtarief van 12,5 procent in Ierland moet onder andere worden voldaan aan “condition of having employees in Ireland with sufficient skills to carry on the trade and hold board meetings in Ireland, and of having either an office or shared office space” (Deloitte, 2013, p.5).

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van Deloitte (2013); de keuze om voorbeelden uit Portugal, Frankrijk en Ierland weer te geven is arbitrair, het gaat erom te laten zien dat substance eisen verschillend worden ingevuld.

Op basis van het onderzoek door Deloitte kan worden geconcludeerd dat Nederland niet uit de pas loopt op vlak van substance vereisten. Net zoals in andere landen geldt in Nederland ‘voldoende substance’ als voorwaarde voor de aanspraak op bepaalde fiscale faciliteiten, zonder dat de exacte voorwaarden concreet zijn ingevuld.⁸⁹

Op details is nog wel nuancering mogelijk. Zo kan enerzijds gesteld worden dat Nederland op een aantal specifieke punten wel een concretisering heeft opgenomen in haar bepalingen, zoals bij de ondergrens voor eigen vermogen. Anderzijds hebben andere landen op andere vlakken wel bepalingen waar Nederland dat niet heeft, zoals de referentie aan het aantal werknemers in Portugal.

⁸⁸ Het onderzoek is gebaseerd op een *survey* onder Deloitte “local member firms” in 23 landen. Zie Deloitte (2013).

⁸⁹ Deloitte (2013, p.5) concludeert: “Decrees in the Netherlands state that service entities and conduit companies are excluded from obtaining advance certainty or applying the participation exemption, respectively, because both service entities and conduit companies have insufficient substance. The Decrees prescribes the level of substance a company needs to have in order not to be considered a service entity or conduit company. However, most conditions do not explicitly refer to what should specifically be present in the Netherlands in order to meet the test”.

Achter de algemene, internationaal geldende, conclusie over een gebrek aan concretisering van substance-vereisten schuilt een discussie over de doelstelling hiervan. Is dit het voorkomen van belastingontwijking? Of het economisch moeten bijdragen als gebruik wordt gemaakt van de fiscale faciliteiten van een land? De concretisering van substance-vereisten, zo dit als noodzakelijk wordt gezien, moet in het verlengde van het antwoord op deze vraag worden gezocht.

2.3 Meer dan het fiscale regime

Nederland doet het goed als vestigingsland voor bedrijven. Gecorrigeerd voor het aantal inwoners stond Nederland in 2008 volgens BCG (2008) op de tweede plek wat betreft vestiging van mondiale hoofdkantoren en op de vijfde plek als het gaat om Europese hoofdkantoren. In 2009 behoorde Nederland volgens Baaij et al. (2009) tot de top 10 van de Fortune Global 500 vestigingslanden.⁹⁰

Het in internationaal perspectief plaatsen van het Nederlandse fiscale regime in de vorige paragraaf laat zien dat hier op een aantal vlakken een concurrentievoordeel ligt, maar dat er (in toenemende mate) ook andere landen zijn met aantrekkelijke faciliteiten. De vraag is dan ook welke andere redenen er zijn die verklaren waarom Nederland zo veel bedrijven, en bfi's in het bijzonder, aantrekt. Kortom: wat maakt dat Nederland een goed vestigingsklimaat heeft voor bedrijven?

Volgens onderzoek door BCG (2008) zijn twee factoren van belang in de locatiekeuze voor hoofdkantooractiviteiten. Dit zijn de behoefte aan de aanwezigheid van 'clusters' van gelijksoortige bedrijven of activiteiten en de wensen van hun hoogopgeleide internationaal georiënteerde werknemers. Wat betreft de clusters stelt BCG dat Amsterdam zich steeds verder ontwikkeld als cluster voor besliscentra. Daarnaast is de nabijheid van Schiphol belangrijk voor Amsterdam als 'gateway to Europe'. Bedrijven baseren hun vestigingskeuze daarnaast op de aantrekkelijkheid van een locatie in de ogen van internationaal georiënteerde werknemers. Door locaties te kiezen die een aantrekkelijke woonomgeving bieden voor hun werknemers (zowel buitenlandse als lokale) hopen bedrijven werknemers aan te kunnen trekken. Ook op dit vlak scoort Amsterdam goed. In een onderzoek van de Economist Intelligence Unit (2012) stond Amsterdam op de tweede plek van meest leefbare stad, achter Hong Kong.⁹¹ Voor fiscale kernen is het fiscale klimaat een belangrijke reden voor bedrijven om zich hier te vestigen. Daar staat tegenover dat het vooral veel ondernemingen met weinig personeel aantrekt waardoor deze ook relatief makkelijk weer ergens anders heen kunnen als het fiscale klimaat verandert (BCG, 2008).

Baaij et al. (2009) hebben 46 locatiefactoren onderzocht. Van de tien factoren die door topmanagers het belangrijkste werden gevonden, zagen vier op het belastingstelsel.⁹² Verder was de aanwezigheid van hoogopgeleide werknemers van belang, de kwaliteit van de ICT-systemen en de zorg, de veiligheid in het land en de mate waarin de overheid inspeelt op de behoefte van ondernemingen.

⁹⁰ Nederland stond op de zevende plaats.

⁹¹ Gebaseerd op onder meer hoeveel groen er in een stad is, de luchtvervuiling, de connectiviteit en het cultureel aanbod.

⁹² Stabiliteit van het belastingstelsel, tax ruling, de uitbreiding hiervan en de hoogte van effectieve vennootschapsbelasting.

Box 10 doet een kleine greep uit de wetenschappelijke literatuur. Zonder de intentie te hebben volledig zicht te geven op dit brede werkveld, wordt duidelijk dat er meerdere factoren van belang zijn voor de vestigingskeuze. Fiscaliteiten worden genoemd als bepalende factor, maar ook andere elementen zoals politieke stabiliteit, loonniveau, culturele verschillen en bevolkingsdichtheid.

Box 10 Kleine greep uit de literatuur

Er zijn verschillende empirische onderzoeken naar vestigingsfactoren, met uiteenlopende resultaten. Een aantal determinanten wordt meermaals genoemd als bepalend in locatiekeuze. Naast kenmerken van de internationale onderneming zelf, zoals omvang en sector, zijn kenmerken van het uiteindelijke gastland van belang. Deze laatste categorie omvat onder meer het belastingstelsel voor ondernemingen, politieke stabiliteit, loonniveau, cultureel verschil met land van oorsprong en BBP, al dan niet per capita (Flores en Aguilera, 2007).

Loree en Guisinger (1995) bevestigen dat het effectieve belastingpercentage op winst uit onderneming van belang is. Uit hun analyse volgt dat hoe lager de belasting, hoe meer multinationals zich in het land zouden vestigen. Daarnaast, als een gastland politiek stabiel is, is er minder onzekerheid voor potentiële investeerders waardoor het land aantrekkelijker wordt om als bedrijf te vestigen.

Cruciaal zijn volgens de SER (2008) de grondslag en de tariefstructuur van de belastingen op arbeid en kapitaal. Lagere tarieven trekken ondernemingen aan. Het toptarief voor inkomstenbelasting ligt in Nederland relatief hoog (vergeleken met andere landen in de Europese Unie). Als het gaat om vennootschapsbelasting zit Nederland in de Europese middenmoot.

Empirische resultaten over het effect van het loonniveau zijn wisselend. Lagere loonkosten zou de keuze voor een land positief kunnen beïnvloeden. Maar daar staat tegenover dat hoge loonkosten ook een hoger kennisniveau van het personeel kunnen weerspiegelen of andere economische effecten (Swedenborg, 1979; Flores en Aguilera, 2007).

Uit empirisch onderzoek blijkt dat hoe groter het verschil in cultuur tussen de VS en een potentieel gastland, hoe lager de kans dat er in het gastland geïnvesteerd wordt. Naar verwachting neemt dit effect af vanwege de *global business environment* (Li en Guisinger, 1992; Flores en Aguilera, 2007).

Ander onderzoek toont aan dat marktomvang, marktgroei en marktomvang per inwoner een positief effect hebben op de vestigingskeuze (Loree en Guisinger, 1995). Tot slot BBP. Dit beïnvloedt de keuze voor een land positief maar het effect hiervan neemt af. De bevolkingsdichtheid daarentegen wint juist aan invloed op de vestigingskeuze (Flores en Aguilera, 2007).

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op Swedenborg, (1979), Li en Guisinger, (1992), Loree en Guisinger (1995), Flores en Aguilera (2007), SER (2008).

In het kader van dit onderzoek is met diverse partijen gesproken, waarbij ook de vraag van Nederland als vestigingsland veelvuldig ter tafel kwam.⁹³ Algemene factoren die in dit kader werden genoemd zijn de openheid van de Nederlandse economie, het hoge opleidingsniveau van de Nederlandse bevolking, de goed ontwikkelde financiële sector en zakelijke dienstverlening, de goede infrastructuur en bereikbaarheid en de rechtszekerheid en politieke en economische

⁹³ Zie Bijlage J voor een overzicht van de gesprekspartners.

stabiliteit in Nederland. Sommige maar niet al deze factoren worden bevestigd door (wetenschappelijk) onderzoek (Box 10).

In de interviews kwam ook het belang van investeringsbeschermingsovereenkomsten (IBO's) naar voren. IBO's zijn verdragen tussen twee landen waarin bindende afspraken staan over de behandeling van investeringen van het ene land op het grondgebied van het andere. Het is hierbij mogelijk geschillen voor te leggen aan een onafhankelijk arbitragetribunaal. De verdragen hebben als doel om buitenlandse investeringen te beschermen door de rechtszekerheid te vergroten. Nederland heeft met ruim 95 landen een IBO afgesloten (AgentschapNL 2013b).

De goed ontwikkelde financiële en zakelijke dienstverlening komen, in tegenstelling tot de interviews, niet zo sterk naar voren als argument in de wetenschappelijke literatuur over de verklarende variabelen van de vestigingskeuze. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat bfi's, in vergelijking met veel andere bedrijven, in het bijzonder behoefte hebben aan dit soort dienstverlening. Fiscale en financiële structuren spelen een belangrijke rol voor bfi's, terwijl zij zelf de hiervoor noodzakelijke expertise niet in huis hebben en dochter zijn van buitenlandse bedrijven die niet altijd bekend zijn met de lokale fiscaliteiten. Oftewel, bfi's en hun moederconcerns hebben minder aan een fiscaalvriendelijk klimaat als er geen mensen zijn die ze kunnen helpen om daar gebruik van te maken.

Hoewel empirische onderbouwing vooralsnog lijkt te onderbreken, ligt het in de rede dat de afhankelijkheid van bfi's van financiële en zakelijke dienstverlening groot is. Nederland beschikt over een goed ontwikkelde financiële en zakelijke dienstverlening. Met name in de Randstad bevinden zich clusters van zakelijke dienstverleners met een hoog innovatief karakter (Topteam Hoofdkantoren, 2011). Dit maakt het een aantrekkelijke vestigingsregio voor buitenlandse zakelijke dienstverleners.

Er bestaat hierbij overigens een wederzijdse afhankelijkheid. Met name de historisch sterke Nederlandse trustsector is, in combinatie met andere factoren, een aantrekkelijke factor voor bfi's. Bfi's die zich in Nederland vestigen, konden voor de noodzakelijke dienstverlening terecht bij grote en ervaren trustkantoren. Andersom konden de trustkantoren groeien door de aanwezigheid van de bfi's. Eenzelfde redenering gaat op voor de andere financiële en zakelijke dienstverleners die veel werkzaamheden verrichten voor bfi's, zoals fiscalisten, accountantskantoren, juridische advieskantoren en banken.⁹⁴

In de interviews werd tevens gewezen op het bredere perspectief waarin vestigingskeuzes voor bfi's worden gemaakt. Los van puur fiscale constructies, alleen gericht op minimalisering van belastingafdrachten, kan het vestigen van een bfi vele redenen hebben. Het oprichten van een Europees hoofdkantoor, regionale centralisatie van de cash management functie, de noodzaak tot een vestiging met een goede infrastructuurverbinding met Europa, een opstartland voor uitbouw in Europa als 'speelruimte' voor nieuwe concepten; allemaal strategieën die kunnen samengaan met het opstarten van een bfi, al dan niet in combinatie met oprichting van een operationele

⁹⁴ In mindere mate dan bij trustkantoren, omdat het aandeel van bfi-dienstverlening in de omzet van andere typen dienstverleners over het algemeen minder groot is.

vennootschap.⁹⁵ Door de bredere onderliggende strategie zal hierbij niet alleen naar fiscale argumenten worden gekeken bij de keuze van het vestigingsland. Eerder zal het fiscale ‘voordeel’ meegenomen worden in de vergelijking en zwaarder of minder zwaar wegen afhankelijk van de exacte doelstellingen. Tegelijkertijd werd tijdens de interviews aangegeven dat het moeilijk is vast te stellen welke bfi’s in Nederland zijn op basis van een dergelijke bredere strategie, en welke puur op basis van fiscale motieven. Meer dan exemplarisch bewijs voor deze stelling is er vooralsnog niet.

Gezien de aard van bfi’s, waarbij primair financiële stromen uit het buitenland worden ontvangen en weer uitbetaald, mag aangenomen worden dat fiscale motieven in het merendeel van de gevallen een belangrijke rol spelen in de afweging om een bfi in Nederland te vestigen. Omdat Nederland zeker niet de enige is met aantrekkelijke fiscale faciliteiten, zullen andere elementen wel degelijk een rol van betekenis spelen.

2.4 Achtergrond fiscaal beleid

Niet alleen de motieven van bedrijven om een bfi in een land te vestigen, zijn relevant. Dat geldt ook voor de motieven van overheden om fiscale faciliteiten te bieden. Hieronder wordt ingegaan op de dilemma’s die samenhangen met het bieden van een aantrekkelijk belastingklimaat, de uitgangspunten van het Nederlandse belastingbeleid en het Nederlandse standpunt in het fiscale beleid ten aanzien van ontwikkelingslanden.

2.4.1 Een dilemma

Het feit dat Nederland aantrekkelijke fiscale faciliteiten biedt, hangt samen met de wens om bedrijvigheid aan te trekken en daarmee de reële economie te stimuleren. Dit geldt net zo goed voor andere landen, ook zij willen een aantrekkelijk vestigingsland zijn. Anderzijds willen overheden dit niet al te zeer ten koste laten gaan van belastingopbrengsten.⁹⁶

Een concreet voorbeeld is het dilemma voor bronlanden in het afspreken van lagere bronbelasting op uitgaand dividend, rente en royalty. Een lagere bronheffing maakt het land aantrekkelijker om in te investeren. Daardoor leiden belastingverdragen, waarin lagere brontarieven worden afgesproken, mogelijk tot meer investeringen. Hier tegenover staat de afname van bronbelastingopbrengsten.

Dit zijn complexe dilemma’s, mede omdat het niet eenvoudig is om tot een netto kosten-batenanalyse te komen, en te bepalen welk niveau van fiscale faciliteiten het nastreven van beide doelstellingen – een aantrekkelijk vestigingsklimaat en het innen van belastingen – optimaliseert.

⁹⁵ Het is hierbij mogelijk dat de bfi als een soort voorpost fungeert. In de zogenoemde ‘kraamkamer-gedachte’ wordt eerst een bfi in Nederland gevestigd, waarna later uitbreiding volgt door vestiging van een operationele vestiging of (regionaal) hoofdkantoor. Zie verder hoofdstuk 5.5.

⁹⁶ In dit kader wordt ook wel gesproken van een *race to the bottom*, waarbij overheden hun (netto) belastingtarieven steeds verder reduceren. Deze beweging ondervindt dus tegendruk door het willen innen van belastingen.

2.4.2 Uitgangspunten Nederlands beleid

Al eerder in dit hoofdstuk is op verschillende plekken ingegaan op de uitgangspunten van het Nederlandse fiscale beleid. Hier worden deze samengevat.

Ten eerste streeft Nederland ernaar om dubbele belastingheffing te voorkomen. Dit is een internationaal geaccepteerd uitgangspunt (zie bijvoorbeeld OECD, 2013). Dit uitgangspunt komt terug in de meeste van de besproken fiscale faciliteiten, zoals belastingverdragen, de deelnemingsvrijstelling en het gebrek aan bronheffing op rente en royalty.⁹⁷

Een tweede uitgangspunt is het minimaliseren van drempels voor in- en uitgaande investeringen. Nederland is een kleine open economie, waar van oudsher handel wordt gedreven over de hele wereld. Nederlandse ondernemingen die zich in het buitenland vestigen lopen mogelijk tegen concurrentienadelen ten opzichte van lokale bedrijven aan, indien zij meer belasting moet betalen. Hetzelfde geldt voor buitenlandse bedrijven die in Nederland investeren. Het streven om lage (of 0 procent) bronbelastingtarieven af te spreken in verdragen moet in dit licht worden gezien. Dat Nederland geen bronbelasting heft op rente en royalty neemt drempels weg voor investeringen in Nederland. De deelnemingsvrijstelling is in dit kader van belang voor Nederlandse bedrijven die zich in het buitenland vestigen.⁹⁸

2.4.3 Fiscaal beleid ten aanzien van ontwikkelingslanden

Er is specifiek aandacht voor de fiscale relatie met ontwikkelingslanden. Mede in het kader van het streven naar een meer resultaatgerichte ontwikkelingssamenwerking, dat is ingezet door het kabinet Rutte, ligt de nadruk van het ontwikkelingsbeleid op zelfredzaamheid en minder afhankelijkheid van ontwikkelingshulp. Een betere belastingheffing in ontwikkelingslanden wordt daarbij als belangrijke component gezien. Nederland tracht daaraan bij te dragen door haar rol in internationale initiatieven en kennisoverdracht.⁹⁹

Tegelijkertijd sluit Nederland verdragen met ontwikkelingslanden af. Dit kan gevolgen hebben voor de inkomsten aan bronbelasting in ontwikkelingslanden.¹⁰⁰ In paragraaf 6.3 wordt verder ingegaan op mogelijke risico's en nadelen hiervan voor ontwikkelingslanden. Hier zij vermeld dat het uitgangspunt bij het Nederlandse beleid is om rekening te houden met de kwetsbare positie van ontwikkelingslanden. In een brief aan de Tweede Kamer naar aanleiding van de Notitie Fiscaal Verdragsbeleid, wordt hierover gesteld “dat voor ontwikkelingslanden een onderhandelingsinzet geldt, die rekening houdt met de kwetsbare fiscale positie van ontwikkelingslanden” (ministerie van Financiën, 2011b, p. 6). Dit wordt verder geconcretiseerd in een kamerbrief uit 2012: “[i]n verdragen met ontwikkelingslanden is Nederland bovendien, eerder dan in verdragen met andere landen, bereid in te stemmen met bronheffingen door de verdragspartner” (ministerie van Financiën, 2012, p. 2).

⁹⁷ Zie bijvoorbeeld ministerie van Financiën (2011a).

⁹⁸ Specifiek: voor Nederlandse bedrijven die via in het buitenland gevestigde dochtermaatschappijen in het buitenland ondernemingsactiviteiten hebben.

⁹⁹ Zie verder de Notitie Fiscaal Verdragsbeleid 2011 (ministerie van Financiën, 2011a onderdeel 1.2.7) en beantwoording van vragen naar aanleiding van de notitie (ministerie van Financiën, 2011b).

¹⁰⁰ Zoals eerder in deze paragraaf is gesteld, staat hier een mogelijk aantrekkelijker vestigingsklimaat tegenover.

2.5 Synthese

Het lijkt geen twijfel dat het aantrekkelijke Nederlandse fiscale klimaat een drijvende kracht is achter de aanwezigheid van de grote bfi-sector in Nederland. Hoewel regels in de loop der tijd zijn aangescherpt en andere landen vergelijkbare regelingen hebben geïntroduceerd, heeft Nederland ook in internationaal perspectief nog steeds aantrekkelijke fiscale faciliteiten.¹⁰¹

Vooraf op het vlak van bronbelasting op rente en royalty, en het uitgebreide verdragen netwerk zijn de Nederlandse faciliteiten aantrekkelijk ten opzichte van andere landen. Op andere punten is Nederland zeker niet ongunstig, maar zijn er andere landen met gelijksoortige faciliteiten.

Maar er is meer. Vooral in de keuze tussen Nederland en andere landen met een relatief aantrekkelijk fiscaal klimaat zullen andere factoren in de vergelijking worden opgenomen. Dit speelt mogelijk nog sterker als een internationale groep een bfi in Nederland vestigt als onderdeel van een bredere strategie of met de intentie in een later stadium verder uit te breiden vanuit Nederland. Voor bfi's in het bijzonder lijken de goed ontwikkelde financiële en zakelijke dienstverlening een belangrijke rol te spelen, waarbij overigens ook een wederzijdse afhankelijkheid speelt. Andere factoren zijn bijvoorbeeld het hoge opleidingsniveau, de rechtszekerheid en het grote aantal investeringsbeschermingsovereenkomsten.

Bedrijven streven naar maximalisatie van aandeelhouderswaarden en houden bij hun beslissingen rekening met de fiscale gevolgen. Zij maken hierbij gebruik van fiscale faciliteiten die overheden hen bieden, al dan niet bedoeld. Overheden kampen met het dilemma tussen het aantrekken van bedrijvigheid via een aantrekkelijk fiscaal klimaat en het mogelijk neerwaartse effect hiervan op de belastingopbrengsten. Het Nederlandse fiscale beleid stoelt op een tweetal uitgangspunten: het voorkomen van dubbele belastingheffing en, als kleine open economie, het verlagen van drempels voor investeringen in Nederland en door Nederlandse bedrijven in het buitenland.

¹⁰¹ Dat fiscale motieven een belangrijke rol spelen bij vestiging van bfi's in Nederland blijkt ook uit de case studies in Bijlage D.

3 Achter de voordeur

Van de 12000 bfi's in 2010 behoren er meer dan 5000 tot een cluster – een groep van bfi's die onderdeel zijn van hetzelfde concern. Rekening houdend met deze clustervorming, zijn er ongeveer 8500 internationale concerns die in Nederland een of meerdere bfi's hebben gevestigd. De clusters nemen bijna 80 procent van het totale balanstotaal voor hun rekening. De totale inkomende dividend-, rente-, en royaltystromen bedroegen in 2010 € 153 miljard, de uitgaande stromen € 125 miljard. Dividend is hierbinnen de dominante stroom, met 70 procent respectievelijk 60 procent van het totaal. De concentratiegraad binnen de stromen is groot. Rekening houdend met clusters staan de tien grootste partijen voor 49 procent van de totale dividendstroom, voor 30 procent van de totale rentestroom en voor 89 procent van de totale royaltystroom. Een typering naar fiscale motieven geeft nader inzicht in de activiteiten van bfi's, en laat zien dat 'de' bfi-sector niet bestaat.

Dit hoofdstuk verschaft een gedetailleerde inblik in de bfi-sector. Eerst wordt een dwarsdoorsnede gegeven van de totale sectorstructuur, in termen van aantallen, balansgegevens, en financiële stromen. Vervolgens wordt de sector uit elkaar getrokken op basis van de fiscale motieven en activiteiten en wordt achtereenvolgens ingegaan op houdstermaatschappijen, financieringsmaatschappijen, royaltymaatschappijen en *special purpose vehicles*.

3.1 Sectorstructuur

3.1.1 Aantal bfi's en clusters

Bij De Nederlandsche Bank zijn ongeveer 12000 bfi's geregistreerd. Hiervan zijn 6800 *stand alone* bfi's: de enige bfi van een internationaal concern in Nederland. De overige 5200 bfi's zijn onderdeel van een *cluster*, een groep van bfi's in Nederland van één bedrijf of concern.¹⁰² In zo'n cluster kunnen verschillende bfi's verschillende taken hebben: een *holding*-bfi, een of meer financierings-bfi's, een royalty-bfi voor *intellectual property*-rechten, etc.

In totaal zijn er 1730 clusters met twee of meer bfi's. Opgeteld bij de 6800 *stand alone* bfi's, zijn er ongeveer 8500 bedrijven die in Nederland één of meer bfi's geregistreerd hebben (in clusters of als *stand alone* bfi's).

Een cluster telt gemiddeld drie bfi's. Het aantal bfi's per cluster varieert tussen twee en enkele tientallen. Meer dan de helft van de clusters bestaat uit twee bfi's. Het aantal grote clusters, met meer dan vijftien bfi's bedraagt 45 en is dus zeer beperkt.

¹⁰² De scheiding naar clusters is gedaan op basis van thans bij DNB beschikbaar cijfermateriaal hierover, en betreft een onderschatting.

Tabel 7 Balanstotaal en bfi-aantallen (o.b.v. alle bfi's, 2010, bedragen × €1 mln.)

	Aantal/€	%
<i>Totaal aantal bfi's, waarvan:</i>	11.976	
behorend tot een cluster	5.181	43%
<i>stand alone</i> bfi's	6.795	57%
 <i>Balanstotaal, waarvan:</i>	€2.889.996	
bfi's behorend tot een cluster	€2.274.661	79%
zelfstandige bfi's	€615.336	21%
 <i>Aantal clusters</i>	1.730	
met 2 bfi's	984	57%
3-5 bfi's	518	30%
6-10 bfi's	134	8%
11-15 bfi's	49	3%
16-25 bfi's	32	2%
Meer dan 25 bfi's	13	1%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

3.1.2 Balanstotalen

Het gezamenlijk balanstotaal van de bfi's in Nederland bedraagt (anno 2010) € 2.900 miljard. Hiervan komt 79 procent voor rekening van de geclusterde bfi's, die samen 43 procent van het totaal aantal bfi's uitmaken. De groep bfi's is meer geconcentreerd dan deze gegevens suggereren: de tien grootste bfi's (binnen een totaal van 12000) staan samen voor veertien procent van het totale balanstotaal.

Op clusterniveau is de concentratie groter. Het gezamenlijk aandeel van de tien grootste partijen na bundeling van de geclusterde bfi's, binnen een totaal van 8500 dus, bedraagt 25 procent.

Het gemiddeld balanstotaal per bfi bedraagt € 214 miljoen (2010). Voor de bfi's in een cluster bedraagt dat gemiddelde € 439 miljoen, voor de *stand alone* bfi's € 91 miljoen. Het gemiddelde balanstotaal per cluster (de som van de bfi's in het betrokken cluster) bedraagt € 1,3 miljard.

Tabel 8 laat zien hoe het balanstotaal van alle bfi's is samengesteld uit onderliggende activa- en passivaposten. De activiteiten van bfi's zijn voornamelijk gericht op deelnemingen in dochters en het uitlenen van geld binnen de groep. Dit is niet verwonderlijk: de fiscale motieven zijn in belangrijke mate aan deze twee posten gerelateerd.¹⁰³ Bfi's financieren hun activiteiten voornamelijk met geld afkomstig van groepsmaatschappijen: deelnemingen en intragroep leningen. Daarnaast wordt er nog een substantieel bedrag aan geld opgehaald op de kapitaalmarkt.

¹⁰³ Een derde fiscaal motief is gerelateerd aan royalty's. De hierbij behorende balanspost, intellectueel eigendom, is niet herleidbaar in de microdata over bfi's verstrekt door DNB.

Tabel 8 Balans bijzondere financiële instellingen (o.b.v. alle bfi's, 2010, bedragen × €1 mln., N=11.976)

Activa			Passiva		
Deelnemingen in dochters	1.718.989	59,5%	Deelnemingen van moeder(s)*	1.635.248	54,7%
Leningen aan groep	777.685	26,9%	Leningen van groep	639.096	21,4%
Leningen aan derden	257.312	8,9%	Leningen van derden	180.374	6,0%
Effecten buitenland	135.725	4,7%	Effecten buitenland	534.359	17,9%
Totaal activa	2.889.996	100,0%	Totaal passiva¹⁰⁴	2.989.201	100,0%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; *ook wel: eigen vermogen.

3.1.3 Geldstromen

Het balanstotaal en de onderliggende balansposten zijn als omvangsindicator relevant, maar vertellen niet het hele verhaal. De activiteiten van bfi's lijken voor een belangrijk deel fiscaal gedreven.¹⁰⁵ In die context zijn vooral de (in principe) belastbare stromen van belang. Deze hangen weliswaar samen met (intragroep) leningen, intellectueel eigendom en deelnemingen maar zijn van een andere orde van grootte. Concreet gaat het hierbij om ontvangen en betaalde rente, royalty en dividend.

Tabel 9 In- en uitgaande bruto stromen (o.b.v. alle bfi's, bedragen × €1 mln.)

	2006		2008		2010	
	Bedrag	%	Bedrag	%	Bedrag	%
<i>Inkomend</i>						
Dividend	56.079	62,1%	70.309	56,7%	106.735	69,6%
Rente intragroep	19.321	21,4%	25.861	20,9%	24.090	15,7%
Royalty	8.545	9,5%	11.584	9,3%	15.742	10,3%
Rente effecten	1.528	1,7%	1.594	1,3%	1.300	0,8%
Rente derden	4.770	5,3%	14.578	11,8%	5.489	3,6%
Totaal inkomend	90.253	100,0%	123.926	100,0%	153.355	100,0%
<i>Uitgaand</i>						
Dividend	32.908	46,3%	60.347	53,3%	76.433	61,2%
Rente intragroep	14.052	19,8%	17.218	15,2%	13.304	10,7%
Royalty	6.555	9,2%	9.329	8,2%	13.815	11,1%
Rente effecten	13.256	18,7%	14.872	13,1%	16.572	13,3%
Rente derden	4.279	6,0%	11.400	10,1%	4.684	3,8%
Totaal uitgaand	71.051	100,0%	113.167	100,0%	124.808	100,0%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; exclusief stromen tussen bfi's binnen Nederland.

Dividenden zijn de belangrijkste 'afgeleide geldstromen'. In 2010 werd door de bfi's in Nederland € 107 miljard aan dividend van buitenlandse dochterondernemingen geïncasseerd. Dat is bijna een verdubbeling ten opzichte van de € 56 miljard in 2006. Er werd in dat jaar € 76 miljard dividend uitbetaald aan de buitenlandse aandeelhouders van de betrokken bfi's.

¹⁰⁴ De balansgegevens in de data van DNB sluiten helaas niet voor 100 procent. Activa- en passivagegevens zijn in deze opstellingen afzonderlijk bepaald.

¹⁰⁵ Deze activiteiten worden nader beschreven in hoofdstuk 3.2. Dat fiscale motieven een belangrijke rol spelen, blijkt ook uit de case studies in Bijlage D.

Na dividend is intragroep rente, de rente voor kredieten die aan werkmaatschappijen binnen het concern worden afgesloten en verleend, de belangrijkste post. In 2010 betrof dit inkomend € 24 miljard en uitgaand € 13 miljard.

Royalty's, de beloning door buitenlandse dochterondernemingen voor het gebruik van licenties onder intellectual property, is de derde grote post. In 2010 ontvingen bfi's € 16 miljard uit het buitenland, en werd € 14 miljard afgedragen aan de buitenlandse rechthebbenden.

Rente op effecten en rente derden zijn bijzondere posten in deze opstelling. Bfi's zijn weliswaar vooral bedoeld voor intra concern participaties en kredieten, er worden ook gelden van derden aangetrokken en gelden worden ook extern belegd. Met name de *betaalde* rente aan externe partijen is substantieel in vergelijking met de intragroep betaalde rente. Dit hangt samen met het aantrekken van externe financiering door bfi's, om deze binnen de groep uit te zetten.

Geldstromen op jaarbasis zijn niet sterk gecorreleerd met balanstotalen. Bfi's met een groot balanstotaal kunnen een beperkte geldstroom hebben, en andersom is het mogelijk dat er grote stromen gaan door een bfi die aan het eind van het jaar maar een beperkte vermogenspositie heeft.

Dat verklaart mede dat de concentratiegraad in termen van geldstromen hoger is dan bij balanstotalen. Bij dividend staan de, in inkomende dividendstroom gemeten, tien grootste bfi's samen voor 39 procent van de totale stroom, bij rente voor 26 procent en bij royalty's zelfs voor 87 procent.¹⁰⁶ Op clusterniveau (waarbij de geclusterde bfi's zijn opgeteld) is de concentratie nog groter: de tien grootste partijen staan voor 49 procent van de totale dividendstroom, voor 30 procent van de totale rentestroom en voor 89 procent van de totale royaltystroom. De concentratie op clusterniveau bij de uitgaande stromen ligt in dezelfde order van grootte. Daarmee nemen de tien grootste partijen net iets minder dan 50% van het totaal aan dividend-, rente- en royaltystromen voor hun rekening.

Tabel 10 Concentratie: marktaandeel 10 grootste bfi's/clusters (o.b.v. alle bfi's, 2010)

	Op bfi-niveau	Op clusterniveau
Balanstotaal	14%	25%
Inkomende dividend	39%	49%
Inkomende rente	26%	30%
Inkomende royalty's	87%	89%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Box 11 Schatting *netto* dividend, rente en royalty

De in dit rapport gepresenteerde gegevens over bfi's zijn afkomstig uit de registratiebestanden van de Nederlandsche Bank. Deze registratie werkt op basis van *bruto* stromen: de uit het buitenland afkomstige geldstromen aan dividend, rente en royalty's, en de uitgaande dividendstroom zijn inclusief af te dragen bronbelasting.

Netto stromen, exclusief af te dragen of afgedragen belasting, worden niet geregistreerd. Het zijn

¹⁰⁶ Uiteraard hoeven de grootste partijen bij dividendstromen niet ook het grootst bij rente of royalty's te zijn.

echter de netto bedragen die Nederland binnenkomen en uitgaan. Om een indruk van de netto stromen te geven, is eerst een schatting gemaakt van de gemiddelde bronbelastingtarieven op deze stromen, afhankelijk van de herkomst c.q. bestemming van de bruto stromen. Deze worden weergegeven in de tabel hieronder.¹⁰⁷

Schatting bronbelastingtarieven over bruto dividend-, rente- en royaltystromen

	Inkomend dividend	Inkomende rente	Inkomend royalty	Uitgaand dividend
EU-27 (excl. NL)	0%-2,5%	0%-2,5%	0%-2,5%	0%-2,5%
Verdragslanden buiten de EU-27	0%-10%	0%-10%	0%-10%	0%-10%
Overige landen	5%-15%	5%-15%	5%-15%	10%-15%

Bron: Berekening SEO Economisch Onderzoek op basis van Ernst & Young (2013) en geverifieerd door fiscale experts.

Deze tarieven zijn vervolgens gebruikt om bruto stromen om te zetten in netto stromen. De resultaten staan in de tabel hieronder.¹⁰⁸

Schatting netto dividend-, rente- en royaltystromen (o.b.v. grootste bfi's, bedragen × €1 mln.)

	2010	2011
Inkomend dividend		
bruto stroom (buitenland)	94.911	115.878
ondergrens netto stroom	88.285 93,0%	105.163 90,8%
bovengrens netto stroom	94.358 99,4%	113.997 98,4%
Inkomende rente (intern + extern)		
bruto stroom (buitenland)	26.638	29.137
ondergrens netto stroom	25.454 95,6%	27.892 95,7%
bovengrens netto stroom	26.609 99,9%	29.102 99,9%
Inkomende royalty (buitenland)		
bruto stroom	14.387	18.481
ondergrens netto stroom	13.820 96,1%	17.642 95,5%
bovengrens netto stroom	14.384 100,0%	18.475 100,0%
Uitgaand dividend		
bruto stroom	66.227	53.742
ondergrens netto stroom	63.810 96,4%	51.715 96,2%
bovengrens netto stroom	66.040 99,7%	53.689 99,8%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

De tabel geeft een beeld bij de netto bedragen die Nederland inkomen en uitgaan.¹⁰⁹ De bruto en geschatte netto stromen wijken procentueel niet veel van elkaar af. In dit rapport worden voor het overige alleen bruto stromen gepresenteerd, tenzij anders vermeld.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

¹⁰⁷ Voor alle duidelijkheid: het gaat hier alleen over de bronbelastingtarieven, niet over de effectieve belastingdruk.

¹⁰⁸ Omdat deze analyse alleen kan worden uitgevoerd op de grootste bfi's, en niet op alle bfi's, zijn de waarden voor dividend, rente en royalty in de tabel lager dan in de rest van dit hoofdstuk en kunnen er in de tabel wel gegevens voor 2011 worden weergegeven.

¹⁰⁹ Tevens kan de tabel worden gebruikt om de in Nederland betaalde bronbelasting over dividend te bepalen, zie hoofdstuk 5.

3.2 Typering van bfi's

Uit hoofdstuk 2 blijkt dat fiscale motieven een primaire rol spelen bij het vestigen van bfi's in Nederland. Een typering van bfi's, die gebruikt kan worden om het bfi-landschap in meer detail te analyseren, sluit logischerwijs aan bij de aan de fiscale motieven gerelateerde activiteiten.¹¹⁰

De fiscale voordelen die internationale concerns behalen door bfi's in Nederland te vestigen worden voornamelijk behaald via faciliteiten die aangrijpen bij dividend-, rente- en royaltystromen vanuit en naar het buitenland.¹¹¹ De resultatenrekening, met deze categorieën als dominante stromen, en balans van bfi's, met deelnemingen en leningen als voornaamste activa, getuigen hiervan.¹¹²

In directe relatie met fiscale faciliteiten onderscheidt dit rapport drie groepen: houdstermaatschappijen, financieringsmaatschappijen en royaltymaatschappijen. Daarnaast worden SPV's onderscheiden, waarbij fiscale motieven minder prominent zijn.¹¹³

Om tot een kwantitatieve afbakening van de groepen te komen, moeten deze strikt worden gedefinieerd.¹¹⁴ Omdat SPV's een aparte behandeling hebben in de dataverzameling door DNB, worden deze als zodanig geclassificeerd in de dataset van DNB. Deze classificatie wordt hier gevolgd. Houdstermaatschappijen worden hier gedefinieerd als bfi's waarvan minimaal 90 procent van de activa bestaat uit deelnemingen. Financieringsmaatschappijen worden gedefinieerd als bfi's, waarvan minimaal 90 procent van de activa bestaat uit leningen aan groepsmaatschappijen. Royaltymaatschappijen worden gedefinieerd als bfi's waarvan het totaal aan inkomende en uitgaande royalty's minimaal € 100.000 is (oftewel gemiddeld € 50.000 inkomend en € 50.000,- uitgaand) en/of voor wie het aandeel royalty's in hun totale inkomende of uitgaande stroom (het totaal aan dividend, rente en royalty) meer dan 50 procent is. Tabel 2 vat de typering samen.

¹¹⁰ De nadruk op activiteiten betekent dat de typering wordt gemaakt op basis van de activaposten op de balans. In eerdere studies kwalificeert DNB bfi's op basis van hoe zij zich financieren, dat wil zeggen met een nadruk op passivaposten op de balans. DNB definieert daarbij houdstermaatschappijen of holdings als bfi's die kapitaalstromen verzorgen tussen verschillende onderdelen van een concern. Deze bfi's beperken hun activiteiten van het aantrekken en uitzetten van gelden dus tot het eigen concern. DNB definieert financieringsmaatschappijen als bfi's die met name vermogen aantrekken bij niet-ingezetenen buiten het eigen concern. Hier wordt dezelfde terminologie gebruikt, maar wordt aansluiting gezocht bij de fiscale definitie van deze begrippen die uitgaat van activiteiten.

¹¹¹ In hoofdstuk 4 worden deze motieven in detail geanalyseerd en geïllustreerd aan de hand van bfi-structuren.

¹¹² Het activum behorend bij royalty's, het intellectuele eigendom, is niet herkenbaar in de beschikbare data. Los daarvan is het intellectuele eigendom vaak niet in bezit van de bfi, en is dus niet altijd op de balans opgenomen.

¹¹³ Er zijn nog andere typen bfi's te onderscheiden die stoelen op fiscale motieven. Herfactureringsmaatschappijen genereren omzet en kosten die hoofdzakelijk voortvloeien uit herfacturering van en naar buitenlandse groepsmaatschappijen. Operational lease bedrijven genereren opbrengsten en kosten met de verhuur van met name duurzame gebruiksgoederen aan buitenlandse cliënten. Door de beperkte aanwezigheid van deze typen, worden deze niet apart onderscheiden.

¹¹⁴ Hoewel activiteiten in beginsel worden ingedeeld naar de achterliggende fiscale motieven, kunnen de bfi's ook andersoortige functies hebben. Het centraliseren van functies komt niet rechtstreeks terug in de definities. Toch is er een sterke verwevenheid. Zo kan bijvoorbeeld cash management door bfi's over het algemeen niet los worden gezien van de fiscaal aantrekkelijke behandeling van rente en het gebruik van het Nederlandse verdragennetwerk.

Tabel 11 Typering van bfi's

Type	SPV	Houdster	Financiering	Royalty
Primair doel	Securitisatie	Gebruikmaken van fiscale faciliteiten gericht op dividend	Gebruikmaken van fiscale faciliteiten gericht op rente	Gebruikmaken van fiscale faciliteiten gericht op Royalty
Voorwaardelijk kenmerk	Opgericht om securitisaties te verrichten	Activa bestaan voornamelijk uit deelnemingen	Activa bestaan voornamelijk uit leningen aan groepsmaatschappijen	Er is sprake van (substantiële) royalty-inkomsten
Definitie	Kenmerk in DNB database	Type ≠ SPV EN Type ≠ royalty EN Deelnemingen in groep > 90% BT	Type ≠ SPV EN Type ≠ royalty EN Leningen aan groep > 90% BT	Som van inkomende en uitgaande royalty's > € 100.000,- OF aandeel royalty in totale inkomende/uitgaande stroom > 50%

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

Na toepassing van Tabel 2 op de gegevens over bfi's, resteert een restgroep van bfi's die niet binnen deze definities valt. Dit betreft vooral bfi's die meerdere activiteiten combineren.¹¹⁵ Op deze groep wordt aan het einde van dit hoofdstuk verder ingegaan.

De aantallen per groep worden weergegeven in Tabel . Gemeten naar balanstotaal vormen de houdstermaatschappijen de grootste groep bfi's, met 39 procent van het balanstotaal van alle bfi's in 2010. In aantallen zijn de 'overige' bfi's de grootste groep, met een aandeel van 46 procent in 2010.

Tabel 12 Aantal bfi's en balanstotalen per groep (o.b.v. alle bfi's, bedragen × €1 mln.)

	Aantal bfi's			Balanstotaal		
	2006	2008	2010	2006	2008	2010
SPV	92	155	257	39.047	81.285	96.917
Houdster	2.731	3.540	4.037	696.546	924.346	1.117.051
Finanmij	1.526	1.667	1.711	321.416	343.962	418.335
Royaltymij	430	463	437	150.337	201.953	213.381
Overige	4.329	5.122	5.534	646.510	967.294	1.044.312
Totaal	9.108	10.947	11.976	1.853.856	2.518.840	2.889.996

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

3.2.1 Houdstermaatschappijen

Houdstermaatschappijen nemen deelnemingen in buitenlandse groepsmaatschappijen.¹¹⁶ De activa bestaan voornamelijk uit deelnemingen en dividend zal dominant zijn in de inkomstenstroom. Internationale concerns kunnen zo via de Nederlandse bfi gebruikmaken van de Nederlandse deelnemingsvrijstelling en van lagere bronbelasting op dividend in het bronland op basis van het Nederlandse verdragen netwerk.

¹¹⁵ Een tweede, beperkte, groep die niet binnen de definities van Tabel 2 valt, zijn de niet te classificeren bfi's. Dit betreft bfi's waarvan niet alle benodigde gegevens beschikbaar zijn om ze te classificeren volgens de gehanteerde definities. De definities zijn gebaseerd op gegevens over balansposten en royaltystromen. Als bfi's deze gegevens niet invullen, kunnen zij niet worden meegenomen in de classificatie. Voor alle duidelijkheid: de gegevens over de groep 'overige' bfi's zijn wel meegenomen in de analyse en dus inbegrepen in de in dit rapport weergegeven cijfers.

¹¹⁶ De houdstermaatschappij wordt dus aandeelhouder van andere groepsmaatschappijen.

De houdster kan daarbij dienen om een regionale concernstructuur op te zetten. Om administratieve en juridische redenen kan het namelijk effectief zijn om lokale, regionale of gelijksoortige werkmaatschappijen te clusteren onder één holding. De bfi dient dan bijvoorbeeld als holding van de Europese vestigingen van een Amerikaanse moeder.

Tabel 13 Balans houdstermaatschappijen (o.b.v. alle bfi's, 2010, bedragen × €1 mln., N=4.037)

Activa			Passiva		
Deelnemingen in dochters	1.095.977	98,1%	Deelnemingen van moeder(s)*	871.800	85,3%
Leningen aan groep	17.234	1,5%	Leningen van groep	110.993	10,9%
Leningen aan derden	3.744	0,3%	Leningen van derden	31.148	3,0%
Effecten buitenland	97	0,0%	Effecten buitenland	7.985	0,8%
Totaal activa	1.117.051	100,0%	Totaal passiva¹¹⁷	1.021.925	100,0%

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; *ook wel: eigen vermogen.

3.2.2 Financieringsmaatschappijen

Financieringsmaatschappijen verschaffen leningen aan groepsmaatschappijen in het buitenland. De activa bestaan voornamelijk uit leningen en rente zal dominant zijn in de inkomstenstroom. Via de Nederlandse bfi kan gebruik worden gemaakt van belastingverdragen die bronbelasting op rente in het bronland voorkomen of reduceren. Daarnaast wordt in Nederland geen bronbelasting geheven op de uitgaande rente.

Net zoals holdings kunnen financieringsmaatschappijen worden gebruikt om functies te centraliseren, financiële functies in dit geval. Een voorbeeld hiervan is het centraliseren van cash management, ook wel cash pooling, binnen de bfi. Hierbij kan de bfi worden gebruikt om de liquiditeitsbehoeften binnen de groep af te stemmen met overtollige liquiditeiten binnen andere delen van de groep. Meer algemeen kan de bfi worden gebruikt om het ontvangen en verstrekken van (intraconcern) leningen te centraliseren.

Financieringsmaatschappijen richten zich voor hun eigen financiering voor meer dan 50 procent op partijen buiten de groep.¹¹⁸ Indien zij deze extern verkregen middelen ook extern zouden uitlenen, zouden zij bancaire activiteiten ondernemen en een bankvergunning nodig hebben. Toen bfi's zich eind jaren '90 steeds meer met dergelijke bancaire getinte activiteiten begonnen bezig te houden, heeft DNB de regels voor bfi's aangescherpt.¹¹⁹ Financieringsactiviteiten zijn toegestaan zonder bankvergunning, zolang bfi's voldoen aan strikte voorwaarden. De financieringsmaatschappij dient de opvorderbare gelden aan te trekken door de uitgifte van effecten, dient ten minste 95 procent van de gelden binnen het concern uit te zetten, dient te beschikken over een garantie van de moedermaatschappij en de moedermaatschappij moet over een positief eigen vermogen beschikken (DNB, 2012).

¹¹⁷ De balansgegevens in de data van DNB sluiten helaas niet voor 100 procent. Activa- en passivagegevens zijn in deze opstellingen afzonderlijk bepaald. Voor de balansen per type is dit verschil tussen activa en passiva optisch groter dan in de werkelijkheid, doordat bijvoorbeeld activaposten binnen clusters van bfi's soms worden geconcentreerd bij de ene bfi en de passivaposten bij een andere bfi. Als de bfi's in het cluster dan tot verschillende typen behoren ontstaat er een optisch zwaartepunt aan de activa-respectievelijk passivazijde. Over het geheel van de typen wordt dit weer rechtgetrokken.

¹¹⁸ Als optelsom van 'leningen van derden' plus 'buitenlandse effecten'.

¹¹⁹ In hoofdstuk 6.4 wordt hier verder op ingegaan in het kader van systeemrisico bij bfi's.

Tabel 14 Balans financieringsmaatschappijen (o.b.v. alle bfi's, 2010, bedragen × €1 mln., N=1.711)

Activa			Passiva		
Deelnemingen in dochters	1.485	0,4%	Deelnemingen van moeder(s)*	106.896	20,8%
Leningen aan groep	409.767	98,0%	Leningen van groep	118.990	23,2%
Leningen aan derden	2.498	0,6%	Leningen van derden	37.682	7,3%
Effecten buitenland	4.585	1,1%	Effecten buitenland	249.905	48,7%
Totaal activa	418.335	100,0%	Totaal passiva	513.472	100,0%

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; *ook wel: eigen vermogen.

Het feit dat ruim 55 procent van door financieringsmaatschappijen aangetrokken gelden van externe partijen afkomstig is, impliceert dat centraal cash management door financieringsmaatschappijen inderdaad een belangrijke rol speelt. Nederlandse bfi's halen daarbij geld op uit de kapitaalmarkt, om dit vervolgens uit te zetten bij groepsbedrijven. Hierbij kunnen bijvoorbeeld centralisatie van kennis en kostenbesparingen een rol spelen. Daarnaast is het veelal een eis van financiers dat de financiële activiteiten geconcentreerd worden in één entiteit. Dit verhoogt de zekerheden voor de financier en verlaagt (mogelijk) de kosten van de financiering voor de onderneming. De keuze voor Nederland als vestigingsland van het cash management center kan deels fiscaal zijn ingegeven¹²⁰, en deels door andere vestigingsfactoren zoals de goed ontwikkelde financiële en zakelijke dienstverlening die voor cash management van belang kunnen zijn.

Het substantiële aandeel *extern* aangetrokken financiering van ruim 55 procent betekent ook dat fiscale planning binnen de eigen groep niet de primaire factor is voor een groot deel van de *ontvangen* leningen. Er kan fiscaal wel voordeel worden behaald uit het feit dat de rente vanuit Nederland wordt betaald en er dus geen bronbelasting wordt geheven. Maar het voordeel van geen bronbelasting op de uitgaande rente bij leningen aan derden ligt eerder bij externe partijen.¹²¹ Het is mogelijk dat externe partijen dit voordeel delen met het internationale concern waartoe de bfi behoort, bijvoorbeeld door een lagere rente te vragen. Of zij dit doen, hangt af van de marktomstandigheden.

Het is nog steeds mogelijk dat fiscale planning een rol speelt bij vestiging van financieringsmaatschappijen in Nederland, en wel met het oog op de *intragroep* ontvangen en verstrekte leningen. Intragroep ontvangen leningen bedragen ruim 23 procent, intragroep verstrekte leningen 98 procent van het balanstotaal (Tabel 14).

3.2.3 Royaltymaatschappijen

Royaltymaatschappijen exploiteren licenties op intellectuele eigendomsrechten, zoals merken-, film- of portretrechten. Over het algemeen verkrijgen zij licenties van groepsmaatschappijen, al

¹²⁰ Bijvoorbeeld omdat bronbelasting op inkomende rente van groepsbedrijven kan worden voorkomen via Nederlandse verdragen maar mogelijk ook vanwege voordelen op de uitgaande rente. Vaak is in financieringvoorwaarden een bepaling opgenomen dat kosten voortkomend uit bronbelasting voor rekening van de leningnemer zijn. Door de bronbelasting te verlagen, doordat over Nederland uitgaande rente geen bronbelasting wordt geheven, worden zo de totale kosten van de lening verlaagd.

¹²¹ Dit staat overigens los van het al dan niet terecht gebruikmaken van belastingverdragen indien de bfi wordt gebruikt om intern geld aan te trekken van landen waar Nederland wel maar het land waar de rente naartoe gaat geen verdrag mee heeft.

dan niet in sublicentie, waarvan andere groepsmaatschappijen tegen vergoeding gebruik mogen maken. Concreet heeft een bfi bijvoorbeeld de licentie op merkenrechten van een internationaal concern en moeten groepsmaatschappijen de bfi betalen voor het mogen voeren van de merknaam. Het intellectuele eigendom zelf is veelal niet in bezit van de bfi, en verschijnt dus ook niet op de balans. Bfi's verkrijgen dan slechts het recht om de licentie te exploiteren. Royalty's zullen dominant zijn in de inkomstenstromen.

Royaltymaatschappijen centraliseren veelal het management en de exploitatie van de intellectueel eigendom en/of licenties van internationale concerns.

Tabel 15 Balans royaltymaatschappijen (o.b.v. alle bfi's, 2010, bedragen × €1 mln., N=437)

Activa			Passiva		
Deelnemingen in dochters	129.197	60,5%	Deelnemingen van moeder(s)*	113.483	51,5%
Leningen aan groep	60.145	28,2%	Leningen van groep	83.832	38,0%
Leningen aan derden	NB	NB	Leningen van derden	2.014	0,9%
Effecten buitenland	NB	NB	Effecten buitenland	21.091	9,6%
Totaal activa	213.381	100,0%	Totaal passiva	220.420	100,0%

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; *ook wel: eigen vermogen; NB = niet beschikbaar (zie Bijlage I); voor zover royaltymaatschappijen het intellectuele eigendom wel zelf hebben, is dit niet zichtbaar in de balansgegevens omdat deze bezittingen niet te onderscheiden zijn in de DNB-cijfers.

3.2.4 Special Purpose Vehicles

Bfi's die fungeren als Special Purpose Vehicle (bfi-SPV's), kopen financiële activa van hun buitenlandse moeder, bijvoorbeeld hypothecaire vorderingen, en financieren zich door het uitgeven van effecten zoals obligaties.¹²² De partij die de financiële activa verkoopt wordt de *originator* genoemd. Bij bfi-SPV's is de *originator* buitenlands.

Waar de andere bfi-typen vooral een fiscaal motief hebben, ligt dit bij bfi-SPV's genuanceerder. Het vestigen van een SPV in Nederland heeft voordelen. Dit heeft vooral te maken met de financiële wet- en regelgeving en de omringende financiële en zakelijke dienstverlening. Die zorgen ervoor dat in Nederland relatief snel en gemakkelijk obligaties kunnen worden uitgegeven.

Tegelijkertijd is het een voordeel voor de beleggers in de obligaties dat de rente over de obligaties die zij kopen, vrijgesteld is van bronbelasting in Nederland. Hoewel dit wel degelijk een fiscaal motief is, wordt het voordeel niet binnen de groep gerealiseerd, en is dus geen onderdeel van internationale fiscale planning binnen het eigen concern.¹²³ Dit maakt het overigens mogelijk ook makkelijker voor de SPV om de obligaties geplaatst te krijgen, wat wel kan worden gezien als voordeel voor het internationale concern waartoe de bfi behoort.

¹²² Strikt juridisch is de *originator* niet noodzakelijkerwijs de moeder van de bfi.

¹²³ Tijdens de interviews werd aangegeven dat beleggers in dergelijke obligaties vaak institutionele partijen zijn die in veel gevallen (zoals bij pensioenmaatschappijen) vrijgesteld zijn van belasting. Door die situatie drukt elke vorm van belasting onevenredig zwaar op het resultaat van de obligaties. Dit verklaart mede waarom beperking van bronbelasting via een Nederlandse SPV een belangrijke rol speelt.

Tabel 16 Balans SPV's (o.b.v. alle bfi's, 2010, bedragen × €1 mln., N=257)

Activa			Passiva		
Deelnemingen in dochters	NB	NB	Deelnemingen van moeder(s)*	2	0,0%
Leningen aan groep	NB	NB	Leningen van groep	1.275	1,3%
Leningen aan derden	68.272	70,4%	Leningen van derden	1.866	1,9%
Effecten buitenland	28.048	28,9%	Effecten buitenland	94.082	96,8%
Totaal activa	96.917	100,0%	Totaal passiva	97.226	100,0%

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; *ook wel: eigen vermogen; NB = niet beschikbaar (zie Bijlage I).

3.2.5 Overige bfi's¹²⁴

De groep overige bfi's betreft vooral bfi's met 'gemengde' activiteiten. Deze bfi's combineren houdster- en financieringsactiviteiten. Dit is in lijn met wat naar voren komt uit de interviews. Activiteiten worden niet altijd strikt gescheiden in aparte bfi's. Soms groeit de ene activiteit uit de andere voort, of is het simpelweg effectiever om meerdere activiteiten binnen één bfi te laten plaatsvinden.

De categorie 'overig' is nader geanalyseerd door te kijken waar het zwaartepunt van de activiteiten ligt. Hiertoe is een groep 'overwegend houdster' en een groep 'overwegend financieringsmij' gedefinieerd. De eerste groep heeft als belangrijkste activiteit het nemen van deelneming in dochtermaatschappijen, deze groep leunt dus sterk aan tegen de houdstermaatschappij maar verricht in sterkere mate ook andere activiteiten.¹²⁵ De tweede groep heeft als belangrijkste activiteit het verstrekken van leningen aan groepsmaatschappijen, en ligt dus in het verlengde van financieringsmaatschappijen maar met in grotere mate gemengde activiteiten.¹²⁶

Figuur 3 geeft het aandeel van de bfi-groepen in het balanstotaal van alle bfi's weer. De figuur laat zien dat in termen van balanstotaal de helft van de overige bfi's bestaat uit bfi's die óf overwegend houdster- óf overwegend financieringsactiviteiten verrichten. Hierbij vormen de bfi's met een nadruk op houdsteractiviteiten de grootste groep. Voor de resterende groep, 'rest' in de figuur met 18 procent van het balanstotaal, zijn de activiteiten bijna gelijk verdeeld en kunnen dus met recht 'gemengd' worden genoemd.¹²⁷

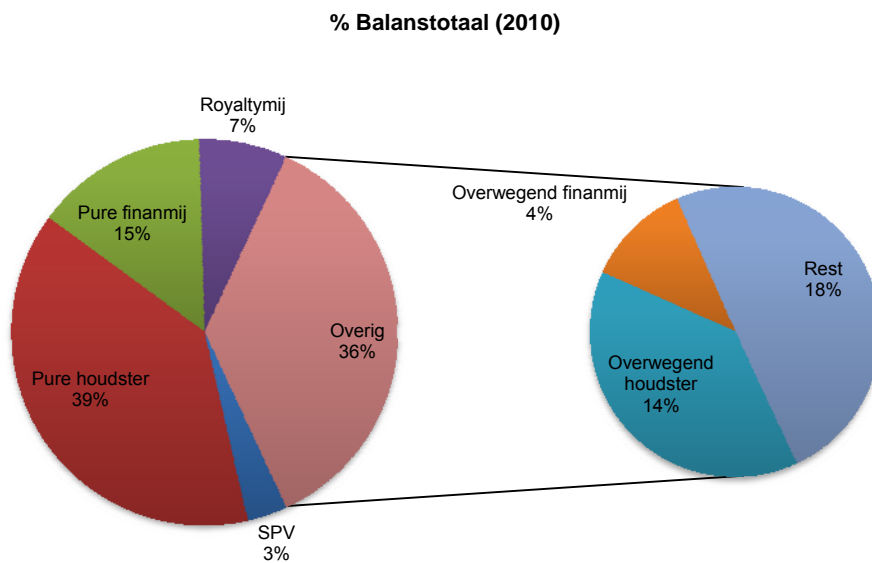
¹²⁴ Voor alle duidelijkheid: de gegevens over de groep 'overige' bfi's zijn volledig meegenomen in de analyse in het vervolg van dit rapport en dus inbegrepen in de in dit rapport weergegeven cijfers.

¹²⁵ Tot deze groep behoren bfi's waarvan de activa voor meer dan 67 procent (maar niet meer dan 90 procent) uit *deelnemingen* bestaan.

¹²⁶ Tot deze groep behoren bfi's waarvan de activa voor meer dan 67 procent (maar niet meer dan 90 procent) uit *leningen aan groepsmaatschappijen* bestaan.

¹²⁷ De activa van deze restgroep bestaan voor 28 procent uit deelnemingen, 27 procent uit leningen aan groepsmaatschappijen, voor 26 procent uit leningen aan derden en voor 18 procent uit effecten. Zie Bijlage J.

Figuur 3 Helft van de restgroep lijkt qua balansstructuur sterk op houdster- en financieringsmaatschappijen (o.b.v. alle bfi's, 2010)



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

4 Fiscale motieven

Dit hoofdstuk pelt de fiscale motieven van bfi's in Nederland af voor rente-, royalty-, en dividendstromen. Hierbij wordt onderscheid gemaakt naar het voorkomen van dubbele of het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing als primair motief. Met dat laatste wordt bedoeld dat er weinig tot geen belasting wordt betaald, wat mogelijk niet 'in de geest van de wet' is, en biedt daarmee een handvat voor een verdere discussie over belastingontwijking via bfi's. Voor elk van de stromen is getracht om op basis van de beschikbare data over de grootste bfi's een inschatting te maken van de bedragen gerelateerd aan het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing. Een inschatting maken van misgelopen belasting, voor zover het geval, was daarbij niet mogelijk. Voor rentestromen resulteert, afhankelijk van het gekozen perspectief, een bedrag tussen € 1,3 en € 3,8 miljard, oftewel 13 procent tot 37 procent van de totale relevante rentestroom. Voor royaltystromen kunnen geen exacte berekeningen worden gemaakt. Voor dividend resulteert een bedrag tussen € 4,2 en € 38,9 miljard, oftewel 10 procent tot 40 procent van de totale relevante dividendstroom van bfi's. Voor dividendstromen moeten de conclusies echter met voorzichtigheid worden benaderd. Voor zover dividend afkomstig is uit reële activiteiten wordt het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing expliciet goedgekeurd door de wet, en kan dan ook niet als 'tegen de geest van de wet' worden betiteld. Het is niet mogelijk om dit onderscheid naar reële activiteiten op basis van de beschikbare cijfers te maken. Tegelijkertijd maken de analyse en cijfers aannemelijk dat een deel van de stromen niet ingaat 'tegen de geest van de wet', maar bijvoorbeeld samenhangt met het voorkomen van dubbele belastingheffing. Het is uiteindelijk een fiscale en politieke keuze of de motieven die aan de stromen ten grondslag liggen wel of niet 'in de geest van de wet' zijn en wat exact onder belastingontwijking valt.

Het lijkt geen twijfel dat fiscale motieven van groot belang zijn bij het opzetten van bfi's in Nederland. Dit lijkt in de maatschappelijke discussie vaak al genoeg om bfi's in den brede te bestempelen als ongewenst. Dit raakt aan de vraag wat dan de fiscale motieven zijn van het vestigen van bfi's in Nederland, en of deze motieven inderdaad per definitie als 'ongewenst' moeten worden beschouwd. In indirecte zin raakt het ook aan de risico's van bfi's, namelijk het risico dat Nederland op deze manier, mogelijk onterecht, internationaal als belastingparadijs wordt neergezet.¹²⁸

Het kwantificeren van ongewenste fiscale motieven gebeurt over het algemeen aan de hand van de begrippen belastingontduiking en belastingontwijking. Dit hoofdstuk geeft eerst een korte analyse van beschikbare internationale empirische studies over belastingontwijking en -ontduiking. Er bestaan amper eenduidige kwantitatieve resultaten op dit vlak. Dit mag geen verbazing wekken. Belastingontduiking is illegaal en zal niet direct zichtbaar zijn in de cijfers.¹²⁹ Belastingontwijking is niet eenduidig gedefinieerd en daardoor onmogelijk om te meten. Hoewel omringd door een negatieve connotatie¹³⁰, is belastingontwijking legaal en hangt een verder oordeel af van de toegepaste definitie (Figuur 5).

¹²⁸ De consequenties daarvan worden in hoofdstuk 6.2 toegelicht.

¹²⁹ Voor zover het wel zichtbaar is, kan het worden aangepakt en verdwijnt het normaliter uit de cijfers.

¹³⁰ In een rapport over belastingontduiking en -ontwijking geeft OECD geen formele definitie van belastingontwijking maar stelt: "Tax avoidance...is of concern to governments because such practices are contrary to fiscal equity, have serious budgetary effects and distort international competition and capital flows" (OECD, 1987).

Figuur 4 Beoordelingskader fiscale motieven

Illegaal	Legaal	
I. Belastingontduiking	II. Belastingontwijking	III. Fiscale planning
Onacceptabel	Acceptabel	

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op Finnerty et al. (2007).

Om de politieke en maatschappelijke discussie over fiscale motieven van bfi's te voeden met objectief cijfermateriaal, analyseert dit hoofdstuk de fiscale motieven die ten grondslag kunnen liggen aan rente-, en royalty-, en dividendstromen via Nederlandse bfi's, en hoe deze concreet worden vormgegeven via bfi-structuren. In Box 5 is aangegeven dat daar waar fiscale planning wel binnen de letter maar niet meer binnen de geest van de wet plaatsvindt, in dit rapport sprake is van belastingontwijking. Hoewel dit geen zuivere definitie is, verschaft het wel aangrijpingspunten voor de analyse.

De Nederlandse fiscale faciliteiten zijn gericht op het voorkomen van dubbele belastingheffing. Dat het dubbel belasten van dezelfde (inkomsten)stromen ongewenst is, is een internationaal geaccepteerd uitgangspunt en uitgangspunt van menig fiscale wetgeving en verdrag.¹³¹ Ook bfi's kunnen met die intentie gebruikmaken van de Nederlandse faciliteiten. Tegelijkertijd kunnen de ogen niet worden gesloten voor de mogelijk negatieve bijwerkingen van fiscale faciliteiten in Nederland en andere landen. In het bijzonder kunnen de faciliteiten tot gevolg hebben dat er helemaal geen, of weinig, belasting wordt geheven over bepaalde (inkomsten)stromen. En ook achter het vestigen van bfi's in Nederland kan als motief liggen om belastingheffing (bijna) in het geheel te voorkomen.

In de analyse wordt onderscheid gemaakt naar de situatie waarin het onderliggende fiscale motief het voorkomen van dubbele belastingheffing betreft, en de situatie waarin het naar verwachting gaat om het voorkomen of reduceren van enkelvoudige belastingheffing. Aangenomen mag worden dat als het voorkomen van dubbele belastingheffing het motief is, er niet kan worden gesproken van belastingontwijking – dit is geen handeling tegen 'de geest van de wet'. Vervolgens is de vraag hoe het reduceren of voorkomen van enkelvoudige belastingheffing moet worden beoordeeld. Of en wanneer dit als belastingontwijking moet worden bestempeld, is een politiek en fiscaal vraagstuk.¹³² In de analyse worden waar mogelijk relevante argumenten ingebracht.¹³³

¹³¹ Zoals recentelijk nog geconcludeerd door de OECD (2013).

¹³² Voor alle duidelijkheid: het voorkomen of reduceren van enkelvoudige belastingheffing is juridisch geen beletsel om gebruik te mogen maken van belastingverdragen. Hiervoor gelden andere eisen (zie hoofdstuk 2.1.1). Los van mogelijke toetsing door de Nederlandse belastingdienst, mag het bronland beoordelen of gebruik mag worden gemaakt van de lagere brontarieven, bijvoorbeeld op basis van eisen aan substance of *beneficial ownership*.

¹³³ Het is niet uit te sluiten dat belastingontduiking plaatsvindt via Nederlandse bfi's. Hoofdstuk 6.1 gaat in op de risico's hiervan voor Nederland. Kwantificering van ontduiking door Nederlandse bfi's is op basis van de beschikbare gegevens echter niet mogelijk.

Box 12 **Dubbele en enkelvoudige belastingheffing: geen volledige aansluiting bij fiscale definities**

Centraal in de analyse staan de begrippen ‘dubbele belastingheffing’ en ‘enkelvoudige belastingheffing’. Bij het definiëren van deze termen is niet volledig aangesloten bij de fiscale definities maar is rekening gehouden met de interpretatie hiervan in de maatschappelijke discussie.

Onder ‘dubbele belastingheffing’ wordt hier verstaan dat een vennootschap of meerdere vennootschappen voor hetzelfde inkomen meerdere malen, al dan niet door meerdere landen, worden belast. Deze definitie omvat de beide fiscale termen ‘juridische dubbele belastingheffing’ (of: *juridical double taxation*) en ‘economische dubbele belastingheffing’. Het eerste wordt gedefinieerd als “één subject [wordt] voor hetzelfde object door meerdere staten...belast”, het tweede wordt gedefinieerd als “meerdere subjecten [worden] feitelijk voor hetzelfde object meerdere malen...belast” (ministerie van Financiën, 2011a p.21 resp. p.23). In dit hoofdstuk wordt winstbelasting over het resultaat en daarna bronbelasting over dividend als dubbele belasting gezien, omdat dit zo zal worden gepercipieerd door internationale concerns en deze er ook naar zullen streven dit te voorkomen. In de fiscale definitie hoeft dit niet het geval te zijn, omdat winst (belast op niveau van het bedrijf) en dividend (belast op niveau van de aandeelhouder) mogelijk niet als één en hetzelfde object worden gezien.¹³⁴

Het voorkomen van ‘enkelvoudige belastingheffing’ wordt hier gedefinieerd als ‘weinig tot geen’ belasting betalen.¹³⁵ Dit begrip sluit daarmee niet aan bij de fiscale definitie van het voorkomen van enkelvoudige belasting (of: *double non-taxation*). In het fiscale begrip is de hoogte van het belastingtarief niet van belang. Als een land 0 procent winstbelasting heft, en er dus geen belasting wordt betaald, wordt er fiscaal gezien wel belasting geheven – namelijk 0 procent. In dit rapport valt een structuur die erop is gericht om inkomen in een land met een 0 procent tarief te laten vallen onder het voorkomen van enkelvoudige belasting. Dit is niet het geval in de fiscale definitie.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op ministerie van Financiën (2011a) en Finnerty et al. (2007).

In het kwantificeren van de motieven ligt de nadruk op de stromen die gerelateerd zijn aan het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing, omdat hier het zwaartepunt van de politieke en maatschappelijke discussie lijkt te liggen. Hiermee wordt een eerste stap gezet om de stromen van bfi's kwantitatief te plaatsen in de cellen II en III in Figuur 5. Samengevat is het denkkader van dit hoofdstuk als volgt:

1. Hoewel legaal, is mogelijke belastingontwijking door bfi's onderdeel van het (morele) maatschappelijke debat over bfi's en tevens mogelijk een risico voor de reputatie van Nederland,
2. Belastingontwijking is niet eenduidig gedefinieerd,
3. Hier wordt ervan uitgegaan dat als bfi's met hun fiscale activiteiten handelen ‘tegen de *geest* van de wet’ er sprake is van belastingontwijking. Als bfi's niet handelen ‘tegen de *geest* van de wet’, is sprake van fiscale planning. Als bfi's handelen in strijd met de *letter* van de wet, is sprake van belastingontduiking,

¹³⁴ Finnerty et al. (2007, p.9) stellen “[a]nother classic example of economic double taxation is when corporate profits are taxed First at the level of the company when they are realized and then at the level of the shareholder when they are distributed”. Maar uit interviews blijkt dat dit niet altijd zo wordt gezien.

¹³⁵ Wat ‘weinig’ is, is uiteindelijk een politiek oordeel.

4. Het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing, in de zin dat weinig tot geen belasting wordt betaald, wordt hier gezien als mogelijk handelen ‘tegen de geest van de wet’,¹³⁶
5. In de analyse in dit hoofdstuk worden stromen van bfi’s waar mogelijk gescheiden naar stromen met als motief het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing en stromen met als motief het voorkomen van dubbele belastingheffing,
6. Vervolgens worden de stromen die samenhangen met enkelvoudige belastingheffing gekwantificeerd en worden argumenten aangedragen waarom dit wel of niet ‘tegen de geest van de wet’ ingaat.¹³⁷ Het is dus niet automatisch zo dat als bfi’s enkelvoudige belastingheffing voorkomen, zij automatisch ‘tegen de geest van de wet’ handelen.
7. Of en wanneer daadwerkelijk ‘tegen de geest van de wet’ wordt gehandeld, en of en wanneer sprake is van belastingontwijking, vereist uiteindelijk een politiek oordeel.

Het vermijden van enkelvoudige belasting is niet het gebruikelijke aangrijpingspunt voor de analyse van de wenselijkheid van fiscale structuren of belastingontwijking. In het internationale belastingrecht is relevant of een belastingplichtige terecht gebruikmaakt van een verdrag, dat wil zeggen inwoner en *beneficial owner* is en niet getroffen wordt door antimisbruikbepalingen. Daarbij is voor Nederland relevant of het voldoende maatregelen neemt om die eisen te toetsen en misbruik te voorkomen. In dit rapport is bewust afgeweken van deze in het internationale belastingrecht gebruikelijke uitgangspunten. Het hier uitgewerkte denkkader houdt zoveel als mogelijk rekening met relevante fiscale elementen, maar introduceert op enkele punten eigen definities om zo tevens de vragen in de maatschappelijke discussie te kunnen objectiveren en van cijfermatige duiding te voorzien. Hiermee tracht het rapport een eerste stap te zetten in het aanbrengen van meer focus in de discussie over bfi’s, en daarmee een extra dimensie toe te voegen aan de politieke en maatschappelijke discussie.

Verder wordt in dit hoofdstuk een inschatting gemaakt van de stromen die mogelijk samenhangen met het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing. Hiermee is niet gezegd dat *alle mogelijke* stromen die gerelateerd zijn aan het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing zijn geïdentificeerd. De analyse steunt op een denkkader dat kwantificering mogelijk maakt. De scope van de uitwerking is daardoor beperkt tot het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing binnen één concern en, zoals blijkt in de volgende paragrafen, tot *inkomende* dividendstromen en *uitgaande* rentestromen.

Voor alle duidelijkheid: dit hoofdstuk maak inschattingen van aan fiscale motieven gerelateerde stromen, *niet van misgelopen belasting*. In dit hoofdstuk spelen *low tax jurisdictions* en *tax havens* een belangrijke rol. In Bijlage B worden deze begrippen nader toegelicht.

¹³⁶ Juist omdat het hier gaat om het betalen van weinig tot geen belasting over de hele keten binnen de groep, wordt hier niet gerefereerd aan specifieke nationale wet- of regelgeving. Het kan bijvoorbeeld gaan om de wet van een bronland, wanneer onterecht een verlaging van de bronbelasting wordt geclaimd, of om een belastingverdrag waar oneigenlijk gebruik van wordt gemaakt.

¹³⁷ In Box 5 is vastgesteld dat daar waar fiscale planning wel binnen de letter maar niet meer binnen de geest van de wet plaatsvindt, mogelijk sprake is van belastingontwijking. In het verlengde hiervan is het internationale concern waartoe de bfi behoort de meeteenheid voor het bepalen of er weinig tot geen belasting wordt betaald.

De volgende paragraaf gaat eerst in op internationaal empirisch onderzoek naar belastingontwijking en -ontduiking. In de paragrafen daarna volgt de analyse van fiscale motieven van Nederlandse bfi's.

4.1 Studies naar belastingontwijking en -ontduiking

Er zijn diverse onderzoeken gedaan naar *illicit financial flows*.¹³⁸ Deze stromen zijn opgebouwd uit twee categorieën: geldstromen met het oog op belastingontduiking (*tax evasion*) en geldstromen met het oog op belastingontwijking (*tax avoidance*). De onderzoeken geven veelal de totale geldstromen weer en berekenen vervolgens hoeveel belasting een land misloopt doordat deze stromen plaatsvinden.

Belastingontduiking geeft de geldstromen weer die niet belast worden doordat ondernemingen de regels overtreden. Dit gebeurt voornamelijk via *trade mispricing*. Eén vorm hiervan is het opstellen van foutieve declaraties aan ondernemingen buiten de eigen groep (*false invoicing*) en de tweede is het misbruiken van *transfer pricing*. Bij dit laatste hanteert een onderneming een niet marktconforme prijs voor transacties binnen dezelfde groep om zo een belastingvoordeel te behalen (Eurodad, 2011).

Belastingontwijking is, in tegenstelling tot ontduiking, niet illegaal.¹³⁹ Ondernemingen maken, tegen de geest of doelstelling van belastingwetgeving of belastingverdragen, gebruik van mogelijkheden om belastingvoordeel te genieten. Dit type geldstromen is daarom moeilijker te kwantificeren dan belastingontduiking (Murphy, 2012).¹⁴⁰

De meerderheid van de onderzoeken kijkt naar de totale *illicit financial flows* of alleen naar belastingontduiking. De resultaten van deze onderzoeken zijn samengevat in Tabel . In Bijlage H worden de onderliggende onderzoeken kort besproken.

Het overzicht laat zien dat de inschattingen van bedragen die samenhangen met belastingontduiking en -ontwijking grote onzekerheden bevatten. Bijna alle onderzoeken wijzen op de complexiteit om tot inschattingen te komen. Van groot belang is voorzichtigheid te betrachten met de genoemde getallen, ook in relatie tot het debat over bfi's in Nederland. Om bij te dragen aan deze discussie wordt in de volgende paragrafen nader ingegaan op fiscale motieven van bfi's.

¹³⁸ Zoals Murphy (2012) aangeeft heeft *illicit* niet dezelfde betekenis als illegaal. *Illicit* is te definiëren als niet toegestaan, onjuist, niet bestraft door regulering etc. Het omvat hiermee zowel legale als illegale geldstromen.

¹³⁹ Desalniettemin scharen diverse onderzoeken deze geldstroom ook onder illegale geldstromen. Ook dit rapport gaat ervan uit dat belastingontwijking zou moeten worden voorkomen.

¹⁴⁰ Gezien het belang van belastingontwijking binnen de maatschappelijke en politieke discussie in Nederland, tracht dit rapport, in de volgende paragrafen van dit hoofdstuk, een eigen inschatting te maken voor belastingontwijking via Nederlandse bfi's.

Tabel 17 Geen eenduidigheid in inschattingen van belastingontduiking en -ontwijking

	<i>Illicit financial flow</i>	Belastingontduiking (false invoicing + transfer pricing)	Belasting- ontwijking
Wereld			\$ 189 miljard ¹⁴¹
Europa	\$ 26,3 miljard ¹⁴²	€ 860 miljard ¹⁴³	€ 150 miljard ¹⁴⁴
Ontwikkelingslanden	tussen \$ 858,8 miljard en \$ 1.138 miljard ¹⁴⁵	\$17-18,4 miljard ¹⁴⁶ \$ 160 miljard ¹⁴⁷ \$ 585,9 miljard tot \$ 918,6 miljard ¹⁴⁸	
Sub Sahara landen ¹⁴⁹	\$ 27 miljard	\$ 4,34 miljard	
Latijns Amerika ¹⁵⁰	\$ 95 miljard	\$ 31 miljard	
Nederland ¹⁵¹		€ 30 miljard	

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van bronnen zoals vermeld in de voetnoten.

4.2 Rentestromen via bfi's

Internationale studies die komen tot robuuste schattingen voor belastingontwijking zijn schaars. Als cijfermatige onderbouwing in de politieke en maatschappelijke discussie in Nederland over bfi's op dit vlak, tracht dit onderzoek fiscale motieven nader te duiden en te kwantificeren. In de navolgende paragrafen worden eerst de achterliggende fiscale motieven van respectievelijk rentestromen, royaltystromen en dividendstromen via bfi's geanalyseerd. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt naar motieven die samenhangen met het voorkomen van dubbele belastingheffing en het voorkomen of reduceren van enkelvoudige belasting. In het kwantificeren van de motieven ligt de nadruk op deze laatste categorie, omdat deze relevant is bij het inschatten van de omvang van mogelijke belastingontwijking.

4.2.1 Voorkomen van dubbele of enkelvoudige belastingheffing?

Het uitbetalen van rente binnen een internationale groep kan leiden tot dubbele belastingheffing, en Nederlandse bfi's kunnen een rol spelen om dit te voorkomen. Figuur 5 illustreert de uitgangssituatie. Een bedrijf in land V Verstrekt krediet aan een Ontvangende groepsmaatschappij in land O. Het kredietontvangende bedrijf in land O moet hierover rente betalen aan het kredietverstrekende bedrijf. De betaalde rente is normaliter aftrekbaar van de winstbelasting in land O. Daar staat tegenover dat in land O wel vaak bronbelasting wordt geheven over de betaalde rente. In land O is dus sprake van enkelvoudige belasting. In beginsel moet er vervolgens in land V winstbelasting worden betaald over de ontvangen rente. Indien er echter eerder al bronbelasting is geheven over de rente, is die betaalde belasting in veel landen (deels) verrekenbaar met de winstbelasting, een zogenaamde *credit*. Indien een *credit* van

¹⁴¹ Tax Justice Network (2012).

¹⁴² UNDP (2011), geldend voor 2008.

¹⁴³ Murphy (2012), geldend als bedrag per jaar, berekend voor 2009.

¹⁴⁴ Murphy (2012), geldend als bedrag per jaar, berekend voor 2009. Gebaseerd op bedrag van belastingontduiking.

¹⁴⁵ Global Financial Integrity (2012), geldend voor 2010.

¹⁴⁶ UNDP (2011), geldend voor 2008.

¹⁴⁷ ChristianAid (2008), bedrag per jaar.

¹⁴⁸ UNDP (2011), voor de periode 2001-2010, jaarlijks bedrag. Mogelijk valt hier ook belastingontwijking onder.

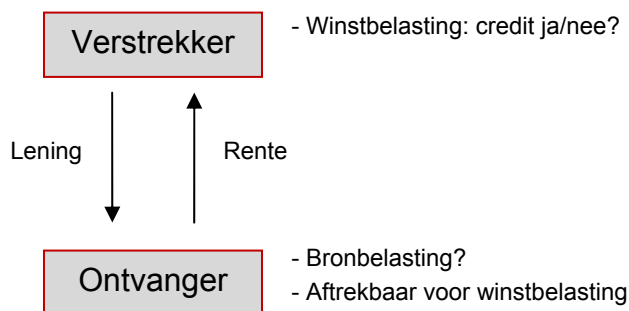
¹⁴⁹ ChristianAid (2009), geldend voor periode 2005-2007.

¹⁵⁰ ChristianAid (2009), geldend voor periode 2005-2007.

¹⁵¹ Murphy (2012), geldend als bedrag per jaar, berekend voor 2009.

bronbelasting op rente mogelijk is, kunnen hier voorwaarden aan verbonden zijn of er kunnen omstandigheden optreden die ertoe leiden dat de *credit* niet kan worden gerealiseerd. Bijvoorbeeld als het bedrijf dat de rente ontvangt in een verliessituatie zit, waardoor er niets verrekend kan worden.¹⁵² Indien een *credit*-systeem niet van toepassing is in land V of de *credit* niet kan worden gerealiseerd, en er geen verdrag is tussen land V en land O om bronbelasting te voorkomen of reduceren, resulteert dit in dubbele belasting.¹⁵³

Figuur 5 Mogelijk dubbele belasting bij uitkering van rente



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Het plaatsen van een bfi in Nederland kan dubbele belasting voorkomen of reduceren indien Nederland wel een verdrag heeft met het bronland O. In land V wordt nog steeds (deels) winstbelasting betaald omdat er geen *credit*-systeem is of de *credit* niet kan worden gerealiseerd. Maar via het verdrag dat Nederland heeft met land O wordt het bronbelastingtarief over rente in land O op 0 procent gezet of gereduceerd. In Nederland wordt vervolgens rente ontvangen en uitbetaald, waardoor er een beperkt positief saldo aan ontvangen rente resteert.¹⁵⁴ Tenslotte wordt in Nederland geen bronbelasting op rente geheven, waardoor de uitbetaalde rente aan land V onbelast is. Per saldo resulteert alleen winstbelasting in land V, en wordt via de Nederlandse bfi dubbele belasting voorkomen. Hierbij wordt gebruikgemaakt van het Nederlandse verdragenennetwerk en de afwezigheid van bronbelasting op rente. Dit proces wordt geïllustreerd in Figuur .¹⁵⁵ Overigens is gebruik van het Nederlandse verdragenennetwerk en afwezigheid van renteheffing niet relevant als land V en land O beide EU-landen zijn. In dat geval is rente, binnen voorwaarden, namelijk al vrijgesteld van bronbelasting op basis van de Rente en Royalty Richtlijn.¹⁵⁶

¹⁵² Er wordt op dat moment feitelijk ook geen winstbelasting betaald over de ontvangen rente. Maar indirect kan het bijvoorbeeld impact hebben op mogelijke *carry forward* van verliezen en daarmee op de (over meerdere jaren gecumuleerde) te betalen belasting.

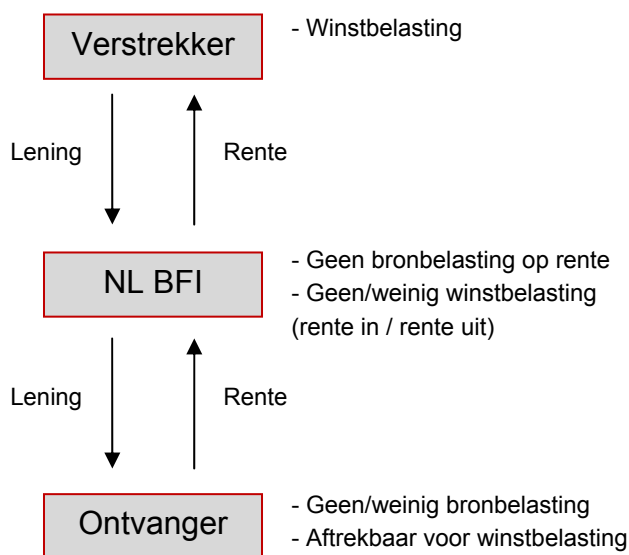
¹⁵³ Het is ook nog mogelijk dat het bronland O de rente-aftrek beperkt. Hierdoor zou driedubbele belastingheffing resulteren.

¹⁵⁴ De Nederlandse belastingdienst eist dat er op grond van internationale beginselen en artikel 8b Wet vennootschapsbelasting een (*arm's length*) marge zit tussen ontvangen en te betalen rente, zodat er over het algemeen wel een saldo resulteert.

¹⁵⁵ De Nederlandse bfi in de figuur kan ook als cash management center fungeren. Het ontvangt dan overtollige liquiditeiten van groepsonderdelen en distribueert deze naar behoefte over groepsmaatschappijen met liquiditeitstekorten. In de figuur hangen dan meerdere verstrekkers boven en meerdere ontvangers onder de bfi.

¹⁵⁶ Zie Bijlage A.

Figuur 6 Voorkomen van dubbele belasting over rente via Nederlandse bfi



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Vermeld zij dat de dubbele belasting niet in één land plaatsvindt, maar verdeeld is over twee landen. Door toepassing van het verdrag, zoals geïllustreerd in Figuur , wordt in bronland O geen belasting geheven over de rente. In fiscaal opzicht is dit irrelevant: de rente wordt belast in land V als onderdeel van de winstbelasting.

De doelstelling om dubbele belasting te voorkomen via de bfi gaat alleen op als land V ook daadwerkelijk winstbelasting heft over ontvangen rente.¹⁵⁷ Als dat niet of in zeer beperkte mate het geval is, en land V een zogenaamde *low tax jurisdiction* is, kan via de Nederlandse verdragen enkelvoudige belastingheffing worden voorkomen of gereduceerd.¹⁵⁸

Figuur 7 illustreert de uitgangspositie. Een bedrijf in een *low tax* land V-LTJ verstrekt een krediet aan een groepsmaatschappij in land O. Over de betaalde rente aan land V-LTJ hoeft dan geen of weinig winstbelasting te worden betaald.

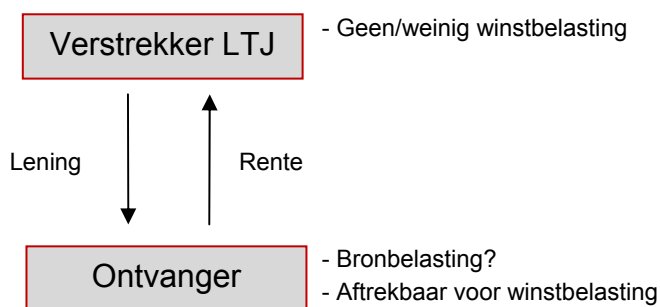
In de structuur in Figuur 7 wordt weliswaar weinig of geen winstbelasting geheven over de ontvangen rente, maar als er geen belastingverdrag is tussen land V-LTJ en land O wordt er mogelijk nog steeds belasting geheven in land O: bronbelasting over de betaalde rente. Om deze bronbelasting te voorkomen of reduceren, kan gebruik worden gemaakt van een Nederlandse bfi,

¹⁵⁷ Ook het niet kunnen gebruiken van een bronbelasting-*credit* lijkt op het eerste gezicht een voorwaarde. Maar als er gebruik kan worden gemaakt van een *credit*, is dit alleen van toepassing als er ook daadwerkelijk bronbelasting wordt betaald. Het voorkomen hiervan is juist wat met de bfi wordt beoogd. Een bfi in een structuur waar de mogelijkheid tot een *credit* wel bestaat, is daarmee niet aannemelijk.

¹⁵⁸ Het gaat hier om landen met een relatief laag winstbelastingtarief. Deze landen worden met verschillende termen geduid, zoals *low tax jurisdictions*, *tax havens* en *offshore financial centres*. Hoewel sterk aan elkaar gerelateerd, betekenen de termen niet hetzelfde maar worden vaak wel door elkaar gebruikt. Voor een nadere toelichting op de begrippen, zie Bijlage A. Hier wordt voornamelijk uitgegaan van de term *low tax jurisdiction*.

zoals geïllustreerd in Figuur 8.¹⁵⁹ Net als in de uitgangssituatie in Figuur 7 wordt nog steeds geen of weinig winstbelasting geheven over de ontvangen rente in land V-LTJ. Maar nu wordt er ook geen of weinig bronbelasting geheven op de betaalde rente vanuit land O, via Nederland, naar land V-LTJ. Door de constructie met de Nederlandse bfi wordt, gebruikmakend van het Nederlandse verdragenennetwerk en het gebrek aan bronbelasting op vanuit Nederland betaalde rente, dus enkelvoudige belasting voorkomen.¹⁶⁰

Figuur 7 Laag winstbelastingtarief, maar nog wel bronbelasting over rente



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Figuur 8 toont een addertje onder het gras: er doemt mogelijk aan het einde van de keten nog heffing in het moederland op. Waar mogelijk zal dit worden voorkomen door de winst niet uit te keren aan de moeder, maar in of vanuit de *low tax jurisdiction* te gebruiken voor investeringen of leningen (zie de rode stippellijn Figuur). Net zoals het aannemelijk is dat bfi-structuren met het gebruik van *low tax jurisdictions* gericht zijn op het minimaliseren van belastingheffing, is het ook aannemelijk dat in dergelijke structuren afdracht in het moederland zo veel als mogelijk zal worden voorkomen. Een bekend voorbeeld is als de uiteindelijke moeder Amerikaans is. In dat geval bestaat de mogelijkheid om belastingbetaling over de winst uit te stellen, zolang deze niet wordt uitgekeerd aan de moeder.¹⁶¹ Over het algemeen gaat het bij rentestromen dan ook om uitstel van belastingbetaling.¹⁶² 'Uitstel' is daarbij overigens een relatief begrip. Een bedrijf als Google geeft expliciet aan in het buitenland opgebouwde winsten niet naar Amerika te willen laten stromen.

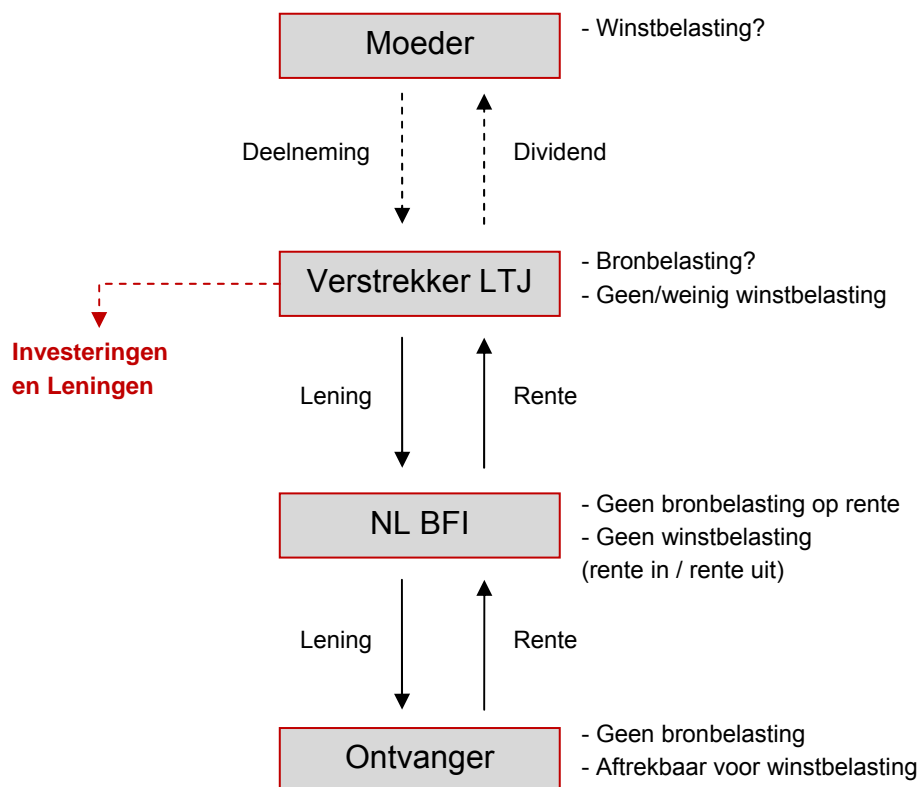
¹⁵⁹ Voor alle duidelijkheid: hierbij geldt als voorwaarde dat de Nederlandse bfi *beneficial owner* moet zijn. De exacte definitie hiervan en het toetsen op naleving ligt bij het bronland. Hiertoe kan zij informatie opvragen bij de Nederlandse belastingdienst. Hoewel het aantal toeneemt, is het geen vanzelfsprekendheid dat bronlanden dit doen. Daarnaast is het de vraag of structuren zoals geïllustreerd in Figuur 8 wel of niet aan de eis van bronlanden voldoen. Dit kan mogelijk wel het geval zijn als wordt geoordeeld dat de bfi formeel beschikkingsmacht heeft over het inkomen, wat als mogelijke eis kan worden gesteld in het kader van *beneficial ownership*.

¹⁶⁰ Bij kredietverlening aan bedrijven in een *low tax jurisdiction* via een Nederlandse bfi ligt het gebruik van het lage tarief als primair motief voor de hand. In theorie kan de kredietrelatie tussen de bfi en land V-LTJ gerelateerd zijn aan reële activiteiten, bijvoorbeeld als een cash management center in een *low tax jurisdiction* wordt gevestigd om efficiëntievoordelen te behalen met andere groepsmaatschappijen met reële activiteiten in dat land. Hier wordt aangenomen dat het fiscale motief bij transacties zoals weergegeven in Figuur 8 in het gros van de gevallen leidend is.

¹⁶¹ Dit wordt *deferral* genoemd. In Box 21 wordt hier in meer detail op ingegaan in het kader van dividendstromen via bfi's.

¹⁶² In het kader van dit onderzoek konden de gegevens over Ultimate Beneficial Owners niet worden gekoppeld aan de beschikbare DNB-data. Nader onderzoek zou moeten uitwijzen of de Amerikaanse *deferral* dominant is in deze constructies.

Figuur 8 Naast weinig winstbelasting ook weinig bronheffing op rente dankzij een Nederlandse bfi



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Er kan bij rentestromen dus een onderscheid worden gemaakt op basis van *low tax jurisdictions*. Indien een bfi rente uitkeert aan een groepsmaatschappij in een *low tax jurisdiction* is het aannemelijk dat het voorkomen van enkelvoudige belasting het primaire motief is.¹⁶³ Als het bestemmingsland geen *low tax jurisdiction* is, is het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing als primair motief niet aannemelijk.¹⁶⁴ Of het voorkomen van dubbele belastingheffing dan wel het primaire motief is, is lastiger op voorhand in te schatten. Vaak zal er in enigerlei vorm sprake zijn van *credits*, waardoor mogelijk ook andere redenen kunnen spelen om een bfi te gebruiken als tussenschakel voor leningen, bijvoorbeeld centralisatie van de cash management functie.¹⁶⁵

Indien het bestemmingsland geen *low tax jurisdiction* is, maar land O en land V wel beide lid zijn van de EU, bieden het Nederlandse verdragennetwerk en de afwezigheid van bronbelasting op

¹⁶³ Benadrukt zij dat het onderscheid gemaakt wordt op de bestemming van de *nitgaande* rente. De herkomst van de *inkomende* rente is minder relevant in de analyse van het onderscheid naar voorkomen van enkelvoudige danwel dubbele belastingheffing.

¹⁶⁴ Hier wordt voorbijgegaan aan zogenaamde 'synthetische constructies', waarbij bepaalde rechtsvormen in het ene land wel en in het andere land niet transparant zijn. Met dergelijke constructies kan alsnog een lage winstbelasting worden gecreëerd.

¹⁶⁵ Om de rentestromen op niet-*low tax jurisdictions* in groter detail te duiden, is nader onderzoek nodig naar het al dan niet kunnen toepassen van *credits* in land V. Het is overigens ook mogelijk dat de bfi als centraal cash management center wordt gebruikt, en één van de bestemmingslanden een *low tax jurisdiction* is. Omdat er dan sprake is van een mix van bestemmingslanden is het lastiger om het primaire motief – voorkomen van enkelvoudige belasting of centralisatie van cash management – vast te stellen. Aan deze nuance wordt hier verder voorbijgegaan.

rente geen voordelen. Noch het voorkomen van dubbele, noch het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing is in dat geval het aannemelijke motief. Er spelen dan andere motieven om leningen via een Nederlandse bfi te laten verlopen. Tabel 18 illustreert de conclusies.

Tabel 18 Fiscale motieven van rentestromen via Nederlandse bfi's

Indien rente gaat naar...	...is aannemelijk motief, het voorkomen van		Opmerkingen
	<i>Dubbele belasting</i>	<i>Enkelvoudige belasting</i>	
1. <i>Low tax jurisdiction</i>	Nee	Ja	
2. Andere landen, waarbij			
2a. <i>rente van en naar EU-landen</i>	Nee	Nee	-Verdragen netwerk NL biedt geen voordelen, er zijn primair niet-fiscale motieven
2b. <i>rente niet van en naar EU-landen</i>	Mogelijk	Nee	-Niet-fiscale motieven kunnen niet worden uitgesloten

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

4.2.2 Kwantitatieve inschatting fiscale motieven van rentestromen

Rentestromen die via Nederlandse bfi's lopen, kunnen onderscheiden worden naar stromen die samenhangen met het voorkomen van dubbele belastingheffing en rentestromen die samenhangen met het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing. Hiertoe moet de rente die bfi's uitbetalen aan groepsmaatschappijen, worden gescheiden in rente betaald aan groepsbedrijven in *low tax jurisdictions* en rente betaald aan groepsbedrijven in overige landen. Om de discussie over fiscale motieven optimaal te faciliteren worden twee groepen *low tax jurisdictions* meegenomen in de berekening, en wordt als uiterste gekeken naar rente betaald aan *tax havens* (zie Box 13).

Box 13 Welke landen zijn *low tax jurisdictions*?

Om de fiscale motieven te kwantificeren moet de rente die bfi's betalen, worden gescheiden in rente betaald aan *low tax jurisdictions* en rente betaald aan overige landen. De vraag is welke landen in de eerste categorie vallen. Volgens de Nederlandse belastingwet zijn dit landen met een (effectief) winstbelastingtarief lager dan 10 procent.¹⁶⁶ Dit is echter geen in beton gegoten drempel, zeker met het oog op een brede (internationale) discussie over de achterliggende fiscale motieven van bfi's. Om een dergelijke brede discussie te faciliteren, wordt hier ook een tweede groep *low tax jurisdictions* gehanteerd: landen met een winstbelastingtarief in de bandbreedte van 10 procent tot en met 15 procent. Benadrukt zij dat 15 procent een arbitrair gekozen percentage is en dat een dergelijke drempel ook in de tijd kan verschuiven.

Een moeilijkheid bij het opstellen van de twee lijsten met *low tax jurisdictions* is dat idealiter gekeken wordt naar effectieve tarieven. Die zijn immers bepalend voor bedrijfsbeslissingen. Over het algemeen staan echter alleen nominale tarieven vast. Effectieve tarieven kunnen van geval tot geval verschillen. In het kader van dit onderzoek worden daarom, als *second best*, nominale tarieven als uitgangspunt genomen.¹⁶⁷ Omdat dit tot een onderschatting leidt van de landen die tot *low tax jurisdictions* behoren, wordt ter referentie ook het bedrag aan rente betaald aan *tax havens* gepresenteerd.¹⁶⁸

¹⁶⁶ Getuige de regels van de deelnemingsvrijstelling.

¹⁶⁷ Een aantal landen is toegevoegd op basis van *expert judgement* over effectieve tarieven.

¹⁶⁸ Voor een nadere toelichting van het begrip *tax havens*, zie Bijlage A.

De criteria om tot *tax haven* te worden gerekend zijn gericht op schadelijke fiscale elementen in den brede, waarbij mogelijk ook effectieve tarieven worden meegewogen.¹⁶⁹ Het nadeel is dat *tax haven* lijsten tevens landen kunnen bevatten die geen lage winstbelastingtarieven hebben maar bijvoorbeeld intransparant zijn op het gebied van fiscaliteiten.¹⁷⁰ Dit leidt tot overschatting. De werkelijkheid ligt ergens tussen de lijsten met *low tax jurisdictions* en *tax havens*.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

De eerste groep *low tax jurisdictions* is gebaseerd op de grens die de Nederlandse belastingwet trekt voor het bepalen van een laag winstbelastingtarief, namelijk tarieven lager dan 10 procent. De tweede groep is gebaseerd op een bredere definitie van een 'laag tarief', namelijk landen met winstbelastingtarieven vanaf 10 procent tot 15 procent. *Tax havens* kunnen gezien worden als de breedste definitie van *low tax jurisdictions*, waarin ook landen zijn opgenomen die niet zozeer een laag tarief hanteren, maar waar bijvoorbeeld een gebrekkige transparantie op vlak van fiscaliteiten heerst. De werkelijkheid ligt ergens tussen de lijsten met *low tax jurisdictions* en *tax havens*. Tabel 19 illustreert de resultaten.¹⁷¹

Tabel 19 geeft intragroep rentebetalingen door Nederlandse bfi's weer die gerelateerd zijn aan het voorkomen van enkelvoudige belasting, voor verschillende definities van *low tax jurisdictions*.¹⁷²

Tabel 19 Vanuit Nederland betaalde rentestromen voor ongeveer 13% tot 37% gerelateerd aan voorkomen enkelvoudige belasting (o.b.v. grootste bfi's, bedragen × €1 mln.)

	2010		2011	
	Bedrag	Als % van totale uitgaande intragroep rentestroom	Bedrag	Als % van totale uitgaande intragroep rentestroom
Low Tax Jurisdictions totaal	2.468	25,3%	2.909	27,1%
- Low Tax Jurisdictions < 10%	1.308	13,4%	1.339	12,5%
- Low Tax Jurisdictions 10%-15%	1.161	11,9%	1.571	14,6%
Tax Havens (Gravelle) ¹⁷³	3.607	36,9%	3.960	36,9%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; betreft bruto rentestromen; exclusief rentestromen binnen Nederland.

Als de grens voor 'laag tarief' in de Nederlandse belastingwet wordt aangehouden, dat wil zeggen lager dan 10 procent, liggen de aan het voorkomen van enkelvoudige belasting gerelateerde rentebetalingen gemiddeld over 2010 en 2011 ongeveer op € 1,3 miljard (€ 1,308 miljard in 2010 en € 1,339 miljard in 2011). Dat is ongeveer 13 procent van het totaal aan verstrekte rente aan groepsmaatschappijen (13,4 procent in 2010 en 12,5 procent in 2011). Concreet betalen bedrijven weinig tot geen belasting over deze rentestromen.

¹⁶⁹ 'Mogelijk', omdat er verschillende lijsten met *tax havens* circuleren waarbij verschillende criteria worden gehanteerd. Zie Bijlage A.

¹⁷⁰ Hier wordt gebruikgemaakt van de Gravelle *tax haven* lijst, zie verder Bijlage B over *tax havens*.

¹⁷¹ Voor alle duidelijkheid zij vermeld dat het de aan het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing gerelateerde rentebetalingen betreft van alle typen bfi's, niet alleen van financieringsmaatschappijen.

¹⁷² Alle cijfers hebben betrekking op de grootste bfi's.

¹⁷³ Als gevoeligheidsanalyse zijn de bedragen ook berekend indien de *tax haven* lijst van Tax Justice Network zou worden gehanteerd (zie voor een toelichting op de verschillende lijsten Bijlage B). In dat geval zouden de bedragen in 2010 en 2011 € 4929 miljoen respectievelijk € 5417 miljoen bedragen (oftewel 50,5 procent van het balanstotaal in beide jaren).

Het is mogelijk dat in de discussie over fiscale motieven een bredere definitie van een 'laag tarief' de voorkeur geniet. Hier is (puur ter referentie) gekozen voor landen met een winstbelastingtarief tot en met 15 procent. In dat geval resulteert een *extra* bedrag aan rentebetalingen over 2010 en 2011 gerelateerd aan het voorkomen van enkelvoudige belasting van ongeveer € 1,4 miljard (€ 1,611 miljard in 2010 en € 1,571 miljard in 2011). Dat is ongeveer 13 procent van het totaal aan verstrekte rente aan groepsmaatschappijen (11,9 procent in 2010 en 14,6 procent in 2011). Concreet betalen bedrijven over deze rentebetalingen wel winstbelasting maar vindt er vermoedelijk arbitrage op de tarieven plaats. Of deze bedragen als 'te weinig' worden geclassificeerd is een politieke keuze. Opgeteld gaat ongeveer € 2,7 miljard, of 26 procent van de totale rentebetalingen, naar deze twee groepen *low tax jurisdictions*.

Ten slotte kan ervoor worden gekozen om *tax havens* te zien als *low tax jurisdictions*. Dit leidt ontegenzeggelijk tot een overschatting van aan het voorkomen van enkelvoudige belasting gerelateerde bedragen. Hier behoren immers ook landen toe die geen 'laag tarief' hanteren maar bijvoorbeeld door gebrek aan fiscale transparantie tot *tax havens* worden gerekend. Op basis van de Gravelle *tax haven* lijst resulteert een bedrag over 2010 en 2011 van ongeveer € 3,8 miljard (€ 3,607 miljard in 2010 en € 3,906 miljard in 2011), oftewel 37 procent van het totaal aan verstrekte rente aan groepsmaatschappijen (36,9 procent in beide jaren). Het is moeilijk in te schatten in hoeverre bedrijven belasting betalen over deze bedragen, omdat er ook landen in de *tax haven* lijsten zijn opgenomen die geen laag tarief hanteren. Ten opzichte van de twee groepen *low tax jurisdictions*, zijn mogelijk wel meer landen opgenomen met een laag *effectief* winstbelastingtarief. Deze bedragen kunnen dan ook dienen als absolute bovengrens voor de aan het voorkomen van enkelvoudige belasting gerelateerde rentebetalingen.

4.2.3 Interpretatie van de resultaten

Bij de groep met een winstbelastingtarief tot 10 procent resulteert relatief weinig tot geen belastingheffing over de rente als gevolg van de bfi-structuur. De groep met een winstbelastingtarief van 10 procent tot en met 15 procent is meegenomen als gevoeligheidsanalyse. Hier wordt een hoger percentage winstbelasting geheven, maar vindt mogelijk arbitrage plaats op tarieven. Of dit percentage als 'laag' moet worden gekwalificeerd, en het onderliggende motief het voorkomen van enkelvoudige belasting, vraagt een politiek oordeel. Door het gebruik van de groep *tax havens* worden er mogelijk enkele landen met een zeer laag effectief tarief toegevoegd, die niet zijn opgenomen in de andere lijsten, maar mogelijk ook landen die helemaal geen 'laag' winstbelastingtarief hanteren. Het verdient aanbeveling om nader onderzoek naar *tax havens* te doen. Zonder een dergelijk onderzoek is het niet mogelijk deze bedragen volledig aan het voorkomen van enkelvoudige belasting te relateren.

Of en in hoeverre deze bedragen vervolgens als belastingontwijking kunnen of moeten worden bestempeld is een fiscale en politieke keuze. In deze discussie is nog een aantal elementen van belang.

Ten eerste zijn de rentebetalingen aan *low tax jurisdictions* sterk geconcentreerd bij een relatief beperkt aantal spelers. Er zijn 79 bfi's die rente betalen aan *low tax jurisdictions*. En als bfi's rente

aan deze landen betalen, dan vormt dit het overgrote deel van hun rentebetalingen.¹⁷⁴ Dit betekent dat de discussie gaat over slechts een beperkt aantal bfi's.

Ten tweede dient opgemerkt te worden dat het hier gaat over intragroep rente, en niet de rente betaald aan externe partijen. Fiscale planning gaat immers primair over het minimaliseren van belastingbetalingen binnen het eigen internationale concern. Hiermee is niet gezegd dat de ontvangende externe partij geen fiscaal voordeel kan behalen doordat in Nederland geen bronbelasting op rente wordt geheven, maar dat dit niet moet worden gezien in het kader van het voorkomen van enkelvoudige belasting binnen een internationaal concern via een bfi.¹⁷⁵ Het totale bedrag aan betaalde rente *aan externe partijen* door Nederlandse bfi's bedraagt gemiddeld over 2010 en 2011 bijna € 19,5 miljard, waarmee het totale bedrag aan betaalde rente (intragroep plus extern) uitkomt op ongeveer € 29,5 miljard. Ten opzichte van het totaal aan uitbetaalde rente zijn de aan het voorkomen van enkelvoudige belasting gerelateerde bedragen in Tabel 19 relatief laag.

De voor de analyse van fiscale motieven benodigde gegevens hebben betrekking op de grootste bfi's, in termen van balanstotaal, voor de overige bfi's waren de benodigde cijfers niet beschikbaar. Dit betekent dat de gegevens in Tabel 19 een onderschatting vormen. Ter referentie zij vermeld dat het bedrag aan intragroep uitbetaalde rente van deze beperkte groep bfi's in 2010 ongeveer 73 procent bedroeg van de intragroep uitbetaalde rente door alle bfi's. Het is niet duidelijk of de bedragen op basis van dit percentage kunnen worden geëxtrapoleerd. Dit hangt af van het aandeel *low tax jurisdictions* in die stromen, en om dat te beoordelen ontbreekt de informatie.

De gegevens in Tabel 19 gaan over *uitbetaalde* rente. Uit de analyse blijkt dat dit het handvat is om te kunnen vaststellen of er sprake is van het voorkomen van enkelvoudige belasting. Zoals in Figuur 12 wordt geïllustreerd, gaat het echter over twee stromen: er wordt geen bronbelasting geheven over de rente van land O naar de Nederlandse bfi en er wordt geen bronbelasting en winstbelasting geheven over de rente van de Nederlandse bfi naar de *low tax jurisdiction*. De tweede stroom betreft de rente die de bfi betaalt en staat centraal in Tabel . Hoewel over beide bedragen weinig tot geen belasting wordt betaald, wil dit niet zeggen dat de bedragen uit de tabel moeten worden verdubbeld. Zonder de bfi zou er namelijk maar één rentestroom resteren: van land O naar de *low tax jurisdiction*, zoals aangegeven in Figuur 7.¹⁷⁶ Door de bfi-structuur resulteren weliswaar twee rentestromen, maar het fiscale voordeel strekt zich tot de ene rentestroom in de initiële situatie.¹⁷⁷

¹⁷⁴ Er zijn in totaal 196 bfi's die rente betalen aan *tax havens* op de Gravelle lijst.

¹⁷⁵ In hoofdstuk 3.2.2 is aangegeven dat er wel voordelen gelegen kunnen zijn in het uitbetalen van rente aan externe partijen via een Nederlandse bfi voor het internationale concern waartoe de bfi behoort. Het voordeel voor de afwezigheid van bronbelasting op rente in Nederland is in beginsel voor de externe ontvanger. Maar de externe partij kan de voordelen, afhankelijk van de marktomstandigheden, doorgeven aan de bfi. In dit hoofdstuk wordt voorbijgegaan aan deze nuance.

¹⁷⁶ Los daarvan is geen onderzoek gedaan naar wat er precies gebeurt in bronland O.

¹⁷⁷ Daar komt bij dat het mogelijk is dat de inkomende rentestroom niet rechtstreeks gekoppeld kan worden aan de uitgaande in het kader van fiscale planning, bijvoorbeeld omdat de inkomende rentestroom een intragroep verstrekte lening betreft die is gefinancierd door het aantrekken van een lening *buiten de groep*.

4.3 Royaltystromen via bfi's

De analyse voor royaltystromen loopt in grote lijnen gelijk aan die voor rentestromen. Verwezen zij naar Figuur 5 tot en met Figuur 8, waarbij 'lening' moet worden vervangen door 'licentie op merkrechten', en 'rente' door 'royalty'. Voor de volledigheid worden de conclusies geïllustreerd in Tabel 20.

Tabel 20 Fiscale motieven van royaltystromen via Nederlandse bfi's

Indien royalty gaat naar...	...is aannemelijk motief, het voorkomen van		Opmerkingen
	<i>Dubbele Belasting</i>	<i>Enkelvoudige Belasting</i>	
1. <i>Low tax jurisdiction</i>	Nee	Ja	
2. Andere landen, waarbij			
2a. <i>rente van en naar EU-landen</i>	Nee	Nee	-Verdragennetwerk NL biedt geen voordelen, er zijn primair niet-fiscale motieven
2b. <i>rente niet van en naar EU-landen</i>	Mogelijk	Nee	-Niet-fiscale motieven kunnen niet worden uitgesloten

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

Ten opzichte van leningen zijn licenties veel meer onderwerp van *transfer pricing* discussies. Waar het voor leningen, en bijbehorende rente, in beginsel mogelijk is om marktprijzen te bepalen, is dit voor licenties en royalty's veel moeilijker. Licenties, zoals merkrechten, zijn geen uniform product en er bestaat geen markt voor deze activa. De waarde moet per geval worden bepaald, net zoals de royaltyvergoeding voor het mogen exploiteren van een licentie.¹⁷⁸ Hierdoor ontstaat ruimte om de waarde, en de vergoeding voor gebruik, te bepalen binnen de optimalisatie van internationale belastingplanning.

Concreet worden bijvoorbeeld merkrechten verplaatst naar *low tax jurisdictions*. Groepsbedrijven in andere landen moeten vervolgens een vergoeding, i.c. royalty, betalen aan het bedrijf in de *low tax jurisdiction* voor het gebruik van het merk. De royalty is in de regel aftrekbaar in het betalende land, en wordt vervolgens niet of tegen een laag tarief belast in de *low tax jurisdiction*. Via de Nederlandse bfi kan, door gebruik van het verdragennetwerk en de afwezigheid van bronbelasting over royalty's in Nederland, bronbelasting over de betaalde royalty worden voorkomen of gereduceerd.¹⁷⁹ Ook hier is de lage winstbelasting in beginsel tijdelijk, omdat er belasting zal worden geheven in het moederland. In de praktijk kan dit uitstel lang duren.¹⁸⁰

Wellicht het bekendste voorbeeld van deze structuur is Google. Vergoedingen voor gebruik van het merk Google worden vanuit Ierland, via een Nederlandse bfi, betaald aan Bermuda waar een winstbelasting van 0 procent geldt.¹⁸¹ Bijna alle royalty's die aan de Nederlandse bfi worden

¹⁷⁸ Bijvoorbeeld op basis van de verwachte kasstromen die kunnen worden gegenereerd met de licenties.

¹⁷⁹ Voor sommige royalty's kan gebruik worden gemaakt van een lager effectief winstbelastingtarief in Nederland via de Innovatiebox. Ook hier geldt als voorwaarde dat de bfi *beneficial owner* moet zijn, zie voetnoot 159.

¹⁸⁰ Wederom is de Amerikaanse *deferral* een toonaangevend voorbeeld. De meest zaken die de publiciteit hebben gehaald met royalty-structuren, zoals Google en Starbucks, betreffen internationale concerns met een Amerikaanse moedermaatschappij.

¹⁸¹ Het laten verlopen van de stromen via Ierland in deze structuur wordt ook wel '*Double Irish*' genoemd, omdat er twee bedrijven in Ierland nodig zijn: één om royalty's te betalen en zo de winstbelasting te

uitbetaald, worden doorbetaald aan een groepsbedrijf in Bermuda.¹⁸² Door de licentievergoeding via de Nederlandse bfi te laten lopen, wordt bronbelasting voorkomen. Omdat het uitbetalende land Ierland is, gaat het hier niet zozeer om het verdragenetwerk, maar eerder om de afwezigheid van bronbelasting op uitbetaalde royalty's in Nederland.¹⁸³ Een ander voorbeeld van het gebruik van een Nederlandse bfi in een royalty-structuur is Starbucks.¹⁸⁴

Voor royalty's zijn de benodigde gegevens om het voorkomen van enkelvoudige belasting in te schatten niet beschikbaar. Dit komt doordat deze stromen zijn geconcentreerd bij een beperkt aantal bfi's, waardoor de gegevens niet worden vrijgegeven met het oog op mogelijke herleidbaarheid tot individuele bfi's. Aangenomen kan daarom ook worden dat als er sprake is van het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing, dat dit bij een beperkt aantal bfi's speelt.

4.4 Dividendstromen via bfi's

4.4.1 Zelfde analyse, andere conclusie

Voor dividendstromen geldt in beginsel eenzelfde analyse als voor rente en royalty. Ook hier is een onderscheid te maken op basis van *low tax jurisdictions*, met dien verstande dat het gaat om de *herkomst* van de dividendstroom.¹⁸⁵ In Bijlage C is de volledige analyse opgenomen.

Op het eerste oog kunnen voor dividend soortgelijke conclusies worden getrokken als voor rente en royalty. Indien een bfi dividend ontvangt van een groepsmaatschappij in een *low tax jurisdiction* is het aannemelijk dat het voorkomen van enkelvoudige belasting het primaire motief is. Als het land van herkomst geen *low tax jurisdiction* is, is het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing als primair motief niet aannemelijk. Het is mogelijk dat het voorkomen van dubbele belasting dan het doel is, maar er kunnen ook andere motieven zijn.¹⁸⁶

Toch zijn er belangrijke verschillen ten opzichte van de rente- en royaltystromen die ertoe leiden dat de conclusies genuanceerd of anders geïnterpreteerd moeten worden.

Belangrijk is dat de Nederlandse belastingwetgeving via de deelnemingsvrijstelling bewerkstelligt dat dividend afkomstig uit *low tax* landen met een winstbelastingtarief onder de 10 procent normaliter betrekking heeft op zogenaamde 'actieve deelnemingen', oftewel afkomstig is uit reële activiteiten.¹⁸⁷ De Nederlandse belastingwet keurt gebruikmaken van deelnemingsvrijstelling

minimaliseren en één die royalty's ontvangt in een vestiging in een *low tax jurisdiction*, zoals Bermuda. Het laten verlopen van de geldstromen via een Nederlandse bfi wordt ook wel een '*Dutch Sandwich*' genoemd, omdat de Nederland bfi als het ware tussen twee andere vestigingen wordt geplaatst.

¹⁸² Zie, ook voor meer achtergrond, <http://www.bloomberg.com/news/2010-10-21/google-2-4-rate-shows-how-60-billion-u-s-revenue-lost-to-tax-loopholes.html>.

¹⁸³ Ierland behoort tot de EU, en dan hoeft op basis van de EC Rente en Royalty Richtlijn geen bronbelasting te worden betaald over royaltybetalingen naar Nederland (zie Bijlage A).

¹⁸⁴ In het geval van Starbucks is echter niet duidelijk waar de in Nederland ontvangen bedragen naartoe gaan. Aangenomen mag worden dat deze niet worden uitgekeerd aan de moeder in Amerika, waar een hoge winstbelasting geldt.

¹⁸⁵ Terwijl het bij rente en royalty gaat om de *bestemming* van de stroom.

¹⁸⁶ Het is de vraag of wat hier als 'dubbele belastingheffing' wordt gezien, fiscaal ook zo wordt bestempeld (zie Box 12).

¹⁸⁷ De vrijstelling van dividend in Nederland via de deelnemingsvrijstelling is alleen mogelijk voor 'actieve deelnemingen' in landen met een winstbelastingtarief lager dan 10 procent. Indien het bij een dergelijk

expliciet goed, ondanks dat het winstbelastingtarief in het bronland laag is. Hierachter schuilt de gedachte dat landen autonoom zijn in het vaststellen van de belastingtarieven. Daarnaast tracht Nederland hiermee te bewerkstelligen dat Nederlandse bedrijven in het buitenland, die reële activiteiten verrichten, dezelfde belastingdruk ervaren als lokale bedrijven om concurrentienadelen voor Nederlandse bedrijven te voorkomen. Dit betekent dat het expliciet is toegestaan dat bedrijven op deze manier weinig tot geen winst- en bronbelasting betalen, voor zover er sprake is van reële activiteiten. Omdat dit rechtstreeks uit de wetgeving volgt, gaat het gebruikmaken hiervan dan ook niet ‘tegen de geest van de wet’ in.¹⁸⁸

Indien het winstbelastingtarief in het bronland 10 procent of hoger is, wordt dit onderscheid niet gemaakt in de behandeling van dividend voor de deelnemingsvrijstelling. Volgens de Nederlandse belastingwet is een winstbelastingtarief vanaf 10 procent niet meer als ‘laag’ te bestempelen. De categorie *low tax jurisdictions 10%-15%* zal dan ook een mengeling bevatten van actieve en passieve deelnemingen, oftewel deels afkomstig zijn uit reële activiteiten en deels niet. Het is niet mogelijk gebleken om als onderdeel van dit onderzoek een nader onderscheid aan te brengen tussen deze twee typen deelnemingen. Los van de vraag of deze groep als *low tax* moet worden gezien, net zoals bij rente en royalty, speelt hier de vraag in hoeverre bij *low tax jurisdiction 10%-15%* sprake is van reële activiteiten. Voor dividend uit reële activiteiten geeft de huidige belastingwetgeving immers expliciet een fiat.

Voor de groep *tax havens* is het lastig eenduidige conclusies te trekken. De belangrijkste reden om deze groep op te nemen in de kwantificering, is dat er mogelijk landen zijn met een laag effectief tarief die niet zijn opgenomen in de twee groepen *low tax jurisdictions*. In het kader van dividend is dit vooral relevant indien het gaat om passieve deelnemingen in deze landen.

De analyse en conceptuele conclusie blijven gelijk aan die bij rente en royalty: dividendstromen kunnen gescheiden worden naar stromen afkomstig uit *low tax jurisdiction* of uit andere landen. Bij de eerste categorie is het motief het voorkomen van enkelvoudige belasting, in de zin dat er mede via het Nederlandse verdrag en deelnemingsvrijstelling weinig tot geen belasting wordt betaald. Het verschil met rente en royalty is dat dit deels expliciet is goedgekeurd in de belastingwet, daar waar het gaat om dividend uit reële activiteiten. In dat laatste geval, dus bij dividend ontvangen uit reële activiteiten, wordt niet ‘tegen de geest van de wet’ gehandeld.

tarief gaat om een ‘passieve deelneming’, mag geen gebruik worden gemaakt van de deelnemingsvrijstelling. Het ligt niet voor de hand dat een bfi-structuur wordt opgezet waar geen gebruik kan worden gemaakt van de deelnemingsvrijstelling. Zie voor een verdere toelichting op deze eisen aan de deelnemingsvrijstelling, hoofdstuk 2.1.1.

¹⁸⁸ Hierachter schuilt nog de vraag of het primaire motief van het vestigen van een actieve deelneming in een *low tax* land het lage belastingtarief is of dat de reële activiteit leidend was. Voornog wordt ervan uitgegaan dat het weinig tot geen belasting betalen hier minimaal een rol van betekenis speelt, en dus dat kan worden uitgegaan van het voorkomen van enkelvoudige belasting. In Box 14 volgen enkele nuances op deze aanname.

Tabel 21 Fiscale motieven van dividendstromen via Nederlandse bfi's

Indien dividend afkomstig is uit...	...is aannemelijk motief, het voorkomen van		Opmerkingen
	Dubbele belasting	Enkelvoudige Belasting	
1. <i>Low tax jurisdiction</i> , waarvan			
1a. met effectief winstbelastingtarief < 10%	Nee	Ja	-Dividend komt uit 'actieve' deelnemingen, er wordt niet gehandeld 'tegen de geest van de wet'
1b. met effectief winstbelastingtarief ≥ 10%*	Nee	Ja	-Het gaat hier om reduceren enkelvoudig tarief (arbitrage). -Dividend komt uit 'actieve' of 'passieve' deelnemingen, alleen bij die laatste wordt er gehandeld 'tegen de geest van de wet'
2. Andere landen, waarvan			
2a. dividend van en naar EU-landen	Nee	Nee	-Verdragennetwerk NL biedt geen voordelen, er zijn andere (mogelijk niet-fiscale) motieven
2b. dividend niet van en naar EU-landen	Mogelijk	Nee	

Bron: SEO Economisch Onderzoek; *de vraag is of deze landen als *low tax jurisdiction* moeten worden betiteld, getuige de regels van de deelnemingsvrijstelling bestempelt de Nederlandse belastingwet een tarief hoger dan 10 procent niet als 'laag'.

4.4.2 Kwantitatieve inschatting fiscale motieven van dividendstromen

Tabel 22 geeft de dividendstromen weer die samenhangen met het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing, onderverdeeld naar de verschillende definities voor *low tax jurisdictions* (zie Box 13 voor de definitie van de landengroepen).¹⁸⁹

Tabel 22 Inkomende dividendstromen voor ongeveer 5% tot 45% gerelateerd aan voorkomen enkelvoudige belasting (o.b.v. grootste bfi's, bedragen × €1 mln.)

	2010		2011	
	Bedrag	Bedrag als % van totale inkomende dividendstroom*	Bedrag	Bedrag als % van totale inkomende dividendstroom*
Low Tax Jurisdictions totaal	27.480	29,0%	NB	NB
- Low Tax Jurisdictions < 10%	4.163	4,4%	NB	NB
- Low Tax Jurisdictions 10%-15%	23.316	24,6%	15.902	13,7%
Tax Havens (Gravelle) ¹⁹⁰	38.882	41,0%	57.747	49,8%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; betreft bruto dividendstromen; *exclusief dividendstromen binnen Nederland; waar 'NB' staat, voldoen de gegevens niet aan de voorwaarden om herleidbaarheid naar individuele bfi's te voorkomen, zoals toegelicht in Bijlage I. De gegevens zijn dus wel beschikbaar bij DNB maar mogen niet worden gepubliceerd.

In 2010 bedroeg het dividend uit *low tax jurisdictions* ongeveer € 27,5 miljard, bijna 30 procent van het totaal door bfi's ontvangen dividend uit het buitenland. Het aandeel van *low tax jurisdiction* met

¹⁸⁹ Alle cijfers betreffen *de grootste* bfi's.

¹⁹⁰ Als gevoeligheidsanalyse zijn de bedragen ook berekend indien de *tax haven* lijst van Tax Justice Network zou worden gehanteerd (zie voor een toelichting op de verschillende lijsten Bijlage B). In dat geval zouden de bedragen in 2010 en 2011 € 46856 miljoen respectievelijk € 66456 miljoen bedragen (oftewel 49,4 procent respectievelijk 57,3 procent van het balanstotaal).

een winstbelastingtarief onder de 10 procent was in 2010 relatief klein, ongeveer € 4,2 miljard en ruim 4 procent van de totaal ontvangen dividenden. Van deze categorie is in de voorgaande paragraaf vastgesteld dat het om dividend uit reële activiteiten gaat. Hoewel er sprake is van het voorkomen van enkelvoudige belasting, in de zin dat er weinig tot geen belasting wordt betaald, wordt dit expliciet goedgekeurd in de Nederlandse belastingwet. Dit kan dan ook niet worden gezien als handelen ‘tegen de geest van de wet’. Desalniettemin is er nu maatschappelijke discussie over weinig tot geen belasting betalen, of sprake is van reële activiteiten lijkt in deze discussie voornamelijk geen rol te spelen. Deze vraag valt, vanwege het morele karakter, buiten de scope van dit onderzoek.

Het dividend uit *low tax jurisdictions* met een winstbelasting van tussen de 10 procent en 15 procent bedroeg in 2010 ruim € 23,3 miljard, bijna 25 procent van de totale inkomende dividendstroom. In tegenstelling tot bij rentebetalingen moet dit echt als een aparte categorie worden gezien. De eerste vraag is of deze tarieven als ‘laag’ worden beschouwd, wat een politiek vraagstuk is. Als ze inderdaad als laag worden geclassificeerd, moet beoordeeld worden in hoeverre er sprake is van dividend uit actieve of passieve deelnemingen. Die eerste categorie druipt niet in ‘tegen de geest van de wet’, die tweede mogelijk wel. In het kader van dit onderzoek zijn geen gegevens beschikbaar om dit onderscheid te maken. Zeker het met oog op het grote bedrag is nader onderzoek van belang.

Dividend afkomstig uit *tax havens* op basis van Gravelle bedroeg in 2010 ongeveer € 38,9 miljard, 40 procent van het totaal ontvangen dividend.¹⁹¹ Nog meer dan bij rentebetalingen moet dit bedrag worden gezien als absolute bovengrens. Niet alleen zitten er mogelijk landen in de lijst die geen lage tarieven hanteren, ook zal voor deze categorie mogelijk gelden dat een deel van het dividend uit actieve deelnemingen en een deel uit passieve deelnemingen komt.

Of en in hoeverre de genoemde bedragen tot belastingontwijking moeten worden gerekend is ook bij dividendstromen uiteindelijk een fiscale en politieke, en geen economische, keuze.

Hoewel geen volledig beeld beschikbaar is, wijzen de wel beschikbare gegevens erop dat het mogelijk met voorkomen van enkelvoudige belasting samenhangend dividend geconcentreerd is bij een beperkt aantal bfi's. Er zijn 84 bfi's die dividend ontvangen uit *low tax jurisdictions* met een winstbelasting tussen 10 procent-15 procent. Voor de andere categorie *low tax jurisdictions* waren deze gegevens niet beschikbaar. Wel is bekend dat er 127 bfi's zijn die dividend ontvangen uit *tax havens*. Dit kan als bovengrens worden gehanteerd voor het aantal bfi's dat dividend ontvangt uit de twee *low tax* categorieën samen. Verder blijkt dat als bfi's dividend ontvangen uit *tax havens*, dat dan ook het grootste deel van het ontvangen dividend afkomstig is uit *tax havens*.¹⁹² Kortom: de beschikbare gegevens maken aannemelijk dat slechts een beperkt aantal bfi's dividend ontvangen dat gerelateerd is aan mogelijk voorkomen van enkelvoudige belasting, maar *als* dat het geval is vormt dat het overgrote aandeel van het door de bfi ontvangen dividend.

¹⁹¹ Niet voor alle variabelen zijn gegevens over 2011 beschikbaar. Voor een eenduidig beeld is voor de analyse alleen gekeken naar cijfers over 2010. Wat opvalt in de wel beschikbare cijfers over 2011, is dat de fluctuaties fors zijn. In 2011 daalde het dividend uit *low tax jurisdictions* 10%-15% van ruim € 23 miljard naar bijna € 16 miljard. Dividend uit *tax havens* liet daarentegen een stijging zien van bijna € 47 miljard naar ruim € 66 miljard.

¹⁹² Voor meer dan 90 procent van de bfi's die dividend ontvangen van *tax havens*, bestaat het ontvangen dividend voor 80 procent-100 procent uit dividend uit die landen.

Bovenstaande resultaten moeten met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd. Ten eerste zijn de resultaten deels gebaseerd op cijfers uit één jaar, 2010, terwijl de cijfers in Tabel 22 die wel voor twee jaar beschikbaar zijn, laten zien dat de jaarlijkse schommelingen groot kunnen zijn.

Ten tweede zijn er voorbeelden waarbij dividend uit *low tax jurisdictions* niet noodzakelijkerwijs het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing als primair motief heeft. Box 14 geeft enkele voorbeelden. Juist door de verschillen in belastingssystemen, de vele uitzonderingen op fiscale regels, en het geheel aan zakelijke overwegingen waarbinnen vestigingsbeslissingen worden genomen, bestaan er geen simpele zwart-wit conclusies. Toch bieden de resultaten in Tabel 22 een stevige houvast bij de orde van grootte van het voorkomen van enkelvoudige belasting en een startpunt voor de discussie in hoeverre er sprake is van belastingontwijking.

Box 14 Voorbeelden van gebruik van *low tax jurisdictions* waarbij voorkomen van enkelvoudige belasting niet primaire motief is

Over het algemeen geldt dat wanneer *bf*'s dividend ontvangen uit *low tax jurisdictions* het voorkomen van enkelvoudige belasting het aannemelijke motief is. Dit hoeft echter niet per definitie zo te zijn.

Het meest voor de hand liggende voorbeeld is als niet het fiscale klimaat leidend is bij de vestigingskeuze in het land met een laag tarief maar de mogelijkheden die een land biedt voor reële activiteiten. Het is uiteraard lastig dit eenduidig vast te stellen, omdat het ondernemen van reële activiteiten niet per definitie uitsluit dat het voorkomen van enkelvoudige belasting het primaire motief is geweest. Toch zijn er voorbeelden waarbij het aannemelijk is dat de reële activiteit leidend is. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan olieboringen door Shell in landen in het Midden-Oosten, zoals de Verenigde Arabische Emiraten.¹⁹³ De keuze voor vestiging wordt dan primair gedreven door de aanwezigheid van een grondstof. Secundair kan de keuze dan beïnvloed worden door fiscale faciliteiten, maar de vraag doemt op waar de scheidslijn voor belastingontwijking ligt. Andersom gesteld: betekent een laag belastingtarief in sommige landen in het Midden-Oosten dat een Nederlands bedrijf hier geen activiteit zou mogen ondernemen?

Eenzelfde soort argument gaat op voor investeringen in opkomende economieën met een laag tarief. Reële activiteiten kunnen op zichzelf voldoende aantrekkelijk zijn om tot vestiging over te gaan, omdat sprake is van groeiemarkten. Het is ook hier niet uit te sluiten dat het lage tarief het primaire motief is, zeker als er geen motieven spelen die puur samenhangen met de geografische keuze, zoals de aanwezigheid van grondstoffen. Tegelijkertijd ligt hier het gevaar op de loer dat er een cirkelredenering ontstaat: opkomende economieën gaan ervan uit dat bedrijven pas komen als er een laag tarief geldt, en bedrijven kiezen vervolgens voor de landen met de laagste tarieven waardoor andere opkomende economieën ook lage tarieven moeten voeren om concurrerend te blijven. Dit geldt wellicht nog wel meer voor ontwikkelingslanden, waar lage tarieven de voor sociale voorzieningen benodigde belastingopbrengsten in gevaar kunnen brengen.¹⁹⁴ Dit vormt de ruwe contouren voor een relevante politieke discussie, die buiten de scope van dit onderzoek ligt. Hier is vooral relevant dat het niet uit te sluiten is dat er andere argumenten dan voorkomen van enkelvoudige belasting spelen indien stromen afkomstig zijn van *low tax jurisdictions*.

¹⁹³ Hier geldt een winstbelastingtarief van 0 procent. In veel andere landen in het Midden-Oosten gelden hogere (nominale) tarieven. Wel vallen enkele landen in de categorie 10 procent-15 procent.

¹⁹⁴ Hierbij moet wel gekeken worden naar het geheel aan belastingtarieven. Zoals eerder gesteld in voetnoot 320 kiezen ontwikkelingslanden soms eerder voor bronbelasting dan winstbelasting. Een laag winstbelastingtarief wordt dan mogelijk 'gecompenseerd' door het heffen van bronbelasting.

Ten slotte is het mogelijk dat het uiteindelijke moederland van de bfi alsnog winstbelasting heft. Indien Nederland dan wordt gebruikt om bronbelasting in de *low tax jurisdiction* te voorkomen, is er eerder sprake van het voorkomen van dubbele belasting. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn als er geen mogelijkheid bestaat om eerder betaalde bronbelasting in mindering te brengen op de winstbelasting in het uiteindelijke moederland.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op interviews met werknemers van fiscale adviesbureaus.

4.5 Synthese

Er zijn amper eenduidige berekeningen van aan internationale belastingontduiking en –ontwijking gerelateerde bedragen. Om een bijdrage te leveren aan de maatschappelijke discussie over bfi's op dit vlak pelt dit hoofdstuk de fiscale motieven voor vestiging van bfi's in Nederland af. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt naar motieven gericht op het voorkomen van dubbele belasting en op het voorkomen van enkelvoudige belasting. Hoewel legaal, kan van deze laatste categorie in sommige gevallen worden betwijfeld of die 'in de geest van de wet' is.

Voor alle duidelijkheid: dit hoofdstuk maak inschattingen van aan fiscale motieven gerelateerde stromen, *niet van misgelopen belasting*.

Voor rente- en royaltystromen die naar *low tax jurisdictions* gaan, is het aannemelijk dat hierbij 'tegen de geest van de wet' wordt gehandeld. Wordt de definitie van 'low tax' van de Nederlandse belastingwet aangehouden (een winstbelastingtarief lager dan 10 procent) resulteert een aan het voorkomen van enkelvoudige belasting gerelateerd bedrag van € 1,3 oftewel 13 procent van het totaal aan rentebetaling door bfi's aan groepsmaatschappijen.¹⁹⁵ Bij ruimere definities van 'laag tarief' kan dit oplopen tot € 3,8 miljard, oftewel 37 procent van het totaal aan rentebetalingen.

Voor royalty's is geen exacte kwantificering mogelijk. Dit heeft er mee te maken dat deze stromen zijn geconcentreerd bij een beperkt aantal bfi's, waardoor de gegevens niet worden vrijgegeven met het oog op mogelijke herleidbaarheid tot individuele bfi's.

Voor dividendstromen geldt een soortgelijke conclusie als voor rente en royalty: dividend dat afkomstig is uit *low tax jurisdictions* is gerelateerd aan het voorkomen van enkelvoudige belasting.¹⁹⁶ Een belangrijk verschil is dat dit expliciet door de Nederlandse wet wordt goedgekeurd, voor zover het dividend afkomstig is uit reële activiteiten. Dit geldt voor alle dividendstromen uit landen met een winstbelastingtarief lager dan 10 procent, welke ongeveer € 4,2 miljard en ruim 4 procent van de totaal ontvangen dividendbedragen.¹⁹⁷ Voor ruimere definities is het onderscheid naar actieve en passieve deelnemingen, en dus tussen wel of niet 'in de geest van de wet' niet te maken. De bedragen zijn echter substantieel, oplopend tot ongeveer € 38,9 miljard of ruim 40 procent van het totale door bfi's ontvangen dividend, wat wijst op de noodzaak van nader onderzoek naar deze groep. Tabel 23 vat de resultaten samen.

¹⁹⁵ Bedragen voor rente zijn gemiddeld over 2010 en 2011. Voor alle duidelijkheid: hier wordt een inschatting gemaakt van de gerelateerde stromen, niet van misgelopen belasting.

¹⁹⁶ Merk op dat het bij dividend dus gaat om de herkomst van de stroom, terwijl het bij rente en royalty gaat om de bestemming van de stroom.

¹⁹⁷ Bedragen voor dividend zijn over 2010.

Tabel 23 Bedragen gerelateerd aan het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing (bedragen x €1 miljard en als percentage van totaal uitgaande intraconcern rentestroom respectievelijk van totaal inkomende dividendstroom)

Gekozen perspectief voor low tax jurisdiction	M.b.t. uitgaande intraconcern rente**	M.b.t. inkomend dividend**	Opmerkingen
Winstbelasting < 10%	1,3 (13%)	4,2 (4%)	Bedragen m.b.t. dividend betreffen actieve deelnemingen, en zijn niet 'tegen de geest van de wet'
Winstbelasting 10%-15%*	1,4 (13%)	23,3 (25%)	Bedragen m.b.t. dividend betreffen actieve danwel passieve deelnemingen, alleen die laatste zijn 'tegen de geest van de wet'
Tax havens	3,8 (37%)	38,9 (40%)	Dit is een overschatting

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata betreft het extra bedrag ten opzichte van het perspectief '<10%', indien *low tax jurisdictions* wordt gedefinieerd als alle landen met een winstbelasting tot en met 15% moeten de bedragen voor '<10%' en '10%-15%' worden opgeteld; **bedragen voor rente zijn gemiddeld over 2010 en 2011, bedragen voor dividend betreffen 2010.

Ten slotte geldt voor alle stromen dat de concentratie bij het voorkomen van enkelvoudige belasting substantieel is: het gebeurt door een relatief beperkt aantal bfi's.

In dit hoofdstuk wordt een inschatting gemaakt van de stromen die mogelijk samenhangen met het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing. Hiermee is niet gezegd dat *alle mogelijke* stromen die gerelateerd zijn aan het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing zijn geïdentificeerd. De analyse steunt op een denkkader dat kwantificering mogelijk maakt. De scope van de uitwerking is daardoor beperkt tot het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing binnen één concern en tot *inkomende* dividendstromen en *uitgaande* rentestromen. Hoewel op basis van de analyse en beschikbare cijfers geen definitief oordeel kan worden geveld, maken de resultaten desalniettemin aannemelijk dat een deel van de stromen niet ingaat 'tegen de geest van de wet', maar dat deze bijvoorbeeld samenhangen met het voorkomen van dubbele belastingheffing. Daarnaast heeft een deel van de stromen geen of in mindere mate een fiscaal motief binnen het geheel van een internationaal concern, zoals bij SPV's en bij een deel van de financieringsmaatschappijen.

Met de analyse naar motieven van bfi-stromen die mogelijk niet 'in de geest van de wet' zijn, wordt een handvat geboden voor een verdere discussie over belastingontwijking. Het is uiteindelijk een fiscale en politieke keuze of de motieven die aan deze bedragen ten grondslag liggen inderdaad niet 'in de geest van de wet' zijn en wat exact onder belastingontwijking valt.

5 Economisch belang

Bijzondere financiële instellingen dragen naar schatting € 3 tot 3,4 miljard per jaar bij aan de Nederlandse economie in de vorm van belastingen, loonkosten en diensten die zij inkopen bij zakelijke dienstverleners. Daarmee verschaffen zij (direct en indirect) werkgelegenheid aan ongeveer 8800 tot 13000 fte (fulltime equivalenten). Een ruime meerderheid van de bfi's heeft zelf geen personeel in dienst. Bij minimumeisen aan het aantal fte, in het kader van de discussie over substance, zou een groot deel van de bfi's hier op basis van de huidige cijfers niet aan voldoen. Bij een voorwaarde dat bfi's bijvoorbeeld meer dan 2 fte in dienst moeten hebben, zou meer dan 90 procent van de bfi's thans niet aan de eis voldoen. De vraag is echter of fte een goed aangrijpingspunt vormen voor het toetsen van reële activiteiten en ongewenst gebruik van fiscale faciliteiten. Onder de bfi's zonder personeel vallen bijvoorbeeld ook bfi's die tot een cluster behoren waar wel personeel in dienst is, en bfi's die hier in mindere mate gevestigd zijn vanwege fiscale motieven, zoals SPV's.

Dit hoofdstuk beschrijft het economisch belang van bfi's voor Nederland. De eerste vraag is hoe dit moet worden gemeten. In essentie is toegevoegde waarde de enige juiste maat om (additioneel) economisch belang te toetsen. Dit is echter een lastig te meten grootte voor bfi's.

In 2012 voerde CBS een analyse uit van het economisch belang van topsectoren. Zij gebruikte daarbij het aantal bedrijven, de productie, de toegevoegde waarde, uitvoer van goederen, uitgaven aan R&D en het aantal werkzame personen als indicatoren. Variabelen zoals productie bevatten echter dubbelstellingen, bijvoorbeeld de bij derde partijen ingekochte goederen. Daarnaast is de bfi-sector, gezien zijn specifieke karakter, lastig te vangen in dergelijke indicatoren. Eerder keken Van de Berg et al. (2008), Risseeuw & Dosker (2011) en DNB (2007) vooral naar betaalde belastingen en naar ingekochte diensten bij de zakelijke dienstverlening.¹⁹⁸

Hoewel toegevoegde waarde de enige juiste maat is om (additioneel) economisch belang te toetsen, wordt in dit onderzoek naar een breed palet aan indicatoren gekeken, ook om vast te stellen wat *niet* tot het economisch belang van bfi's kan worden gerekend. Daarbij wordt getoetst op dubbelstellingen: in welke mate mag verwacht worden dat er daadwerkelijk blijvende impact is op een indicator puur door de aanwezigheid van bfi's?

Box 15 Interpretatie van de resultaten in dit hoofdstuk

De cijfers in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op enquêtes door DNB onder bfi's. Het betreft met name verlies- en winstgegevens. Deze worden door DNB voor andere doeleinden gebruikt dan om opbrengsten, kosten en economisch belang in te schatten, en worden veelal op een hoog aggregatieniveau en voor interne doeleinden door DNB gebruikt. Dit betekent dat de controles op de data minder uitvoerig zijn in vergelijking met de andere in dit rapport gebruikte gegevens. Daar waar gegevens op een lager aggregatieniveau worden gebruikt, zoals hier, bestaat de kans dat de data onvolkomenheden bevat. De resultaten in dit hoofdstuk moeten daarom worden geïnterpreteerd als een beeld bij de orde van grootte van het economisch belang van bfi's.

¹⁹⁸ Eerstgenoemde publicatie keek daarbij naar de trustsector, en had dus een substantieel bredere scope dan alleen bfi's.

5.1 Opbrengsten

Tabel 24 geeft een overzicht van de opbrengsten van de grootste bfi's.¹⁹⁹

Tabel 24 Opbrengsten van bfi's (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen × €1 mln.)

	Nederland	Buitenland	Totaal
Opbrengsten goederen en diensten	1.580	48.722	50.302
Overige baten	3.126		3.126
Totale operationele baten	4.706	48.722	53.428
Ontvangen dividend*	29.509	109.580	139.089
Ontvangen rente*	2.901	28.497	31.398
Totale reguliere baten	37.116	186.799	223.915
<i>PM Buitengewone baten</i>	<i>38.015</i>		<i>38.015</i>

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; * Buitenland betreft een schatting van de netto stroom.

Het moge duidelijk zijn dat in het geval van bfi's niet kan worden gesproken over 'productie'. De kern van de activiteiten hangt immers samen met financiële stromen. Aangezien dividend en rente relateren aan de primaire activiteiten van een groot deel van de bfi's, zijn deze baten dominant in het overzicht.

Het is aannemelijk dat een deel van de gerapporteerde Nederlandse opbrengsten (en daarmee ook kosten) ontvangsten (en uitgaven) binnen een cluster betreft. Tabel 59 in Bijlage J toont de opbrengsten en kosten van bfi's behorend tot een cluster. Hieruit valt op te maken dat hun opbrengsten en kosten aan *goederen* vrijwel gelijk zijn, wat een sterke aanwijzing is dat dit intra-cluster verkeer betreft.²⁰⁰

Ook toegevoegde waarde is om deze reden een lastig begrip. Ter referentie zou kunnen worden gekeken naar het netto resultaat. Hierover kan op basis van de microdata van DNB echter geen eenduidig beeld worden gegeven.²⁰¹ Daarnaast is het in algemene zin de vraag in hoeverre gerealiseerde toegevoegde waarde in Nederland blijft, vooral bij ondernemingen met een buitenlandse aandeelhouder. Het ligt in de aard van bfi's besloten dat het netto resultaat (als ruwe indicatie voor toegevoegde waarde) Nederland uiteindelijk zal verlaten. In termen van economisch belang ligt het daarom meer voor de hand te bekijken in hoeverre door bfi's gemaakte kosten in Nederland neerslaan. De navolgende paragrafen gaan hierop in.

¹⁹⁹ Alleen de bfi's die gezamenlijk 90 procent van het balanstotaal vertegenwoordigen worden door DNB gevraagd om hun verlies- en winstgegevens te rapporteren. In totaal rapporteerden 1100 tot 1200 bfi's V&W-cijfers in 2010 en 2011.

²⁰⁰ Het betreft een bedrag van ruim € 100 miljoen aan kosten en opbrengsten van goederen.

²⁰¹ De reden hiervoor is dat bfi's niet wordt gevraagd een volledige, en sluitende, verlies- en winstrekening aan te leveren omdat de gegevens voor andere doeleinden worden gebruikt (zie Box 15).

5.2 Betaalde belastingen

In Nederland gevestigde bfi's dragen belasting af, wat kan worden gezien als een bijdrage aan de Nederlandse economie.²⁰² Tabel 25 geeft een overzicht van door bfi's betaalde vennootschapsbelasting, loonbelasting en bronbelasting.²⁰³ De laatste categorie is ingeschat op basis van een gemiddeld bronbelastingtarief (zie Box 11 in hoofdstuk 3). De totale belastingafdrachten door bfi's in 2011 bedragen ruim € 2,3 miljard.²⁰⁴

Tabel 25 Afgedragen belastingen (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen × €1 mln.)

Belastingcategorie	Afgedragen belasting*
Vennootschapsbelasting over regulier en buitengewoon resultaat	1.208
Belastingen inzake werknemers	
Pensioen- en overige sociale lasten werkgevers	32
Bronbelasting over uitgekeerd dividend**	1.064
Totaal	2.303

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; *Loonheffing over het door bfi's uitbetaalde loon behoort ook tot de afgedragen belasting. Als loonbegrip wordt in dit hoofdstuk het bruto loon gebruikt. De loonheffing is onderdeel van het bruto loon en is daarom opgenomen onder de loongegevens en hier niet apart weergegeven. Op basis van een ruwe inschatting bedraagt de loonheffing ongeveer € 73 miljoen; **Betaalde bronbelasting betreft een inschatting, zie Box 11 in hoofdstuk 3 voor de achterliggende berekening, waarbij is gebruikgemaakt van het gemiddelde van de bandbreedte.

5.3 Omzet van derde partijen²⁰⁵

5.3.1 Omzet zakelijke dienstverlening en algemene kosten

Vaak wordt gewezen op de zakelijke dienstverlening als belangrijk onderdeel van het economisch belang van bfi's. De gedachte hierachter is als volgt. Nederlandse bfi's kopen diensten en advisering in bij zakelijke dienstverleners, zoals trustkantoren, accountants, juristen, fiscalisten en banken. De met deze diensten samenhangende omzet binnen de Nederlandse zakelijke dienstverlening zou niet worden gerealiseerd als de bfi's zich elders zouden vestigen. Met deze omzet worden mensen aan het werk gezet, uitgaven gedaan aan overhead en belastingopbrengsten en winstgevendheid gerealiseerd in Nederland. *Ergo*, bfi's dragen via de omzet van toeleveranciers in de zakelijke dienstverlening bij aan het Nederlandse economisch belang.

Het ligt in de kern van (de meeste) bfi's besloten dat zij andere partijen nodig hebben voor aan hun kernactiviteit gerelateerde diensten. Het zijn immers veelal vennootschappen van buitenlandse aandeelhouders zonder commerciële of operationele aanwezigheid, die niet

²⁰² DNB (2007) stelt dat een belangrijk deel van de bijdrage van bfi's aan de Nederlandse economie bestaat uit betaalde belastingen. Deze werden in 2007 geschat op ongeveer € 1 miljard (DNB 2007, p.66). Omdat DNB stromen als bruto bedragen rapporteert, mag aangenomen worden dat hier in ieder geval geen bronbelasting in was opgenomen.

²⁰³ De door Nederland ontvangen bronbelasting op door bfi's betaalde dividenden aan de buitenlandse moedermaatschappijen wordt niet door de bfi's betaald, maar door betreffende moedermaatschappijen.

²⁰⁴ Idealiter zou de effectief betaalde vennootschapsbelasting (*effective tax rate*, ETR) worden bepaald, en vergeleken met andere sectoren en/of landen, om de belastingdruk van bfi's nader te kunnen beoordelen. De beschikbare data zijn echter niet bruikbaar voor een dergelijke beoordeling.

²⁰⁵ Zoals hierboven al aangegeven, is omzet geen zuivere maat voor toegevoegde waarde omdat het dubbelstellingen bevat.

geëquipeerd zijn voor kennisintensieve activiteiten. Aangenomen mag dan ook worden dat dit deel aan omzet van zakelijke dienstverleners inderdaad, in ieder geval op korte termijn, wegvalt als bfi's Nederland zouden verlaten.

De kosten aan zakelijke dienstverlening zijn opgenomen in Tabel 26. In totaal kochten (de grootste) bfi's in 2011 voor ongeveer € 400 tot € 600 miljoen aan zakelijke diensten in.²⁰⁶ Naast de kostencategorie 'zakelijke diensten' is tevens een bedrag opgenomen aan 'algemene kosten'. Hierin zijn bijvoorbeeld huisvestingskosten en reiskosten opgenomen. Het is aannemelijk dat dit deels of geheel bij derden ingekochte diensten bevat. Algemene kosten worden alleen in de bovenschatting van de totale inkoop van dienstverlening meegeteld, en niet in de benedenschatting. Dit resulteert in door bfi's ingekochte (zakelijke) dienstverlening bij derde partijen van ongeveer € 400 tot € 700 miljoen in 2011.²⁰⁷

Tabel 26 Inkoop van dienstverlening in Nederland (o.b.v. grootste bfi's, bedragen × €1 mln.)

	2011
Zakelijke diensten	400-600
Relevante algemene kosten	100
Totaal	400-700

Bron: Interne inschatting van DNB o.b.v. microdata bfi's en contacten met rapporterende bfi's.

De eerder geschetste wederzijdse afhankelijkheid impliceert niet dat dit deel aan zakelijke dienstverlening in Nederland per definitie structureel verdwijnt als bfi's Nederland zouden verlaten. Ten eerste is het mogelijk dat bfi's zullen uitwijken naar andere landen en van daaruit gebruik zullen maken van de diensten van Nederlandse dienstverleners.²⁰⁸ Ten tweede betreft het hier een volwassen bedrijfstak die nu haar aandacht op andere (gerelateerde) activiteiten zal kunnen richten en mogelijk nieuwe markten aanboort die anders ongerealiseerd zouden zijn gebleven. Deze nuance laat onverlet dat zakelijke dienstverleners als noodzakelijk verlengstuk voor bfi's kunnen worden gezien, en de genoemde omzet als direct gerelateerd aan bfi's.

5.3.2 Omzet zakelijke dienstverlening via aandeelhouders van bfi's

Niet alle diensten die zakelijke dienstverleners uitvoeren in relatie tot bfi's worden gefactureerd aan de bfi zelf. Volgens de dienstverleners zelf vallen hieronder in ieder geval de activiteiten voor

²⁰⁶ Het gaat hier om de omzet van bfi's in de *steekproef*, en het betreft dus een onderschatting. Het is niet aannemelijk dat dit kan worden opgehoogd op basis van het aantal bfi's dat niet in de steekproef zit, noch op basis van het balanstotaal. Het ligt eerder voor de hand dat er een ondergrens bestaat voor de omzet aan zakelijke dienstverlening, omdat sommige diensten door alle bfi's worden afgenomen. Vervolgens zal het bedrag aan omzet vermoedelijk toenemen met de complexiteit van de bfi-structuur, wat mogelijk maar niet noodzakelijkerwijs samenhangt met het balanstotaal. Hier wordt volstaan met de vaststelling dat het gerapporteerde bedrag een onderschatting betreft.

²⁰⁷ DNB (2007) komt tot een schatting van ongeveer € 500 miljoen. Eerder SEO-onderzoek naar doelvennootschappen komt uit op een iets hogere schatting aan zakelijke dienstverlening, namelijk ruim € 618 miljoen in 2009 aan diensten door trustkantoren en andere dienstverleners (Risseeuw & Dosker, 2011, p. 24). Deze waarde heeft echter betrekking op een bredere populatie, namelijk doelvennootschappen, en daarmee op een groter aantal juridische entiteiten: 20000 doelvennootschappen ten opzichte van een steekproef van de 1600 grootste bfi's in het onderhavige onderzoek. Gegeven de groei van deze omzet in de tijd en dat dit onderzoek zich richt op de grootste bfi's, lijken de verschillende onderzoeken tot eenzelfde orde van grootte te komen.

²⁰⁸ Dit is overigens niet aannemelijk voor een groot deel van de activiteiten van trustkantoren, zoals het voeren van een adres of het leveren van bestuursleden.

het opzetten van bfi's.²⁰⁹ Over het algemeen worden deze kosten gefactureerd aan de buitenlandse aandeelhouder van de bfi, omdat de bfi nog niet bestaat of deze kosten in eerste instantie niet kan dragen.

Omdat de kosten niet aan de bfi worden gefactureerd, zijn zij niet opgenomen in de cijfers van DNB. Een kwantificering van deze kosten op basis van de brede dataset is dan ook niet mogelijk binnen de scope van dit onderzoek. In plaats hiervan is in interviews gevraagd naar een inschatting van de gemiddelde opstartkosten van een bfi. Vervolgens is dit vermenigvuldigd met het gemiddelde aantal opstartende bfi's per jaar. Omdat de opstartkosten verschillen naar gelang de complexiteit van de structuur is een driedeling gemaakt, waarbij omvang in termen van balanstotaal als proxy voor complexiteit is gehanteerd.

Tabel 27 illustreert de resultaten. Een ruwe inschatting leidt tot jaarlijkse opstartkosten van ongeveer € 25 miljoen tot € 60 miljoen.

Tabel 27 Geschatte kosten voor de opstart van een bfi (bedragen in €)

Omvang bfi	Kosten per opstart	Nieuwe bfi's per jaar ²¹⁰	Omzet per jaar
Kleine tot middelgrote bfi	€10.000- 30.000	1.500*	€15.000.000- 45.000.000
Middelgrote tot grote bfi	€30.000- 75.000	140	€4.200.000- 10.500.000
Zeer grote bfi	€500.000	10	€5.000.000
Totaal		1.650	€4.200.000-60.500.000

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's en interviews met marktpartijen en zakelijke dienstverleners; *op basis van de gemiddelde instroom bij de groep kleinere bfi's; **op basis van de gemiddelde instroom bij de groep grootste bfi's; ***op basis van de interviews.

In aanvulling op de opstartkosten zijn er volgens sommige interviewpartners nog andere kosten die niet aan de bfi zelf maar aan de buitenlandse aandeelhouders worden gefactureerd. Zo is het bijvoorbeeld mogelijk dat een heronderhandeling van een syndicaatlening van een financieringsmaatschappij wordt begeleid, en betaald, door de buitenlandse aandeelhouder. Het gaat hier om grote bedragen, oplopend tot bedragen rond de € 250.000. Meer in algemene zin gaat het om incidentele uitschieters aan kosten, die de bfi moeilijk zelf financieel kan dragen. Op basis van het exemplarische bewijs uit interviews is het niet mogelijk om een onderbouwde kwantificering van deze kosten op jaarbasis te geven.

Box 16 Indirecte omzet via horeca en vluchtverkeer

In de maatschappelijke discussie over het economisch belang van bfi's wordt nog wel eens gewezen op een extra stroom aan omzet in Nederland die indirect relateert aan bfi's.²¹¹ Dat de bfi's per definitie in buitenlandse handen zijn, leidt tot zakelijk verkeer naar Nederland. De buitenlandse aandeelhouder moet bijvoorbeeld eenmaal per jaar een bestuursvergadering bijwonen, neemt dan een vlucht naar Nederland en brengt hier één of meerdere dagen door. Dit leidt tot omzet in de horeca en op Schiphol, beide betaald door de buitenlandse aandeelhouder en dus niet opgenomen in de cijfers die bfi's aan DNB rapporteren.

²⁰⁹ Gebaseerd op interviews gehouden in het kader van dit onderzoek.

²¹⁰ De gemiddelde jaarlijkse instroom tussen 2007 en 2010.

²¹¹ Eerder is in Van de Berg et al. (SEO, 2008) een ruwe inschatting gemaakt van de relevante bedragen, maar dan voor de trustsector. Hierbij gold dus een bredere scope dan in dit onderzoek en de bedragen zijn moeilijk vergelijkbaar.

De berekeningen in deze box zijn slechts bedoeld om een concreter beeld te schetsen bij argumenten die in de discussie rondom bfi's spelen. Nadere onderbouwing zou nodig zijn om te komen tot robuuste kwantificering.

Uitgaande van één bezoek per bfi per jaar door twee vertegenwoordigers van het moederbedrijf, een verblijf van twee dagen, en ingeschatte uitgaven aan taxi (€ 120), luxe maaltijden (€ 300), overnachting (€ 314, op basis van gemiddelde prijs 4-sterren hotel in Amsterdam), en restauratieve uitgaven op Schiphol (€ 40), resulteert een bedrag van € 774 aan uitgaven per bfi.²¹² Uitgaande van 12000 bfi's, resulteert een ruwe inschatting bedrag aan horeca-omzet van ruim € 9 miljoen als gevolg van bezoeken van bfi-aandeelhouders.

Deze schatting moet met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd. De bfi-bezoekers zoals hier berekend bedragen nog geen 1 procent van het totaal aan zakelijke bezoekers, en de berekende uitgaven iets meer dan 0,2 procent van de totale horeca-uitgaven. Aangenomen mag worden dat het wegvallen van een dergelijk klein aandeel, bij vertrek van bfi's uit Nederland, relatief makkelijk wordt opgevangen en er bijvoorbeeld geen impact is op de werkgelegenheid.²¹³ De additionaliteit van dit effect is dan ook beperkt.

Voor vluchtverkeer kan eenzelfde soort ruwe berekening worden gemaakt. Relevant zijn de uitgaven die neerslaan in Nederland. Uitgaande van twee bezoekers per jaar per bfi, een inschatting van het aandeel van deze bezoekers dat via Nederlandse maatschappijen vliegt (45 procent)²¹⁴, een inschatting van de gemiddelde prijs van een retourticket (€ 930 op basis van retourticketprijzen voor Europese en intercontinentale prijzen), resulteert een totaalbedrag aan vluchtomzet van ruim € 10 miljoen. Ook deze ruwe inschatting moet met voorzichtigheid worden geïnterpreteerd. Aangenomen dat de luchtvaart een concurrerende markt is, verdwijnt het surplus bij de (buitenlandse) consument. De vraag is dan nog waar de Nederlandse maatschappij zijn kosten, voor bijvoorbeeld materiaal en brandstof, maakt om te bepalen of dit ten goede komt aan de Nederlandse economie. Aangenomen mag worden dat dit voor een substantieel deel niet het geval is. Gezien het beperkte aandeel van bfi-bezoekers in het totaal aan zakelijke passagiers dat via Schiphol vliegt (iets meer dan 0,5 procent) is ook de verwachte impact op Schiphol als vluchthaven beperkt.

Ondanks het ruwe karakter van de berekeningen, kan geconcludeerd worden dat bfi's indirect zorgen voor substantiële omzet in de horeca en het vluchtverkeer. Wel kunnen kanttekeningen worden geplaatst bij de structurele impact hiervan in termen van economisch belang voor Nederland, bijvoorbeeld afgezet tegen de situatie waarin de bfi's Nederland zouden verlaten. Voor het

²¹² Dit ligt iets lager dan de gemiddelde uitgaven per zakelijke bezoeker berekend door NBTC en Gastvrij Nederland (2012). Zij vermelden een gemiddelde uitgave van € 509,- per bezoeker per bezoek in 2011, wat voor twee bezoekers uit zou komen op € 1.018. Dit verschil kan bijvoorbeeld veroorzaakt worden door de periode van het verblijf, of door uitgaven die niet relevant zijn voor bfi-bezoekers. De hier gehanteerde schatting kan als conservatief worden bestempeld.

²¹³ Aangenomen mag worden dat deze (beperkte) werkgelegenheid in de horeca – uitgaande van een goed werkende arbeidsmarkt – elders terecht zal komen.

²¹⁴ Gebaseerd op een inschatting van het aandeel van zakelijke herkomstbestemmingspassagiers (dat wil zeggen: passagiers die van en naar Nederland reizen, en niet de overstappassagiers) dat met een Nederlandse maatschappij op Schiphol vliegt ten opzichte van het totaal aantal zakelijke herkomstbestemmingspassagiers dat op Schiphol vliegt. Aangenomen wordt dat dit aandeel gebaseerd op alle zakelijke bezoekers ook van toepassing is op bfi-bezoekers. Hierbij is aangenomen dat KLM een Nederlandse vliegmaatschappij is. In werkelijkheid is slechts een deel van de aandelen in Nederlandse handen.

vluchtverkeer is het verder de vraag of deze omzet daadwerkelijk in Nederland neerslaat, of in andere landen.²¹⁵

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op Gemeente Amsterdam Economische Zaken (2011), SEO (2008), NBTC en Gastvrij Nederland (2011), www.taxi-e.nl, www.nbtc.nl.

5.4 Werkgelegenheid

5.4.1 Binnen bfi's

In 2011 maakten de grootste bfi's € 266 tot € 306 miljoen aan loonkosten, afhankelijk van hoe breed deze worden gedefinieerd.²¹⁶ In het *smalle loonbegrip* zitten alleen salariskosten en kosten voor uitzendkrachten, in het *brede loonbegrip* zijn hierbij loon in natura en overige loonkosten opgeteld.²¹⁷ In alle navolgende tabellen wordt telkens aangegeven wanneer het smalle en wanneer het brede loonbegrip in ogenschouw wordt genomen.

Tabel 28 geeft de totale loonkosten verdeeld naar type bfi weer. De aandelen in de loonkosten van de verschillende typen bfi's liggen in lijn met hun aandelen in het aantal bfi's, waarbij de categorie 'overig' ongeveer de helft van de loonkosten bepaalt.²¹⁸ Zoals mag worden verwacht, rapporteren SPV's geen loonkosten.

Tabel 28 Totale 'smalle' en 'brede' loonkosten per bfi-type (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen × €1 mln.)

	SMAL loonbegrip	%	BREED loonbegrip	%
SPV	0	0%	0	0%
Houdster	68	26%	85	28%
Finanmij	29	11%	30	10%
Royaltymij	27	10%	38	12%
Overige	142	53%	154	50%
Totaal	266	100%	306	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Deze loonkosten weerspiegelen werkgelegenheid bij de bfi's, die inzichtelijk kan worden gemaakt door aannames te maken over het brutoloon dat per werknemer (lees: voltijdbaan) wordt uitgekeerd. Onder verschillende aannames voor het brutoloon²¹⁹ waren de grootste bfi's in 2011 goed voor 3796 tot 4831 voltijdbanen (fulltime equivalenten, kortweg fte), uitgaande van het smalle loonbegrip (Tabel 29). De fte-aantallen in 2010 zijn sterk vergelijkbaar.

²¹⁵ In eerdere berekeningen in Van den Berg et al. (SEO, 2008) is ook gekeken naar de uitgaven aan contributie voor de Kamer van Koophandel. Deze bedragen zijn opgenomen in de kosten die bfi's rapporteren aan DNB.

²¹⁶ De cijfers voor 2010 zijn sterk vergelijkbaar en daarom niet afgebeeld.

²¹⁷ Zoals aangegeven in Box 15 zijn de controles op de verlies- en winstcijfers die in dit hoofdstuk worden weergegeven minder uitvoerig dan voor de cijfers elders in dit rapport. Zeker op een laag aggregatieniveau kunnen de data onvolkomenheden bevatten. Het is niet zeker dat de verschillende subcategorieën binnen het totale loonbegrip zuiver kunnen worden geïnterpreteerd. Met het brede loonbegrip wordt daarmee met grotere zekerheid het totale loonbeeld geschetst, maar kunnen bijvoorbeeld loondelen worden meegenomen die niet relevant zijn voor de latere afleiding van fte. Daarom worden beide loonbegrippen gepresenteerd. De kostenposten pensioenlasten en overige sociale lasten zijn in beide loonbegrippen buiten beschouwing gelaten.

²¹⁸ Zie Tabel 12 in hoofdstuk 3.

²¹⁹ Dat wil zeggen, bruto loonkosten inclusief loonheffing maar exclusief pensioen- en overige sociale lasten.

Tabel 29 Geschatte aantal directe fte o.b.v. gerapporteerde loonkosten (o.b.v. grootste bfi's)

	SMAL loonbegrip		BREED loonbegrip	
	2010	2011	2010	2011
Lage schatting (1fte = €70.000)	3.664	3.796	4.385	4.377
Middenschatting (1fte = €62.500)	4.103	4.251	4.911	4.902
Hoge schatting (1fte = €55.000)	4.663	4.831	5.581	5.570

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's

Tabel 30 splitst deze aantallen uit naar bfi's die onderdeel zijn van een cluster van meerdere bfi's en zelfstandige bfi's. Uitgaande van de middenschatting voor het brutoloon (€ 62500) komt ongeveer driekwart van de werkgelegenheid toe aan bfi-clusters, ongeacht of hiervoor het smalle of brede loonbegrip voor in ogenschouw wordt genomen.²²⁰ Omdat nog geen 50 procent van het aantal bfi's behoort tot een cluster, impliceert dit dat de werkgelegenheid binnen een cluster relatief groot is ten opzichte van in de zelfstandige bfi's.²²¹

Tabel 30 Geschatte aantal directe fte naar clusters versus zelfstandige bfi's (o.b.v. grootste bfi's, middenschatting)

	2010	2011
<i>SMAL loonbegrip</i>		
Clusters	2.897	3.266
Zelfstandige bfi's	1.206	985
Totaal	4.103	4.251
<i>BREED loonbegrip</i>		
Clusters	3.528	3.738
Zelfstandige bfi's	1.383	1.164
Totaal	4.911	4.902

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's

5.4.2 Substance

In het kader van de discussie over substance wordt soms gesteld dat er concrete eisen zouden moeten worden gesteld aan het aantal fte dat werkzaam is binnen een bfi. Op basis van de loongegevens, en afgeleide aantallen, kan inzicht gegeven worden in wat eventuele eisen aan het aantal fte zouden betekenen.²²²

Hiertoe kan worden gekeken hoe werkgelegenheid binnen bfi's is verdeeld over het bfi-landschap. Tabel 31 maakt duidelijk dat 85 procent van de bfi's in hun verlies- en winstrekening geen loonkosten rapporteert, wat zou impliceren dat zij geen werkgelegenheid verschaffen. Dit ligt echter genuanceerder, zoals hieronder zal blijken. 5 procent heeft maximaal 2 fte in diensten, de resterende 10 procent meer dan 2 fte.²²³

²²⁰ Het bruto loon is gebaseerd op een inschatting van het gemiddelde bruto loon in de financiële dienstverlening, gebaseerd op Berhout en Salverda (2013).

²²¹ Hoewel hier geen directe relatie tussen hoeft te bestaan, zijn clusters ook relatief groot ten opzichte van zelfstandige bfi's: bfi's behorend tot een cluster bepalen bijna 80 procent van het balanstotaal van alle bfi's. Zie hoofdstuk 3.1.

²²² Ook hier uitgaande van een steekproef van de grootste bfi's.

²²³ Zie Tabel 61 in Bijlage J voor een gedetailleerdere uitsplitsing van werkgelegenheid per bfi.

Tabel 31 Geschatte personeelsomvang per bfi (o.b.v. grootste bfi's, 2011, middenschatting)

	SMAL loonbegrip	%	BREED loonbegrip	%
0 fte	1.381	85,3%	1.372	84,8%
T/m 2 fte	85	5,3%	86	5,3%
2 t/m 3 fte	14	0,9%	15	0,9%
Meer dan 3 fte	139	8,6%	145	9,0%
Totaal	1.619	100%	1.618	100%

SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Uit analyse door DNB blijkt dat het regelmatig voorkomt dat binnen clusters van bfi's één bfi loonkosten rapporteert namens het voltallige cluster.²²⁴ Daaruit ontstaat het beeld dat sommige bfi's geen werkgelegenheid verschaffen terwijl dit in werkelijkheid wel zo is. Om hiervoor te corrigeren worden in Tabel 32 bfi-clusters in plaats van individuele bfi's onderscheiden.²²⁵ Hiermee verandert het substancebeeld licht ten opzichte van Tabel 31: ongeveer driekwart van de clusters verschaft geen werkgelegenheid, zes procent maximaal aan 2 fte en 15 procent aan meer dan 2 fte.²²⁶

Tabel 32 Geschatte personeelsomvang per bfi-cluster (o.b.v. grootste bfi's, 2011, middenschatting)

	SMAL loonbegrip	%	BREED loonbegrip	%
0 fte	737	78,6%	733	78,2%
T/m 2 fte	59	6,3%	56	6,0%
2 t/m 3 fte	14	1,5%	13	1,4%
Meer dan 3 fte	128	13,6%	135	14,4%
Totaal	938	100%	937	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Op basis van de tabellen ontstaat een indruk hoeveel bfi's onder of boven een mogelijke minimumeis aan het aantal fte binnen een bfi, of cluster van bfi's, zou vallen. Puur ter illustratie: zou een minimumeis worden gesteld van meer dan 2 fte, dan zou meer dan 90 procent van de bfi's (85,3 procent + 5,3 procent) hier thans niet aan voldoen. Als er rekening mee wordt gehouden dat sommige bfi's binnen clusters rapporteren, zou ongeveer 85 procent (78,6 procent + 6,3 procent) niet voldoen. Het is echter aannemelijk dat bfi's zouden reageren op een dergelijke eis door meer mensen in dienst te nemen. Of dit daadwerkelijk zou leiden tot meer reële activiteit is daarmee onduidelijk.

Veel bfi's rapporteren geen loonkosten, ook als wordt gecorrigeerd voor clusters. Hiertoe behoren deels ook SPV's. Het is een politieke keuze of de activiteiten van SPV's voldoende 'substance' hebben, maar in hoofdstuk 3.2.4 is geconcludeerd dat de activiteiten in ieder geval niet in het kader van fiscale planning moeten worden gezien. Dit voorbeeld geeft aan dat er met nuance moet worden gekeken naar een eventuele fte-eis. Meer in brede zin roept dit de vraag op wat het uitgangspunt is bij het stellen van eisen in het kader van substance: de 'voor wat, hoort

²²⁴ Dit kan een administratieve reden hebben maar ook het gevolg dat het personeel letterlijk binnen één bfi van een cluster wordt gecentraliseerd.

²²⁵ Hiertoe is loondata per bfi-cluster geaggregeerd, en wordt een cluster als het ware als '1 bfi' gezien. In feite zijn de aantallen in Tabel 32 dus een samenstelling van daadwerkelijke clusters (clusters met meer dan 1 bfi) en zelfstandige bfi's (clusters met 1 bfi).

²²⁶ Zie Tabel 62 in Bijlage J voor een gedetailleerdere uitsplitsing van werkgelegenheid per bfi-cluster.

wat' gedachte waarbij van bedrijven die zich in Nederland vestigen vanwege fiscale of andere motieven ook iets wordt teruggevraagd of het voorkomen van ongewenste fiscale structuren? In het eerste geval zijn fte-eisen mogelijk zinvol, in het tweede niet.

5.4.3 Bfi's als onderdeel van een concern

Bfi's kunnen behoren tot een internationale groep die in Nederland ook werkmaatschappijen heeft. Tijdens interviews werd veelvuldig aangegeven dat werkzaamheden voor bfi's, voor zover deze niet worden verricht door externe zakelijke dienstverleners, zo mogelijk plaatsvinden in dergelijke werkmaatschappijen.²²⁷ In deze groepsonderdelen voeren mensen werkzaamheden uit die ook noodzakelijk zijn voor de bfi's. Het is dan efficiënter om dit in één werkmaatschappij te laten uitvoeren dan om hier mensen in de bfi voor aan te nemen. Het aantal fte dat wordt gemeten op basis van loonkosten binnen de bfi's zou dan een onderschatting zijn.²²⁸ Of dit effect zich voordoet, en de mate waarin, is niet te staven op basis van de cijfers die beschikbaar zijn in het kader van dit onderzoek.

Een tweede effect dat uit de interviews naar voren kwam, is de doorgroei die van een bfi uit kan gaan. Sommige bedrijven starten in Nederland met een bfi en groeien na verloop van tijd via aparte vennootschappen in Nederland door naar een (regionaal) hoofdkantoor of werkmaatschappij: de bfi als voorpost van verdere expansie in Nederland.²²⁹ In termen van werkgelegenheid wordt volgens dezelfde *line of reasoning* gesteld dat de werkgelegenheid in die hoofdkantoren of werkmaatschappijen ook (deels) toegeschreven kan worden aan de bfi's. Hier speelt echter een causaliteitsprobleem. Het is niet altijd duidelijk wat er eerder was: de bfi of het hoofdkantoor dan wel de werkmaatschappij. Daarnaast is het maar de vraag of de bfi voorwaardelijk is voor het uiteindelijk vestigen van additionele vennootschappen.

Hoewel vraagtekens kunnen worden gezet bij de directe relatie tussen bfi's en werkgelegenheid in andere Nederlandse vennootschappen binnen dezelfde groep, past ook nuance bij de omgekeerde stelling. Waar amper tot geen fte's werkzaam zijn binnen bfi's, kan de groep waar de bfi onderdeel van uitmaakt wel degelijk (in fte gemeten) reële economische aanwezigheid in Nederland hebben.²³⁰

Omdat de bfi-gegevens ontvangen van DNB niet herleidbaar zijn naar bedrijven, is het niet mogelijk om een volledig beeld te schetsen van het aantal fte binnen zustermaatschappijen van bfi's in Nederland. Wel kan op basis van een aantal voorbeeldbedrijven een beeld worden geschetst van de orde van grootte van dit effect.

De Volkskrant publiceerde op 23 januari 2013 de top-15 van bedrijven met de meeste holdings in Nederland, met daarbij informatie over het aantal lege holdings.²³¹ De holdings zijn over het algemeen onderdeel van een internationaal concern met zustermaatschappijen in Nederland, al

²²⁷ Gedacht kan worden aan administratieve of andersoortige financiële werkzaamheden.

²²⁸ Aangenomen mag worden dat in ieder geval een deel van deze kosten wordt doorgefactureerd aan de bfi, en dus onderdeel is van de opgevoerde kosten in de DNB-statistieken. Het is echter niet vast te stellen in welke kostenposten deze bedragen worden geboekt.

²²⁹ Hier wordt in paragraaf 5.5 verder op ingegaan.

²³⁰ Hier wordt bedoeld op substance in termen van in fte gemeten toegevoegde waarde voor de Nederlandse economie, niet in termen van het al dan niet verdacht zijn in het kader van belastingontwijking.

²³¹ *De Volkskrant*, Fiscale wirwar in vrijplaats Nederland, 23 januari 2013.

dan niet in de vorm van hoofdkantoren of werkmaatschappijen. Tabel 33 geeft een ruwe inschatting van het aantal personeelsleden dat (minimaal) werkzaam is binnen de Nederlandse vestigingen van deze concerns, voor zover dit bepaald kan worden op basis van openbare informatie.

Tabel 33 Ruim 10000 personeelsleden in Nederland in concerns waarvan bfi's* onderdeel uitmaken

Top 15 bedrijven met meeste NL holdings	# holdings* in Nederland	# bfi's* zonder personeel	Personeel in NL	Werkmaatschappij/hoofdkantoor?
Total	82	n.b.	> 2.500	Ja (aardolie opslag, raffinaderij, pijpleiding)
Exxon Mobil	64	36	>1.545	Ja (HQ Benelux, fabrieken, tankstations)
General Electrics	38	19	(PM 3.000, Benelux)	Ja (HQ Benelux, innovation centre)
Eni	33	22	Ruim 80	Geen hoofdkantoor, verder onbekend
Chevron	32	n.b.	> 100	Ja (global HQ voor bepaalde producten, productieholding)
BHP Billiton	32	22	(PM 532, EU)	Waarschijnlijk (Finance en Marketing holding)
Gazprom	31	n.b.	n.b.	Onbekend
British American Tobacco	31	27	>790	Ja (productiebedrijf, hoofdkantoor onbekend)
IBM	28	19	> 4.000	Onbekend, 7 vestigingen
BP	28	19	2.200	Ja (raffinaderij, import/export terminal, stations)
Schlumberger	28	n.b.	20-30	Waarschijnlijk (well services, wireline, testing services)
Pfizer	26	n.b.	350	Waarschijnlijk
PepsiCo	26	19	850	Ja (productie Quaker, Duyvis, Lay's, Smiths, Cheetos)
Kraft foods	26	21	100-200	Onbekend
BASF	22	18	700-800	Waarschijnlijk (Coatings services, Polyurethanes)
<i>Totaal, waarvan concerns met een bfi zonder personeel</i>			> 13.200 >10.200	

Bron: SEO Economisch Onderzoek, informatie in de eerste drie kolommen op basis van Volkskrant (23 januari 2013)²³², overige informatie op basis van websites en jaarrapporten van genoemde bedrijven en expert judgement; *dit zijn gegevens van De Volkskrant, er is geen controle uitgevoerd of het daadwerkelijk holdings of bfi's betreft.

De top-15 bedrijven met de meeste holdings in Nederland op basis van het *Volkskrant*-onderzoek is onderdeel van concerns met ruim 13000 personeelsleden in Nederland. Hoewel aannemelijk, is het niet zeker dat elk van deze concerns hier een bfi heeft. De Volkskrant heeft zelf een

²³² De Volkskrant heeft informatie over de 100 grootste bedrijven uit een internationaal register van Kamer van Koophandels gehaald. Deze bedrijven waren geselecteerd op basis van de jaarlijkse rangorde van de *Financial Times*. Van deze bedrijven zijn alle holdings in Nederland in kaart gebracht, in totaal zo'n 1000. De top-15 hiervan is in de eerste kolom van de tabel weergegeven. Zo is Total met 82 holdings de lijstaanvoerder. Van deze 1.000 holdings heeft *De Volkskrant* vervolgens informatie opgevraagd over bestuurders en zijn de jaarverslagen bekeken. Per holding is gekeken of deze als brievenbusfirma gekwalificeerd kan worden. Dit werd onder meer gedaan op basis van het adres waar de holding stond ingeschreven (en de vraag of dit gelijk is aan een adres van een trustkantoor), het aantal werknemers, de aanwezigheid van royalty- of dividendstromen en informatie uit de jaarverslagen over activiteiten in Nederland. Van bedrijven die De Volkskrant als brievenbusfirma heeft bestempeld, heeft zij een top-10 gemaakt van holdings zonder personeel. Dit is weergegeven in de derde kolom van de tabel. Zo heeft Exxon Mobil 36 brievenbusfirma's zonder personeel.

inschatting gemaakt welke concerns hier bfi's hebben, en hoeveel van die holding-bfi's geen personeel in dienst hebben. Dit wordt weergegeven in de derde kolom van de tabel. Als alleen de personeelsleden in concerns worden geteld waarvan de Volkskrant heeft kunnen vaststellen dat zij een bfi in Nederland hebben, resulteert een aantal van ruim 10.000.²³³

Hierbij moet benadrukt worden dat bovenstaande tabel slechts een ruw beeld geeft van de orde van grootte van het aantal personeelsleden in Nederland van concerns waar bfi's deel van uitmaken. Dit betekent niet dat deze personeelsleden aan bfi's zijn toe te schrijven in termen van economische activiteit. Wel kan worden geconcludeerd dat bfi's zonder personeel onderdeel kunnen zijn van internationale concerns met reële activiteiten in Nederland. In financieel-economische analyses is het gebruikelijk om naar resultaten van bedrijven op concernniveau te kijken, al dan niet over landsgrenzen heen. Of dit ook zou moeten gelden voor de fiscale en maatschappelijke discussie in het kader van substance-vereisten, valt buiten de scope van dit onderzoek.

5.4.4 Werkgelegenheid in de zakelijke dienstverlening

Het personeel bij zakelijke dienstverleners dat zich bezighoudt met bfi's, zou gekenschetst kunnen worden als werkgelegenheid die volgt uit het bestaan van de bfi's.²³⁴ In het hypothetische scenario dat bfi's, al dan niet gedwongen, Nederland zouden verlaten, zou deze werkgelegenheid mogelijk verloren gaan. Op basis van de cijfers over door bfi's ingekochte zakelijke diensten, kan grofweg gesteld worden dat het aantal fte dat bij dienstverleners werkzaam is voor bfi's bij een brutosalaris van € 80.000 ongeveer 5000 tot 7500 bedraagt (Tabel 34).²³⁵

Tabel 34 Geschat aantal fte werkzaam in zakelijke dienstverlening n.a.v. bfi's (cijfers 2011)

	O.b.v. <u>ondergrens</u> zakelijke dienstverlening	O.b.v. <u>bovengrens</u> zakelijke dienstverlening
Lage schatting (1fte = €90.000,-)	4.444	6.667
Middenschatting (1fte = €80.000,-)	5.000	7.500
Hoge schatting (1fte = €70.000,-)	5.714	8.571

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde gegevens; de onder- en bovengrens voor de door bfi's ingekochte zakelijke diensten is gebaseerd op een interne inschatting van DNB o.b.v. microdata bfi's en contacten met rapporterende bfi's (zie Tabel 34) en bedraagt € 400 miljoen respectievelijk € 600 miljoen.

De vraag is of dit daadwerkelijk additionele werkgelegenheid betreft.²³⁶ Zouden deze mensen (structureel) zonder baan zitten als de bfi's zich niet in Nederland maar elders zouden vestigen? Hier is zonder nader onderzoek geen eenduidig antwoord op te geven.

²³³ In beide tellingen zijn personeelsleden die mede onder Benelux en EU vallen niet meegerekend (3000 personeelsleden bij GE resp. 532 bij BHP Hilton).

²³⁴ Formeler: de tijd die zij bezig zijn met dienstverlening aan bfi's, uitgedrukt in fte.

²³⁵ Berekend als de totale uitgaven aan zakelijke diensten in 2011, gedeeld door een loon van € 70.000 tot € 90.000 per fte. De algemene kosten in Tabel 26 zijn niet meegenomen omdat het niet aannemelijk is dat hier direct werkgelegenheid mee gepaard gaat. Merk op dat het gemiddelde loon per fte bij zakelijke dienstverleners hoger ligt dan het bruto loon per fte bij bfi's (€ 55.000 tot € 70.000,-). Dit is enerzijds omdat de zakelijke dienstverleners ook de pensioen- en andere sociale lasten van het personeel in rekening brengen (terwijl bij bfi's wordt uitgegaan van brutoloon exclusief pensioen- en andere sociale lasten) en anderzijds omdat de gemiddelde bezoldiging bij de hoogwaardige zakelijke dienstverlening hoger wordt verondersteld dan binnen bfi's.

²³⁶ Specifiek gaat het erom of deze werkgelegenheid – uitgaande van een goed werkende arbeidsmarkt – elders terecht zal komen.

Eenzijds is een deel van het werk van de dienstverleners zeer specifiek gericht op bfi's, zoals het werk door trustkantoren en het fiscaal advies in het kader van internationale fiscale planning. De vraag is of de mensen die zich hiermee bezighouden, zomaar iets anders zouden kunnen doen. Anderzijds werken de dienstverleners naast de bfi's voor vele andere klanten, waarbij verwacht mag worden dat er enige synergie in de werkzaamheden binnen één dienstverlener bestaat. In die zin is het aannemelijk dat een deel van het personeel dat voornamelijk diensten voor bfi's verricht zonder al te veel omscholing kan worden ingezet op advisering binnen andere delen van de dienstverleners.²³⁷

De mate waarin inzet van personeel op andere activiteiten binnen een dienstverlener mogelijk is, hangt mede af van het aandeel van de werkzaamheden voor bfi's in de totale activiteitenportefeuille van de dienstverleners. Dit aandeel kan per individuele dienstverlener hoog zijn, in het bijzonder voor partijen die zich volledig in dienstverlening aan bfi's hebben gespecialiseerd. Maar relevanter is het aandeel op 'sectorniveau' van elk van de typen dienstverleners, omdat personeel zich kan verspreiden over de sector indien een deel van de werkzaamheden zou vervallen.²³⁸ Over dergelijke aandelen was in het kader van dit onderzoek geen data beschikbaar.

Het ingeschatte aantal fte van 5000-7500 fte is indirect werkzaam voor bfi's en kan in die zin worden gekenschetst als werkgelegenheid die volgt uit de vestiging van bfi's in Nederland. Wat er zou gebeuren in de hypothetische situatie dat bfi's Nederland zouden verlaten, is moeilijk in te schatten. Hier wordt uitgegaan van het eerste, 'statische', effect om het economisch belang te duiden. Het tweede, 'dynamische', kan niet worden bepaald maar zal lager liggen dan 1400-1800 fte.

In hoofdstuk 5.3.2 is ook gekeken naar dienstverlening die worden uitgevoerd voor bfi's, maar worden gefactureerd aan de aandeelhouder van de bfi. Deze kosten hebben voornamelijk betrekking op opstartkosten. Hiervan is een ruwe inschatting gemaakt op basis van informatie uit de interviews.²³⁹ Als ook rekening wordt gehouden met de werkgelegenheid die voortkomt uit de opstartkosten van bfi's, stijgt het aantal fte met ongeveer 6 procent tot 10 procent.

5.5 Vestigingsklimaat

In hoofdstuk 2 is gesteld dat Nederland een aantrekkelijk vestigingsklimaat heeft, onder andere door het fiscale regime. Hoewel ook andere elementen een rol spelen, is het primair de fiscale aantrekkingskracht die bfi's naar Nederland brengt. Van die andere elementen zijn vooral de goed ontwikkelde financiële en zakelijke dienstverlening in Nederland relevante factoren voor de vestiging van bfi's. Historisch heeft de zakelijke dienstverlening, met name de trustsector, een grote rol gespeeld in het aantrekken van bfi's, en andersom heeft de vestiging van bfi's een

²³⁷ Dit gaat wel gepaard met transitiekosten en resulteert mogelijk in een lagere toegevoegde waarde bij inzet in die andere typen dienstverleners.

²³⁸ Op het eerste gezicht lijkt het aandeel van dienstverlening aan bfi's binnen trustkantoren groot te zijn. Maar zoals in hoofdstuk 1.2 is toegelicht, betreft een groot deel van de klanten van trustkantoren geen bfi. In hoeverre een eventueel vertrek van bfi's direct zou samengaan met vertrek van (of anderszins impact op) andere klanten van trustkantoren is op voorhand niet duidelijk.

²³⁹ Deze variabele maakt geen onderdeel uit van de micorcijfers van DNB over bfi's.

versterkende rol gespeeld in de ontwikkeling van de zakelijke dienstverlening. De stelling dat bfi's door deze wederkerigheid bijdragen aan het aantrekkelijke Nederlandse vestigingsklimaat, is moeilijk hard te maken.²⁴⁰

Hoewel bfi's in dit kader dus geen directe bijdrage leveren, heeft het mogelijk aanpassen van het beleid ten aanzien van bfi's door het beperken van fiscale faciliteiten wel impact op het vestigingsklimaat in den brede. De voordelen die de faciliteiten bieden hebben immers niet alleen impact op de vestiging van bfi's, maar zijn in breder perspectief van belang voor vestiging van bedrijven. Tegelijkertijd moeten dergelijke afwegingen worden gezien in het kader van de internationale discussie over belastingontwijking en het voorkomen van een fiscale *race to the bottom*.

Box 17 Voordelen van een aantrekkelijk vestigingsklimaat

Het aantrekkelijke Nederlandse fiscale regime draagt bij aan haar aantrekkingskracht als vestigingsland. Maar op welke manier profiteert Nederland van deze aantrekkingskracht? Dit blijkt niet eenvoudig te kwantificeren.

Over het algemeen kan worden gesteld dat vestiging van internationale bedrijven in Nederland werkgelegenheid en belastingopbrengsten oplevert.²⁴¹ In onderzoeken ligt de nadruk veelal op de vestiging van hoofdkantoren.

Baaij et al. (2009) hebben een poging ondernomen om de bijdrage aan Nederland van de top 100 concernhoofdkantoren te kwantificeren. Hieruit volgt werkgelegenheid van 29000 fte op de concernhoofdkantoren met een totale salarissom van € 4,5 miljard. Daarnaast leidt de aanwezigheid van deze kantoren tot 62000 fte aan indirecte werkgelegenheid. Andere 'opbrengsten' voor Nederland zijn investeringen in het onderwijs, investeringen in sociaal, culturele of sportieve sponsoring en uitgaven aan training van werknemers van de hoofdkantoren. KPMG (2012) heeft het effect op werkgelegenheid voor de top 100 bedrijven berekend. Dit betreft niet alleen het hoofdkantoor.²⁴² De totale directe werkgelegenheid die de top 100 bedrijven in Nederland oplevert is circa 478.000 fte (6,5 procent van de beroepsbevolking). Dit komt neer op € 24,8 miljard aan salarissen, gelijk aan 4,1 procent van het BBP. Het rapport stelt verder dat de secundaire en tertiaire bijdrage aan Nederland nog groter is. BCG (2008) kijkt alleen naar de dertig0 mondiale en Europese hoofdkantoren die in Nederland gevestigd zijn. Deze creëren in totaal 150 duizend banen; 30 duizend bij de kantoren zelf, 10 duizend in de zakelijke dienstverlening en 110 duizend andere indirecte banen.

De getallen lopen sterk uiteen, en eenduidige conclusies ontbreken. Wel geven de onderzoeken een beeld bij de orde van grootte van het economisch belang van vestiging van hoofdkantoren voor Nederland.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op KPMG (2012), Baaij et al. (2009) en BCG (2008).

²⁴⁰ Hetzelfde geldt voor de rol van bfi's voor de aantrekkingskracht van Nederland op internationale werknemers en de ontwikkeling van het financiële klimaat in Nederland. Beide hangen mogelijk samen met de goed ontwikkelde financiële en zakelijke dienstverlening, maar de relatie met bfi's is zeer indirect.

²⁴¹ Het gaat hier overigens ook om het voorkomen dat Nederlandse bedrijven uit Nederland wegtrekken omdat het elders aantrekkelijker zou zijn zich te vestigen.

²⁴² Voor het aantal fte op het hoofdkantoor komt KPMG op circa 28000 fte, dit is in lijn met hetgeen de Baaij et al. berekenden.

De vestiging van bfi's in Nederland kan onderdeel zijn van een bredere strategie van een internationaal concern.²⁴³ Relevant in dit kader is de zogenoemde 'kraamkamergedachte'. Volgens deze argumentatie dragen bfi's bij aan het vestigen van hoofdkantoren en operationele vestigingen van internationale concerns in Nederland. De gedachte is als volgt. Voordat een internationaal concern zich in Nederland vestigt, wordt eerst ervaring opgedaan door een bfi te vestigen. De bfi dient dan als voorportaal van mogelijke verdere doorgroei. Hoewel moeilijk hard te maken is dat het vestigen van een bfi voorwaardelijk is voor de verdere doorgroei, kan het vestigen van een bfi als eerste stap aantrekkelijk zijn. Met een bfi kan zonder al te grote investeringen een financiële structuur worden opgezet als opmaat naar operationele activiteiten. Een internationaal concern kan zo in een eerste stap vooral aangetrokken worden door fiscale motieven, om vandaaruit verder te groeien. Daarbij kan bijvoorbeeld ook worden gedacht aan een bfi in de functie van regionaal cash management center.

Het is niet te zeggen of internationale concerns afzien van vestiging in Nederland indien het opstarten vanuit een bfi niet meer aantrekkelijk zou zijn, bijvoorbeeld omdat de fiscale faciliteiten zouden worden beperkt. Dit zal erg afhangen van de verdere plannen en in hoeverre die specifiek samenhangen met Nederland.²⁴⁴ Empirisch bewijs over dit onderwerp is beperkt. Wel is er exemplarische bewijsvoering.

Uit cijfers van Amsterdam In Business blijkt bijvoorbeeld dat een aantal internationale bedrijven vanuit een financiële holding is uitgegroeid tot een Europees dan wel wereldwijd hoofdkantoor in de regio Amsterdam. Tabel 35 presenteert een aantal voorbeelden van doorgroeiers in de regio Amsterdam, waarmee ongeveer 2000 arbeidsplaatsen zijn gemoeid.

Tabel 35 Meer dan 2000 banen bij sample van doorgegroeiende financiële holdings

Bedrijf	Type kantoor in regio Amsterdam	Aantal arbeidsplaatsen
Adidas	Hoofdkantoor	420
Cisco Systems	Europees hoofdkantoor	circa 800
Fonterra	Europees hoofdkantoor	60
New World Resources	Hoofdkantoor	20
Starbucks Coffee	Europees hoofdkantoor	97
Tommy Hilfiger	Wereldwijd hoofdkantoor	665*
Vimpelcom	Treasury centre en kantoor	30
Dolby International AB	Europees hoofdkantoor	15
Genspace International	Europees hoofdkantoor	10
ReachLocal Europe BV	Europees hoofdkantoor	80
Saint Gobain	Holding, treasury en productieactiviteiten	18
Service-Now	Europees hoofdkantoor	5

Bron: Amsterdam In Business (2013); cijfers hebben betrekking op financiële holdings die zijn doorgegroeid in de regio Amsterdam. In de sample zijn alleen bedrijven opgenomen waarover voldoende informatie beschikbaar was. Andere bedrijven waarvan type kantoor en/of aantal arbeidsplaatsen onbekend zijn: Alvimedia, Avangate, Bolton Group BV, Carrefour, Eden Springs, Embraer, Gucci International, Hewlett-Packard, Kazmunaigaz, PPF Group NV, WP Carey, Huawei en IBM. * Eigen informatie geeft aan dat het om 750 arbeidsplaatsen gaat.

²⁴³ Zie verder hoofdstuk 2.3.

²⁴⁴ Zo zal een bedrijf dat zich in Nederland wil vestigen met het oog op haar goede infrastructuur en verbinding met Europa, deze beslissing minder snel laten afhangen van de aantrekkelijkheid om hier eerst een bfi op te zetten. Als het vooral gaat om vestigen in Europa, en men daar een aantrekkelijk opstartland voor zoekt, zullen fiscale argumenten een grotere rol spelen.

Ook de casestudies over Vimpelcom en Tommy Hilfiger die zijn beschreven in Bijlage D wijzen op de mogelijkheden voor doorgroei vanuit een bfi. In de interviews werd daarnaast bijvoorbeeld gewezen op de vele bedrijven uit Japan die in Nederland gevestigd zijn (ongeveer 350 bedrijven met meer dan 25.000 werknemers per 2006, zie Dujat (2013)). Veel daarvan zouden als bfi zijn gestart. Verschillende trustkantoren hadden in die tijd – jaren negentig van de vorige eeuw – een speciale afdeling voor Japanse klanten met *native speakers* om deze bedrijven te bedienen.

In een enquête onder trustkantoren in 2008 gaf 15 procent aan dat het willen openen van een ‘echt’ kantoor tot de belangrijkste redenen behoort voor vestiging van hun klanten in Nederland.²⁴⁵ Hoewel dit niet alleen over bfi's gaat maar over de bredere groep doelvennootschappen, wordt de kraamkamer gedachte hiermee niet breed onderbouwd. Tegelijkertijd is er wel een deel van de klanten van trustkantoren dat het principe lijkt te onderschrijven.²⁴⁶

Vermoedelijk moet het belang van de kraamkamer gedachte gevonden worden in het midden tussen het gebrek aan hard bewijs en de aanwezige exemplarische bewijsvoering. Bfi's gaan in de gegeven voorbeelden vooraf aan of gepaard met werkgelegenheid in operationele of hoofdkantoren. Hoewel het causaliteitsvraagstuk blijft bestaan – leidt de bfi daadwerkelijk tot de vestiging van de kantoren en de werkgelegenheid? – is het aannemelijk dat hierin in ieder geval enig economisch belang voor Nederland ligt. Het fiscale klimaat trekt bfi's aan, die een makkelijke en kostenefficiënte opstap zijn naar uitbreiding. Welke orde van grootte dit belang heeft, is niet aan te zeggen.

5.6 Synthese

Tabel 36 geeft alle indicatoren weer die in dit hoofdstuk aan de orde zijn geweest.

Dit geeft een beeld bij de voetafdruk die bfi's in Nederland achterlaten in termen van economisch belang. Maar, zoals eerder in dit hoofdstuk al gesteld, bevatten de cijfers dubbeltellingen. Strikt genomen zou naar toegevoegde waarde moeten worden gekeken, maar dit is een variabele die voor bfi's lastig te bepalen is. Als alternatief kan nog worden gekeken naar door bfi's in Nederland gemaakte kosten. Dit geeft een concreter beeld bij het deel van de bedragen die door bfi's stromen dat uiteindelijk in Nederland achterblijft.²⁴⁷

Op basis van de gebruikte indicatoren bedraagt het totale economische belang van bfi's ongeveer tussen de € 3 en € 3,4 miljard. Hiermee zijn ongeveer 8800 tot 13000 fte gemoeid, waarvan 3800-5500 direct werkzaam zijn bij bfi's en 5000-7500 in de zakelijke dienstverlening.

Deze inschatting is gebaseerd op de grootste bfi's, die samen 90 procent van het balanstotaal bepalen en 15 procent van het aantal bfi's uitmaken. Het is daarmee een onderschatting.

²⁴⁵ Van den Berg et al. (2008).

²⁴⁶ In datzelfde SEO-onderzoek zijn interviews gehouden met experts inzake de trustsector. Daar kwam een gemengd beeld uit over de rol van de kraamkamer gedachte.

²⁴⁷ Voor de volledigheid zij vermeld dat ook deze getallen nog dubbeltellingen bevatten. Tegelijkertijd zijn de bedragen niet gebaseerd op alle bfi's maar op de grootste bfi's. In die zin betreft het een onderschatting.

Extrapoleren is niet mogelijk omdat het niet aannemelijk is dat het balanstotaal of het aantal bfi's hiervoor goede ophoogfactoren zijn.

Tabel 36 **Overzicht van mogelijke indicatoren voor economisch belang van bfi's (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen × €1 mln.)**

Effect	In mln. euro	In fte
<i>Directe effecten</i>		
Totale reguliere baten van bfi's	223.915	
Betaalde belasting bfi's	2.303*	
Loonkosten	266-306	3.796-5.570
<i>Indirecte effecten</i>		
Omzet zakelijke dienstverlening t.b.v. bfi's**	400-700	5.000-7.500
Omzet zakelijke dienstverlening opstartkosten	25-60***	***
Omzet horeca, luchtvaart	20***	
Kraamkamergedachte (operationele en hoofdkantoren voortgekomen uit bfi's)		<i>Kwalitatief</i>

Bron: SEO Economisch Onderzoek, synthese van eerder in dit hoofdstuk gepresenteerde data; *dit betreft vennootschapsbelasting en bronbelasting over uitgaand dividenden, loonheffing is niet apart opgenomen onder betaalde belastingen maar zit in de gepresenteerde bruto loonkosten;**hierin zijn ook relevante algemene kosten meegenomen. Omdat hier niet direct werkgelegenheid uit volgt, zijn deze kosten niet meegenomen in de fte-berekening; ***niet gebaseerd op de microdata over bfi's ontvangen van DNB, maar gebaseerd op ruwe inschattingen. Indien de opstartkosten, ondanks het ruwe karakter van de berekening, mee zouden worden genomen in de berekening van fte uit dienstverlening, stijgt deze post met ongeveer 6 procent tot 10 procent.

Tabel 37 **Indicatie economisch belang bfi's op basis van in Nederland gemaakte kosten (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen × €1 mln.)**

Effect	In mln. euro	In fte
Betaalde belasting bfi's*	2.303	
Loonkosten	266-306	3.796-5.570
Omzet zakelijke dienstverlening t.b.v. bfi's	400-700	5.000-7.500
Omzet zakelijke dienstverlening opstartkosten**	25-60	
Totaal economisch belang	2.994-3.369	8.796-13.070

Bron: SEO Economisch Onderzoek, synthese van eerder in dit hoofdstuk gepresenteerde data; *dit betreft vennootschapsbelasting en bronbelasting over uitgaand dividenden, loonheffing is niet apart opgenomen onder betaalde belastingen maar zit in de gepresenteerde bruto loonkosten; **niet gebaseerd op de microdata over bfi's ontvangen van DNB, maar gebaseerd op ruwe inschattingen. Indien de opstartkosten, ondanks het ruwe karakter van de berekening, mee zouden worden genomen in de berekening van fte uit dienstverlening, stijgt deze post met ongeveer 6 procent tot 10 procent.

6 Risico

Integriteitrisico's gaan over de mogelijke financiële- en reputatieschade voor Nederland als gevolg van belastingontduiking, fraude en witwaspraktijken door of via bfi's. Er is indirect toezicht op dit vlak via trustkantoren, die gehouden zijn toe te zien op bepaalde risico's, en via de integriteitwetgeving. Ongeveer 75 procent van de bfi's is klant van een trustkantoor en valt daarmee onder indirect toezicht van deze kantoren. Een indicatie voor het integriteitrisico kan gevonden worden in de stromen die bfi's ontvangen uit en betalen aan landen die weinig transparant zijn over de herkomst en bestemming van geldstromen. Deze bedragen zijn substantieel, en vinden plaats bij een beperkt aantal bfi's. Dit betekent niet dat er sprake is van illegale activiteiten, maar dat het niet altijd mogelijk is dit vast te stellen. Een ander risico betreft het reputatierisico voor Nederland door een mogelijke karakterisering als 'belastingparadijs'. Transparantie over fiscale motieven, waartoe een aanzet is gedaan in hoofdstuk 4, kan hierin een belangrijke rol spelen. In dit kader speelt ook het risico dat Nederland wordt aangesproken op grondslaguitholling bij ontwikkelingslanden. Een ruwe inschatting van het bedrag dat ontwikkelingslanden minder aan bronbelasting innen als gevolg van belastingverdragen met Nederland bedraagt in 2011 ongeveer € 145 miljoen. Hier passen diverse nuances, zoals dat ontwikkelingslanden ook baat kunnen hebben bij verdragen, waardoor het vooral als een orde van grootte moet worden opgevat. Ten slotte is ingegaan op systeemrisico, het risico dat financiële problemen bij bfi's overslaan naar het financiële systeem en de reële economie. Bij niet-financiële bfi's is dit risico verwaarloosbaar. Bij dochters van financiële instellingen, zogenaamde financiële bfi's, spelen wel risico's, waar verder op in wordt gegaan in deel C van dit onderzoek over schadumbankieren.

Via Nederlandse bfi's stromen grote bedragen van buitenlandse bedrijven naar andere buitenlandse bedrijven. Over het algemeen spelen fiscale redenen hierbij een rol, maar ook andere elementen van het Nederlandse vestigingsklimaat kunnen een factor zijn.

Internationaal woedt er, politiek en maatschappelijk, een discussie over belastingontwijking. In deze discussie spelen belastingstructuren via bfi's, die bedoeld zouden zijn om belasting te ontwijken, een rol.²⁴⁸ Hoewel dit binnen de grenzen van de wet valt, gaan er steeds meer stemmen op om deze mogelijkheid aan te pakken, zo mogelijk in internationaal verband. Waar belastingontwijking in de categorie 'grijstint' valt, kunnen bfi's ook worden gebruikt voor, of een rol spelen in illegale activiteiten. De mogelijkheid van illegale activiteiten door of via bfi's leidt tot integriteitrisico's. Maar ook aan belastingontwijking zijn, los van de morele discussie, risico's verbonden voor Nederland.

De omvang van de financiële bedragen die door bfi's stromen, en de financieringsactiviteiten die daarmee gepaard gaan, leidt daarnaast tot financieel-economische risico's. Financiële problemen bij bfi's of bij groepsmaatschappijen van bfi's hebben (via de bfi's) mogelijk impact op het financieel systeem en de bredere economie, er is dan sprake van systeemrisico.

Dit hoofdstuk bespreekt de risico's voor Nederland die gepaard gaan met de vestiging van bfi's.

²⁴⁸ In hoofdstuk 4 is toegelicht dat belastingontwijking niet vast te stellen is, omdat een eenduidige definitie ontbreekt. Het is aan de politiek wat daadwerkelijk onder belastingontwijking wordt verstaan.

6.1 Integriteitrisico's

Bfi's zijn schakelpunten in ketens van vaak meerdere bedrijven, waarbij financiële stromen ook via niet-bfi's kunnen verlopen. Het is niet altijd duidelijk in de keten wat de herkomst en bestemming van de middelen is.²⁴⁹ Van deze intransparantie kan misbruik gemaakt worden, om illegale activiteiten te ontplooiën. Gedacht kan worden aan belastingontduiking, fraude en witwaspraktijken.

Los van de onwettigheid, kunnen deze activiteiten tot financiële schade leiden. Belastingontduiking leidt bijvoorbeeld tot een direct verlies aan belastinginkomsten voor de betrokken landen. Daarnaast kunnen incidenten op dit vlak resulteren in reputatieschade voor de bfi-sector, de multinationals die eigenaar zijn van de bfi's, de trustkantoren als belangrijkste dienstverleners van bfi's en gerelateerde bedrijven zoals banken. Meer in brede zin kan het de reputatie van Nederland als vestigingsland of zijn positie in internationale (politieke) overlegorganen schade berokkenen.

DNB (2007) spreekt in dit verband over integriteitrisico's. Hoewel het belang van deze risico's door de wetgever en de financiële toezichthouders wordt onderkend, is er in Nederland geen direct toezicht op de financiële positie of de integriteitrisico's van bfi's. Wel is er sprake van indirect toezicht via trustkantoren en de integriteitwetgeving.

Ongeveer driekwart van de bfi's wordt beheerd door trustkantoren. Deze worden gezien als "poortwachter tot de financiële sector in Nederland, onder meer ten opzichte van bfi's" (DNB, 2007, p. 68). Trustkantoren zijn vergunningsplichtig en staan onder toezicht van DNB op grond van de Wet toezicht trustkantoren (Wtt). Toetsen op de betrouwbaarheid van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders alsmede op de administratieve organisatie om het materialiseren van integriteitrisico's te voorkomen zijn onderdeel van de vergunningverlening. De trustkantoren worden verantwoordelijk gehouden voor het zo mogelijk inperken van integriteitrisico's, en het toezicht van DNB is gericht op deze verantwoordelijkheid.

Verder dienen banken, trustkantoren en zakelijke dienstverleners zich te houden aan de integriteitwetgeving, waaronder de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft), Wet melding ongebruikelijke transacties, de Wet identificatie bij dienstverlening en de Sanctiewet 1977.²⁵⁰ Deze houden onder meer in dat ongebruikelijke transacties gemeld moeten worden en er geen zaken mogen worden gedaan met relaties die voorkomen op de Europese lijst van personen, groepen en entiteiten die aan sancties onderworpen zijn. Ook dienen banken op grond van de Wet financieel toezicht een 'ken-uw-client-beleid' te voeren.

De integriteitwetgeving in Nederland bevordert de beheersing van integriteitrisico's ten aanzien van bfi's. Desalniettemin kunnen "incidenten op integriteitgebied [...] nooit volledig [worden] uitgesloten" (DNB, 2007, p. 68). In 2012 heeft DNB onderzoek gedaan naar 11 trustkantoren

²⁴⁹ Niet duidelijk voor bijvoorbeeld toezichthouders of instanties die zich met het voorkomen van illegale activiteiten bezighouden.

²⁵⁰ Voorheen waren de Wet melding ongebruikelijke transacties en de Wet identificatie bij dienstverlening relevant. Deze zijn opgegaan in de Wwft. Zie <http://www.toezicht.dnb.nl/4/6/50-204680.jsp>.

waar een aanzienlijk integriteitsrisico werd vermoed. Bij één kantoor is een formele maatregel genomen om het kantoor te bewegen maatregelen te nemen.²⁵¹ De exacte ernst van de risico's, voor zover geconstateerd, is niet openbaar, noch in hoeverre overtredingen en risico's direct relateren aan bfi's.

Hoewel dus indirect in het zicht van de toezichthouder, is het niet eenvoudig om de exacte omvang van integriteitsrisico's van Nederlandse bfi's vast te stellen. Dit is niet verwonderlijk, aangezien het per definitie de doelstelling is van partijen die dergelijke activiteiten ontplooiën om deze zoveel als mogelijk buiten het zicht te houden. In internationale studies is wel getracht belastingontduiking en –ontwijking te kwantificeren, maar eenduidige conclusies ontbreken vooralsnog (zie hoofdstuk 4.1).

Er zijn twee invalshoeken om de risico's ten aanzien van Nederlandse bfi's nader te duiden. Ten eerste kan gekeken worden naar het aantal bfi's dat daadwerkelijk onder indirect toezicht staat. Aangezien dit toezicht verloopt via de trustkantoren in hun rol als poortwachter, betreft dit de bfi's die klant zijn bij een trustkantoor. In 2008 betrof dit bijna driekwart van het aantal bfi's, in 2010 is het aandeel licht gestegen naar 78 procent.²⁵²

Het zijn volgens DNB echter vooral kleinere partijen die zich voor relevante dienstverlening tot trustkantoren richten. Dit betekent dat, in termen van financiële stromen, een groter deel dan 25 procent niet onder indirect toezicht valt.²⁵³ Anderzijds: juist grote partijen staan veelal onder grotere publieke aandacht, en lopen een groter reputatierisico. Daarnaast maken grotere partijen over het algemeen geen gebruik van de diensten van trustkantoren, omdat ze zelf de benodigde mensen en/of expertise in huis hebben. Hiertoe behoren bijvoorbeeld ook banken, die onder het banktoezicht vallen.

Op basis van de aantallen bfi's die niet onder (indirect) toezicht vallen, kunnen geen harde conclusies over de omvang van integriteitsrisico's worden getrokken. Het geeft wel een indicatie bij het deel van de financiële stromen dat onder de radar van de toezichthouders blijft.

Een tweede invalshoek betreft een beoordeling van de landen waar de bfi-geldstromen vandaan komen, en waar ze naartoe gaan. Hoe groter de intransparantie over de herkomst en bestemmingen van geldstromen in de bfi-ketens, hoe groter het integriteitsrisico. DNB verzamelt data over de herkomst en bestemming van deze geldstromen, wat een eerste voorwaarde is voor transparantie en gedegen toezicht.²⁵⁴ Maar dit is niet in alle landen zo. Geldstromen van Nederlandse bfi's van of naar landen die transparantie aangaande geldstromen en de bijbehorende eigenaren belemmeren, kunnen als 'potentieel risicovol' worden bestempeld.²⁵⁵

²⁵¹ Nieuwsbericht op www.dnb.nl, 15-2-2013, *Red flags, de grote risico's, onderzocht en aangepakt*.

²⁵² DNB (2008) respectievelijk interne cijfers DNB op basis van populatiegegevens 2010.

²⁵³ Grote partijen staan veelal onder grotere publieke aandacht, en lopen een groter reputatierisico. Daarnaast maken deze partijen over het algemeen geen gebruik van de diensten van trustkantoren omdat zij zelf de benodigde mensen en/of expertise in huis hebben. Hiertoe behoren bijvoorbeeld ook banken, die onder banktoezicht vallen.

²⁵⁴ DNB verzamelt deze gegevens uit hoofde van haar statistische verantwoordelijkheid.

²⁵⁵ Ter illustratie: trustkantoren behoren zicht te hebben op de uiteindelijke belanghebbende van hun klanten (de zogenoemde *ultimate beneficiary owners*, UBO's), om de herkomst en bestemming van geldstromen en relevante integriteitsrisico's vast te kunnen stellen. Dit wordt bemoeilijkt als klanten worden aangebracht via landen met een geheimhoudingsplicht.

Als onderdeel van een project met betrekking tot *harmful tax practices* stelt de OECD lijsten op van landen wiens fiscaal beleid, in verschillende gradaties, schadelijke elementen bevat.²⁵⁶ Deze landen worden veelal aangeduid als *tax havens*.²⁵⁷ De OECD heeft in de beoordelingen van landen de nadruk de afgelopen jaren steeds meer op transparantie in het kader van belastingstandaarden gelegd. Daarbij houdt de OECD tevens rekening met aankondigingen van het doorvoeren van standaarden en de gradaties van invoering. In de update van 2012 categoriseert de OECD alle landen als *‘jurisdictions that have substantially implemented the internationally agreed tax standard’*. Hoewel er wel degelijk landen zijn die transparantie belemmeren, biedt de OECD-lijst hiervoor geen concrete aanknopingspunten.²⁵⁸ Dit kan deels komen doordat wordt gekeken naar gradaties van invoering (*substantially implemented*) en doordat de nadruk ligt op puur belastinggerelateerde transparantie.

Beter bruikbaar is de *‘secrecy score’* die Tax Justice Network in 2011 heeft opgesteld.²⁵⁹ Hierin wordt op basis van diverse bronnen aangaande wet- en regelgeving voor 73 jurisdicties een score opgesteld.²⁶⁰ Jurisdicties met een hoge score zijn *“more opaque in the operations they host, less engaged in information sharing with other national authorities and less compliant with international norms relating to combating money-laundering”* (TJN, 2011, p. 2). Deze definitie sluit aan bij intransparantie in het kader van integriteitrisico's. De methodiek geeft geen direct inzicht in wat een 'te hoge' score zou zijn. In dit rapport wordt de aanbeveling van Tax Justice Network gevolgd, om voor onderzoeksdoeleinden uit te gaan van landen met een score hoger dan 66.²⁶¹

Tabel 38 geeft aan in hoeverre bfi's dividend, rente en royalty ontvangen uit en betalen aan groepsmaatschappijen in landen met een hoge *secrecy score*.²⁶² Zowel in bedragen als percentages van de totale in- en uitgaande stromen is de relatie met landen met een hoge *secrecy score* substantieel. In aantallen bfi's gaat het vermoedelijk om ongeveer 10 procent van het totaal aantal van grootste bfi's waarop de gegevens zijn gebaseerd.

²⁵⁶ Zie bijvoorbeeld OECD (2000), OECD (2008), OECD (2012a) en Jackson (2010).

²⁵⁷ Zie Bijlage B voor een toelichting op (nuances bij) het gebruik van de term *‘tax haven’*.

²⁵⁸ Een land dat hier openlijk voor uitkomt is Oostenrijk. Dit land heeft publiekelijk aangegeven te willen vasthouden aan zijn bankgeheim.

²⁵⁹ De *secrecy score* is onderdeel van de *financial secrecy index*. In deze index wordt rekening gehouden met de grootte van een land. Het werk uit 2011 borduurt voort op eerder werk uit 2009. Zie www.financialsecrecyindex.com.

²⁶⁰ De score wordt gebaseerd op basis van 15 hoofdindicatoren, zoals bankgeheim, vastlegging van de uiteindelijk belanghebbende en publicatie van eigendomsdetails. Voor een verdere toelichting op samenstelling van de score en de index, alsmede voor de keuze van de landen die worden beoordeeld, zie TJN (2011).

²⁶¹ De opstellers van de score geven een aantal mogelijkheden voor het vaststellen van een kritische grens. Deze grens, hoewel deels arbitrair, wordt aangemerkt als een goede grens voor onderzoeksdoeleinden.

²⁶² Idealiter zou tevens gekeken worden naar de uiteindelijke belanghebbende (UBO's) van de geldstromen van bfi's. Deze gegevens waren echter nog niet beschikbaar tijdens de uitvoering van dit onderzoek.

Tabel 38 Bruto stromen van en naar landen op de Secrecylijst (o.b.v. grootste bfi's, bedragen × €1 mln.)

	2010			2011		
	€	% totale stroom	aantal bfi's	€	% totale stroom	aantal bfi's
<i>Inkomend vanuit landen Secrecylijst</i>						
Royalty's	NB	NB	16	NB	NB	16
Dividend	22.822	24,0%	113	23.810	20,5%	115
Rente intragroep	1.312	6,3%	177	2.139	9,1%	177
Rente extern	833	14,8%	175	856	15,2%	186
<i>Uitgaand naar landen Secrecylijst</i>						
Royalty's	NB	NB	12	NB	NB	12
Dividend	15.630	23,6%	44	10.320	19,2%	50
Rente intragroep	3.081	31,5%	211	3.042	28,3%	202
Rente extern	7.410	39,1%	184	8.094	40,6%	193

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; getallen betreffen bruto stromen.

Deze cijfers moeten met grote voorzichtigheid worden geïnterpreteerd. Ze geven een indicatie voor het mogelijke bestaan van integriteitrisico's: een gebrek aan transparantie.²⁶³ Het is niet gezegd dat de betreffende bfi's en transacties illegaal zijn, maar dat illegaliteit bij stromen naar en van deze landen moeilijk is vast te stellen. Net zo min als de analogie 'waar rook is, is vuur' opgaat, geldt ook het omgekeerde. Bfi's en stromen die *niet* in de tabel zijn opgenomen, kunnen net zo goed onderhevig zijn aan integriteitrisico's. Wel mag aangenomen worden dat de kans op incidenten kleiner wordt naarmate landen meer transparantie betrachten, omdat het dan moeilijker is om illegale transacties buiten beeld te houden.

6.2 Reputatie als 'belastingparadijs'

Naar aanleiding van een nieuwe fiscale strategie binnen de EU werd het belastingbeleid van landen in 1999 door de Primarolo Werkgroep afgezet tegen een *code of conduct*.²⁶⁴ De Primarolo Werkgroep identificeerde 271 potentieel schadelijke maatregelen in de lidstaten, waarvan er 66 daadwerkelijk schadelijk werden geacht. Nederland kwam met tien schadelijke maatregelen als slechtste EU-land naar voren. Ook de OECD bestempelde diverse Nederlandse regelingen aan het begin van dit millennium als "potentially harmful".²⁶⁵

Na 1999 zijn in reactie op de bevindingen van de Primarolo Werkgroep aanpassingen gedaan aan het Nederlandse fiscale beleid. Zo werden de bestaande rulingpraktijken aangepast, wat onder

²⁶³ Daarbij zij nogmaals vermeld dat de grenswaarde om te bepalen welke landen een 'te hoge' *secrecy score* hebben, deels arbitrair is vastgesteld.

²⁶⁴ In 1997 werd een nieuwe fiscale strategie door de Europese Commissie bekendgemaakt, het zogeheten 'pakket-Monti'. Hierin werd ook een gedragscode voor de heffing van belastingen op ondernemingen geschetst. Op de naleving van deze code zou worden toegezien door de zogenaamde 'Primarolo-groep'. Deze Gedragscodegroep moest gevallen van onbillijke vennootschapsbelasting onderzoeken. De groep stelde in 1999 zijn verslag voor, waarin 66 belastingpraktijken werden geïdentificeerd die binnen vijf jaar dienden te worden afgeschaft. Zie de sectie 'Feiten over de Europese Unie' op <http://www.europarl.europa.eu> (geraadpleegd op 1-5-2013) en Primarolo Group (2000).

²⁶⁵ OECD (2000).

andere leidden tot het instellen van de Advance Pricing Agreements en de Advance Tax Rulings. Daarmee werd beoogd beter aan te sluiten bij de OECD-verrekenprijrichtlijnen, en de transparantie te vergroten. In 2002 werd tevens de deelnemingsvrijstelling beperkt.²⁶⁶ Met deze aanpassingen van de fiscale faciliteiten leek Nederland zich in de internationale politieke arena aan het stempel van belastingparadijs te hebben onttrokken.

Aan het maatschappelijke debat was daarmee nog geen einde gekomen. Belangenorganisaties zoals Tax Justice Network en Somo blijven hameren op mogelijk schadelijke elementen in het Nederlandse belastingstelsel, en nadelige gevolgen voor ontwikkelingslanden.²⁶⁷

Ondertussen luidde de discussie over belastingontwijking in het internationale beleidsveld enigszins. De Primarolo werkgroep ging over op richtsnoeren en stapte af van de werkwijze waarbij schadelijke maatregelen centraal staan.²⁶⁸ Parallel is de OECD zich sinds 2000 meer gaan richten op transparantie en uitwisseling van informatie.²⁶⁹

Recent is een kentering merkbaar. Op het internationale politieke toneel is meer aandacht voor internationale belastingplanning en mogelijke belastingontwijking. Eind vorig jaar kondigden Engeland en Duitsland tijdens de G20 aan belastingontwijking te willen aanpakken. Begin dit jaar kwam de OECD met een rapport over het onderwerp, inclusief aanbevelingen om *base erosion and profit shifting* aan te pakken.²⁷⁰ Nog dit jaar volgt een concreet actieplan.

In het verlengde hiervan is er toenemende aandacht in internationaal politiek verband voor fiscale faciliteiten in Nederland die ogenschijnlijk leiden tot misgelopen belastingopbrengsten voor andere landen. In tijden van crisis wordt gewezen op constructies die grote multinationals in staat stellen hun belastingdruk te verlagen, via Nederlandse bfi's, zoals bleek tijdens de openbare verhoren in de UK van Starbucks en Google.²⁷¹

In een rapport van de *US Congressional Research Service* over *tax havens* presenteert Gravelle (2013) een lijst met landen die voorkomen op meerdere andere *tax haven* lijsten. Nederland staat niet op deze lijst. De auteur gaat ook in op landen en gebieden die weliswaar niet op de lijst staan, maar wel *tax haven* karakteristieken hebben. Nederland wordt er in dit kader uitgelicht. De auteur stelt dat “[a] country not on the list...but which is often considered a tax haven, especially for corporations, is the Netherlands” en dat Nederland “is widely considered a tax conduit for U.S. multinationals because of their holding company rules” (Gravelle, 2013, p. 6 resp. p. 14).

Los van de fiscale en morele discussie over *tax havens* en belastingontwijking, speelt hier een reputatierisico voor Nederland. Hoe vaker Nederland in de context van belastingontwijking en *tax havens* wordt genoemd, hoe meer het gedoemd zal zijn in het beklagdenbankje plaats te nemen. Hiermee neemt de invloed van Nederland op de internationale fiscale koers (mogelijk) af, en kan het in een breder perspectief hinder ondervinden bij onderhandelingen over internationale

²⁶⁶ Vermeend et al. (2002).

²⁶⁷ Zie bijvoorbeeld Somo (2006) en Somo (2008).

²⁶⁸ Wel zijn afspraken gemaakt met alle EU-landen om de geïdentificeerde schadelijke maatregelen uit te faseren.

²⁶⁹ Nederland voldoet aan de eisen die OECD hieraan stelt (OECD, 2011). Op de vlakken waar OECD in dit verband naar kijkt, bevindt overigens geen enkel land zich nog op het beklagdenbankje.

²⁷⁰ OECD (2013).

²⁷¹ House of Commons, Committee of Public Accounts (2012).

politieke kwesties. Dit moet vervolgens wel in het geheel worden gezien van de internationale politieke belangen, maar ook van de belangen die individuele landen hebben bij hun opstelling in de discussie en het oordeel over andere landen.

Het is onmogelijk in te schatten in hoeverre Nederland precies hinder ondervindt, of zal ondervinden, van een mogelijke reputatie als belastingparadijs. Maar het is een niet te verwaarlozen risico. Juist als handelsland is Nederland gebaat bij een internationaal gecoördineerde aanpak van de fiscale problematiek.

Ten slotte is het deels de complexiteit en intransparantie van de bfi-sector, en onderliggend de fiscale motieven en structuren, die het risico van verdachtmaking mogelijk maken. Uit dit onderzoek blijkt dat er meer redenen zijn voor de vestiging van bfi's dan fiscale motieven en dat die fiscale motieven niet op voorhand met belastingontwijking in verband moeten worden gebracht. Hoewel het moeilijk is definitieve conclusies te trekken, omdat belastingontwijking niet eenduidig is gedefinieerd, impliceert de analyse in hoofdstuk 4 dat een aanzienlijk deel van de stromen van bfi's niet 'tegen de geest van de wet' ingaat. Bijvoorbeeld omdat het motief is om dubbele belastingheffing te voorkomen. Uiteindelijk is het een politiek oordeel in hoeverre hier wel of geen sprake is van belastingontwijking. In het kader van de reputatie van Nederland als 'belastingparadijs' is het van belang hier transparant over te zijn. Ook bedrijven zouden hierin een rol kunnen spelen, door bijvoorbeeld transparanter te zijn over stromen van en naar *low tax jurisdictions*.²⁷²

6.3 Grondslaguitholling en ontwikkelingslanden

In belastingverdragen worden tarieven afgesproken voor bronbelasting op dividend, rente en royalty. Over het algemeen is het de intentie van Nederland de bronbelasting in verdragen te beperken, alhoewel bij ontwikkelingslanden rekening wordt gehouden met specifieke omstandigheden.²⁷³ Er worden zowel bronbelastingtarieven afgesproken voor dividend, rente en royalty van het verdragsland naar Nederland als andersom. Over het algemeen liggen de afgesproken tarieven onder de in de nationale wetgeving opgenomen tarieven. Omdat Nederland geen bronbelasting op rente en royalty heft, worden hiervoor geen afwijkende tarieven ten opzichte van de nationale tarieven afgesproken.

De gedachte achter het afspreken van lagere bronbelastingtarieven is dat bronbelasting mogelijk leidt tot dubbele belastingheffing.²⁷⁴ Voor dividendbelasting vindt de dubbele heffing plaats in één land: eerst wordt winstbelasting over de winst geheven en vervolgens bronbelasting op het uit te keren dividend.²⁷⁵ Over het algemeen wordt het ontvangen dividend in het ontvangende

²⁷² *Low tax jurisdictions* spelen een essentiële rol in de analyse in hoofdstuk 4. Zoals daar toegelicht is daarbij voor dividendstromen ook de aard van de activiteiten waaruit dividend wordt ontvangen relevant.

²⁷³ Staatssecretaris Weekers verwoordde dit recent als volgt: “[h]oewel Nederland als uitgangspunt hanteert dat bronheffingen verstrend werken en dus ongewenst zijn, is Nederland bereid bij het sluiten van verdragen met ontwikkelingslanden water bij de wijn te doen” (Weekers, 2012, p. 9).

²⁷⁴ Het afspreken van lagere tarieven in belastingverdragen kan in die zin ook worden gezien als een aantrekkelijk element in het vestigingsklimaat. Zie ook hoofdstuk 2.4.

²⁷⁵ Fiscaal gezien wordt dit niet noodzakelijkerwijs als dubbele belastingheffing gezien. Hier wordt ervan uitgegaan dat dit valt onder economische dubbele belastingheffing, zie Box 12 in hoofdstuk 4.

land vrijgesteld van winstbelasting, zodat niet nogmaals belasting over dezelfde winst wordt betaald.

Bij rente en royalty vindt de dubbele heffing niet in één land plaats. Rente en royalty zijn veelal aftrekbaar van de belastbare winst, en dus niet belast binnen de winstbelasting van het uitkerende land. Wel kan het uitkerende land bronbelasting heffen over de uit te betalen rente en/of royalty. Daarna wordt de rente en/of royalty veelal deels of geheel belast als onderdeel van de belastbare winst in het ontvangende land.

Het daadwerkelijke effect van de lagere bronbelastingtarieven in de belastingverdragen is afhankelijk van de aard van de financiële stroom. Bij dividend wordt de grondslag van het uitkerende land niet aangetast: er wordt over het algemeen belasting geheven als onderdeel van de winstbelasting. Bij rente en royalty is dit wel het geval. Dat wil zeggen: rente en/of royalty wordt niet in het uitkerende land belast als onderdeel van de winstbelasting en als gevolg van het belastingverdrag wordt ook geen of een lagere bronbelasting geheven.

De vraag of deze systematiek juist is, hangt sterk af van de discussie over waar inkomen neerslaat en waar dit zou moeten worden belast. Dit is een complexe, fiscale discussie, met economische en politieke dimensies, die alleen effectief internationaal kan worden gevoerd en beslecht. In economische zin is het sluiten van verdragen om dubbele belastingheffing te voorkomen op zich zinvol. In hoofdstuk 4 is reeds ingegaan op de nadelige gevolgen in de vorm van belastingontduiking en/of ontwijking, die mogelijk mede worden gefaciliteerd door belastingverdragen.

Een parallelle politieke discussie is of het rechtvaardig is dat sommige landen minder belasting kunnen heffen als gevolg van belastingverdragen. In het bijzonder wordt gewezen op ontwikkelingslanden.

In een overzichtstudie naar misgelopen belastinginkomsten in ontwikkelingslanden, concluderen Fuest et al. (2009, p.1) “[i]here are a number of reasons for the failure of many governments in developing countries to provide sufficient public services. A lack of tax revenue is one of them”. De paradox is dat rijkere landen enerzijds grote bedragen ontwikkelingshulp verschaffen en pogen armoede, gezondheids- en leefomstandigheden te verbeteren, terwijl zij de mogelijkheid voor ontwikkelingslanden om zelf belasting te innen deels beperken via belastingverdragen.²⁷⁶ Daar komt bij dat het relatief complex is om winstbelasting te heffen, terwijl bronbelasting heffen relatief eenvoudig is. Omdat in ontwikkelingslanden de noodzakelijke mankracht of expertise nog wel eens ontbreekt voor het heffen van winstbelasting, is bronbelasting vaak de primaire bron voor belastingopbrengsten.

²⁷⁶ Een soortgelijke discussie speelt momenteel met betrekking tot landen die financiële noodhulp krijgen naar aanleiding van de financiële en eurocrisis.

Box 18 Nog geen eenduidig empirisch bewijs van misgelopen belasting door ontwikkelingslanden

Hoewel het een belangrijk thema in de maatschappelijke discussie is, is er relatief weinig harde informatie over belastingopbrengsten die ontwikkelingslanden (zouden) mislopen als gevolg van internationale *tax planning* en belastingontwijking en -ontduiking. OECD (2013) verwijst in dit kader naar twee studies van Fuest et al. waar de internationale literatuur over dit onderwerp wordt weergegeven.

In een overzichtsstudie uit 2009 stellen Fuest et al., vast dat ontwikkelingslanden substantieel lagere belastingopbrengsten realiseren ten opzichte van het bruto binnenlandse product dan OECD-landen. Dit komt deels doordat deze landen maar moeilijk in staat zijn de benodigde belastingen te innen. Empirisch bewijs van de stelling dat dit belastinggat in belangrijke mate wordt veroorzaakt door belastingontwijking en- ontduiking is echter beperkt. De schrijvers concluderen:

“As an overall assessment of the literature on tax gap estimates for the developing world, we conclude that the available knowledge on tax revenue losses in developing countries caused by tax evasion and tax avoidance is very limited. This is partly due to the lack of data and partly due to methodological shortcomings of existing studies” (Fuest et al., 2009, p.VI).

De schrijvers komen tot gelijksoortige conclusies in Fuest et al. (2010).

Dit betekent niet dat er geen relatie is tussen de relatief lage belastingopbrengsten in ontwikkelingslanden en belastingontwijking, maar dat dit empirisch niet (eenduidig) is vastgesteld. Meer werk is nodig op dit vlak.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op OECD (2013), Fuest et al. (2009), Fuest et al. (2010).

Hoewel van groot belang als onderdeel van het maatschappelijke debat, valt een dergelijke politieke discussie buiten de scope van dit onderzoek. Wel is het mogelijk de discussie te voeden met cijfermateriaal.

Een eerste stap is te kijken naar de mate waarin bfi's transacties uitvoeren met ontwikkelingslanden. In totaal hebben slechts enkele tientallen, tot maximaal 100, bfi's dividend-, rente- en/of royaltystromen op of van ontwikkelingslanden. Voor zover er stromen plaatsvinden, speelt dit dus bij een beperkt aantal bfi's. Dit leidt er ook toe dat de gerelateerde bedragen niet beschikbaar zijn.²⁷⁷ Alleen over door bfi's ontvangen dividend van en uitgaande intragroep rente aan ontwikkelingslanden zijn gegevens beschikbaar.²⁷⁸ Ontvangen dividend uit ontwikkelingslanden bedraagt bijna € 3,3 miljard in 2011, ongeveer 2,5 procent van het totaal aan ontvangen dividend. Uitgaande rente aan groepsbedrijven in ontwikkelingslanden bedroeg € 29 miljoen in 2011. Hoewel niet verwaarloosbaar, zijn de stromen op ontwikkelingslanden voor de variabelen waarover informatie beschikbaar is, dus relatief klein in het geheel van bfi-stromen.

Een tweede stap is te kijken naar ontwikkelingslanden die een verdrag met Nederland hebben gesloten. Door het afsluiten van het verdrag worden over het algemeen de brontarieven verlaagd. Dit betekent dat het ontwikkelingsland minder bronbelasting zal innen over aan bfi's betaalde

²⁷⁷ Als gevolg van de toets op dominantie met het oog op herleidbaarheid van gegevens, zie Bijlage I.

²⁷⁸ Op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

dividend-, rente-, en royaltybedragen.²⁷⁹ Hiervan kan een ruwe inschatting worden gemaakt door de gemiddelde nationale tarieven van ontwikkelingslanden waarmee Nederland een verdrag heeft, te vergelijken met de gemiddelde tarieven in de afgesloten verdragen, en de reductie in het gemiddelde belastingtarief te berekenen over de bruto bedragen aan dividend, rente en royalty die vanuit relevante ontwikkelingslanden worden betaald aan bfi's.²⁸⁰ Zoals hierboven gesteld, zijn alleen stroomgegevens over dividend beschikbaar. Tabel 39 illustreert de resultaten. Gemiddeld over 2010 en 2011 ontvingen ontwikkelingslanden minder belastingopbrengsten als gevolg van verdragen met Nederland in de orde van grootte van € 100 miljoen.

Tabel 39 Reductie in ontvangen bronbelasting op dividend aan bfi's als gevolg van verdragen met Nederland (o.b.v. grootste bfi's, bedragen × €1 mln.)

	Inkomende dividendstroom ontwikkelingslanden met verdrag	Inschatting belastingreductie Gemiddelde tariefreductie a.g.v. verdrag ad 5,1%
2010	1.364	70
2011	2.850	145

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; voor de berekening is een gemiddelde bepaald voor de tarieven die nationaal gelden (zonder verdrag) en de tarieven die zijn opgenomen in de verdragen die Nederland met ontwikkelingslanden heeft, waarna het verschil in tarief is vermenigvuldigd met de bruto stroom; voor de definitie van ontwikkelingslanden is uitgegaan van de DAC-lijst van de OECD, waarbij de volgende groepen landen als ontwikkelingsland zijn aangemerkt: 'least developed countries', 'other low income countries' en 'lower middle-income countries' (OECD, 2012a).²⁸¹ De laatstgenoemde categorie wordt niet altijd tot de ontwikkelingslanden gerekend, maar is hier bewust meegenomen om een bovengrens te bepalen.

De bedragen in de tabel geven een ruwe indicatie van de reductie in belastingopbrengsten die niet zonder verdere nuancering geïnterpreteerd mag worden. Als gevolg van de verdragen geldt over het algemeen ook een lager brontarief over dividend van Nederlandse bfi's naar de ontwikkelingslanden. Waar in Nederland in beginsel een dividendbelastingtarief van 15 procent geldt, zal als gevolg van het verdrag nu een lager bedrag in Nederland achterblijven. Dit betekent tegelijkertijd dat het bedrag dat naar de ontwikkelingslanden kan gaan, hoger is. De reductie in dividendbelastingopbrengsten zou voor dit effect moeten worden gecorrigeerd.²⁸²

Meer in den brede resulteren de lagere verdragstarieven in lagere belastingafdrachten in de ontwikkelingslanden, waarvan de bedrijven die daar gevestigd zijn kunnen profiteren. Net zoals het Nederlandse fiscale klimaat bedrijven aantrekt, geldt dat ook voor ontwikkelingslanden. Het is de vraag hoe groot de rol is die fiscale overwegingen spelen in de keuze voor vestiging in ontwikkelingslanden, en of internationale concerns hun bedrijven zouden verplaatsen naar andere gebieden als de verdragen zouden worden opgezegd. Dit zal sterk afhangen van het type bedrijf.

²⁷⁹ Uiteraard geldt dit ook voor bedragen die ontwikkelingslanden betalen aan andere bedrijven in Nederland. Hier staat echter de reductie in belastinginkomsten door betalingen aan bfi's centraal.

²⁸⁰ Hierbij is een gemiddelde berekend van het gemiddelde minimum en maximum nationaal tarief en van het minimum en maximum van het verdragstarief. Vervolgens is het gemiddelde genomen van de minima en maxima. Het verschil hiertussen is genomen als gemiddelde reductie van het brontarief als gevolg van de afgesloten verdragen. Het vaststellen van de werkelijke gemiddelde (effectieve) tarieven per land ligt buiten de scope van dit onderzoek. De berekening geeft daarmee een zeer ruwe inschatting, die slechts gebruikt kan worden om de orde van grootte aan te geven.

²⁸¹ Het onderscheid tussen de groepen wordt bepaald op basis van Gross National Income per capita per jaar. Bij de landen in de 'middle-income' groep ligt dit tussen \$ 1006-3975 (cijfers 2010). Deze groep bevat landen zoals Bolivia, Indonesië en Irak.

²⁸² Het is aannemelijk dat niet dit hele bedrag als extra dividend naar ontwikkelingslanden gaat, omdat er ook kan worden gestuurd op een netto dividendumkering. Een deel van het genoemde bedrag zal dan mogelijk in Nederland achterblijven als extra ingehouden winst.

Handelsvestigingen zijn makkelijk te verplaatsen, productiebedrijven al lastiger en grondstoffendelvende vestigingen in het geheel niet.

Overigens is het ook mogelijk dat de nationale overheden in ontwikkelingslanden aantrekkelijke fiscale regelingen bieden om bedrijven aan te trekken. Indien dit betrekking heeft op bronbelasting, heeft dit mogelijk impact op de directe impact die verdragen hebben bij de afname van belastingopbrengsten.²⁸³

Ten slotte moet een conceptueel onderscheid worden gemaakt tussen enerzijds dividend en anderzijds rente en royalty. Zoals hierboven reeds vastgesteld, is de reductie in dividendbelasting niet zozeer te kwalificeren als het resultaat van ‘grondslaguitholling’, omdat er normaliter wel winstbelasting wordt geheven in het ontwikkelingsland. De grondslag wordt in dit geval dus wel degelijk belast.²⁸⁴ Voor de reductie in rente- en royaltybelasting is er uit oogpunt van het ontwikkelingsland wel sprake van grondslaguitholling.

6.4 Systeemrisico

Systeemrisico gaat over de mogelijkheid dat financiële problemen bij een individuele partij gevolgen hebben voor de bredere economie.²⁸⁵ De term wordt over het algemeen gebruikt in relatie tot banken en het financieel systeem. De verwevenheid van financiële partijen, en de aard van hun activiteiten, kan leiden tot systeemrisico, zoals onder andere is gebleken tijdens de recente financiële crisis.²⁸⁶

De zorgen over systeemrisico zijn een belangrijke motor achter de aandacht voor schaduwbankieren, de tweede pijler waar dit onderzoek zich op richt. Zoals in dat deel van het onderzoek naar voren komt, speelt systeemrisico in beginsel vooral als krediet wordt aangetrokken van en verstrekt aan derden of als het eerste wordt gecombineerd met investeringen in kredietgerelateerde producten. Na een periode eind jaren '90 waarin dergelijke bancaire getinte financieringsactiviteiten door bfi's fors toenamen, is dit via additionele criteria aan bfi's voor het grootste deel aan banden gelegd (zie Box 19). Voor bfi's die onderdeel zijn van een financiële groep blijft het wel mogelijk om dergelijke quasi-bancaire activiteiten te ontplooien.

²⁸³ In de interviews werd Zambia als voorbeeld genoemd. Daar geldt lokaal een vrijstelling van de bronbelasting als in suikerrietplantages wordt geïnvesteerd. Verdragen hebben in dat geval geen impact meer op de opbrengsten aan bronbelasting.

²⁸⁴ Dit laat onverlet dat de opbrengsten afnemen. Of dit ‘terecht’ is, is onderdeel van de eerdergenoemde politieke discussie over belastinggrondslagen.

²⁸⁵ Anabtawi et al. (2011) definiëren systeemrisico als “the risk that a localized adverse shock, such as the collapse of a firm or market, will have repercussions that negatively impact the broader economy”. Zie bijvoorbeeld Schwarcz (2008) en Eijffinger (2010) voor een overzicht van definities van systeemrisico en Anabtawi and Schwarcz (2011) voor een uitgebreid analytisch kader.

²⁸⁶ In lijn met de nadruk op het financieel systeem, definiëren Adrian et al. (2010) systeemrisico als “the risk that the stability of the financial system as a whole is threatened”.

Box 19 Quasi-bancaire activiteiten door bfi's van korte duur

DNB (2000) beschrijft de ontwikkeling waarin bfi's eind jaren '90 quasi-bancaire activiteiten gingen ondernemen, en hoe dit vervolgens is ingedamd door het opleggen van aanvullende criteria:

“Dit betekende dat sommige bfi's zich zowel bij het aantrekken als bij de uitzetting van gelden tot derden wendden. Deze combinatie van activiteiten deed het onderscheid tussen financieringsmaatschappij en kredietinstelling vervagen en bracht bfi's onder de reikwijdte van de Wet toezicht kredietwezen. De [Nederlandsche] Bank heeft daarop de criteria voor onder toezichtstelling zo bijgesteld dat financieringsmaatschappijen die zowel bij derden gelden aantrekken als uitzetten, buiten het bancaire toezicht zullen blijven indien zij zich bij hun activiteiten buiten het concern beperken tot zogenoemde professionele marktpartijen en de kredietuitzettingen buiten het eigen concern maximaal 5 procent van het eigen balanstotaal zijn. Het gelijktijdig aantrekken en uitzetten van gelden bij het publiek blijft derhalve voorbehouden aan onder toezicht staande banken. Door deze aanscherping van de voorschriften heeft de ontplooiing van activiteiten buiten concernverband slechts kort geduurd en is deze nadien ook beperkt gebleven” (DNB, 2000, p.25).

Bron: DNB (2000).

Voor de discussie over systeemrisico is het daarom vooral van belang te kijken naar bfi's die onderdeel zijn van een financiële groep.²⁸⁷ In lijn met deze conclusie maakt DNB (2012) in het kader van het onderzoek naar schaduwbankieren onderscheid tussen bfi's die verbonden zijn aan een financiële instelling (financiële bfi's) en bfi's die dit niet zijn (niet-financiële bfi's). Voor wat betreft schaduwbankieren richt DNB vervolgens de aandacht op financiële bfi's. Het zijn immers vooral deze bfi's die een rol (kunnen) spelen in het financiële intermediatieproces, en daardoor relevant zijn voor systeemrisico. Binnen de categorie financiële bfi's maakt DNB verder onderscheid naar bancaire bfi's, securitisatievehikels en 'overige' financiële bfi's. Tabel 40 geeft een overzicht van aantallen en balanstotalen van de indeling naar financiële en niet-financiële bfi's, en een verdere onderverdeling van de eerste groep.

Tabel 40 Financiële BFI's (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen × €1 miljard.)

	Aantal	Balanstotaal
Niet-financiële bfi's	1.154	2.281
Financiële bfi's		
Totaal	338	432
Bancair	66	277
SPV	190	83
Overig	82	73

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Deze tweedeling wordt in het vervolg van dit rapport aangehouden. Ten behoeve van het overzicht worden financiële bfi's in het onderdeel 'schaduwbankieren' in detail besproken. Ook wordt daar nader ingegaan op de uitsplitsing naar bancaire, SPV en overig. Hier wordt volstaan met de conclusies op hoofdlijnen.

²⁸⁷ Voor alle duidelijkheid zij vermeld dat financiële problemen bij of via bfi's vooral impact hebben op concerns en bedrijven in buitenlandse handen. Het gaat hier in beginsel dus om risico's voor het buitenland. Tegelijkertijd is het kenmerk van systeemrisico juist dat het grensoverschrijdend is. Daarnaast zijn er mogelijk ook overloopeffecten naar zustermaatschappijen van bfi's in Nederland.

Het is eerst nog de moeite waard om te beoordelen of niet-financiële bfi's inderdaad geen of amper externe kredieten verschaffen of investeren in kredietgerelateerde producten.²⁸⁸ Tabel 41 laat zien dat dit het geval is.

Tabel 41 Externe kredietverschaffing niet-financiële bfi's (o.b.v. grootste bfi's, 2011)

	%Balanstotaal
Uitstaand krediet buiten de groep	0,9%
Uitstaand rekening courant buiten de groep	0,7%
Investerings in kredietgerelateerde producten	1,0%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

De kredietverlening en investeringen in kredieten door *financiële bfi's* bedraagt 57 procent van het balanstotaal. Hiervan bestaat 49 procent uit kredietverlening. Gecombineerd met een hoge leverage (67 procent), waarvan een groot deel van buiten de groep komt, ondernemen financiële bfi's activiteiten die in lijn liggen met het bancaire bedrijf. Dit betreft weliswaar grotendeels intra-groep kredietverstrekking, maar er kan ook via bijvoorbeeld deelnemingen in groepsmaatschappijen indirect worden bijgedragen aan kredietintermediatie door de groep als geheel. Er vindt daarbij echter geen (negatieve) looptijdtransformatie plaats. Over de verweving met banken en andere financiële instellingen is te weinig bekend voor een eenduidig oordeel. Op basis van de beschikbare gegevens en de kenmerken van de sector, is het aannemelijk dat de verweving hoog is.

In de conclusies in het onderdeel over schaduwbankieren (deel C van dit onderzoek) wordt het risico van financiële bfi's onderverdeeld in de categorie 'midden'. Een toezichtsblik op deze groep lijkt dan ook zinvol. De financiële bfi's vallen onder verantwoordelijkheid van de toezichthouder in het moederland, de *home supervisor*. DNB heeft er geen zicht op of en zo ja, in hoeverre dit daadwerkelijk plaatsvindt. Als er toezicht plaatsvindt, is het aannemelijk dat dit gebeurt aan de hand van consolidatie van de bfi in de cijfers van de moeder en dat er dus *indirect* toezicht plaatsvindt.

²⁸⁸ In 2000 stelde DNB al dat er amper tot geen externe kredietverschaffing meer plaatsvond. In 2007 concludeert DNB daarnaast: "...[o]ok gebruiken de moedermaatschappijen bfi's niet of nauwelijks voor investeringen in financiële activa, zoals aandelen of obligaties, buiten de eigen groep" (DNB, 2007, p.67). Het vermoeden is dan ook dat deze bedragen ook nu niet groot zullen zijn.

Literatuur

Amadeus

Adrian, T. & Brunnermeier, M.K. (2011). CoVaR, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report 348, revised September 2011.

Amsterdam in Business (2013). jaarverslag 2012. 02-2013.

Anabtawi, I. & Schwarcz, S.L. (2011). Regulating Systemic Risk: Towards an Analytical Framework, *Notre Dame Law Review*, Vol. 86, No4.

Baaij, M.G., Bosch, F.A.J. van den, Volberda, H.W. & Mom, T.J.M. (2009). Wederzijds profijt: De strategische waarde van de Top 100 concernhoofdkantoren voor Nederland en van Nederland voor deze Top 100.

Bellingwout et al. (2012). Corporate taxation of headquarter services in Europe. Amsterdam and Mannheim.

Berkhout, E., & Salverda W., (2013). Development of the public-private wage differential in the Netherlands 1979 – 2009. SEO Discussion paper nr. 71.

ChristianAid (2008). Death and taxes: the true toll of tax dodging. 05-2008.

ChristianAid (2009). False profits: robbing the poor to keep the rich tax-free. 03-2009.

Deloitte (2013). Survey into substance, place of business and tax avoidance. 03-2013.

De Volkskrant (2013). Fiscale wirwar in vrijplaats Nederland, 23-01-2013.

DNB (2006). Risicobeheersing door geldtransactie- en trustkantoren, DNB Kwartaalbericht 03-2006.

DNB (2007). Bijzondere financiële instellingen: integriteitsrisico bij grote geldstromen.

DNB (2007). Bijzondere financiële instellingen - Integriteitsrisico bij grote geldstromen. DNB kwartaalbericht maart 2007, 65-68.

DNB (2008). Nederland nog steeds aantrekkelijk voor bfi's. DNB Statistisch Bulletin september 2008, 21-24.

DNB (2009b) Ontwikkelingen van Nederlandse BFI's in 2011. Statistisch Nieuwsbericht. 30-01-2013.

- DNB (2009). Stagnatie bij bancaire BFI's, groei van activiteiten bij overige BFI's, Statistisch Bulletin september 2009.
- DNB (2012). Betalingsbalans en sectorrekeningen, Profiel Bijzondere Financiële Instellingen, toelichting op maand- en jaarrapportages.
- Economist Intelligence Unit (2012). Best cities ranking and report.
- Eijffinger, S. (2010). Defining and measuring systemic risk, Note to the European Parlement, IP/A/ECON/FWC/2009-040/C4.
- Eurodad (2011). Exposing the lost billions. How financial transparency by multinationals on a country by country basis can aid development. 11-2011.
- Eynatten, W., (2008). European R&D and IP Tax Regimes: A Comparative Study. Intertax, Volume 36, Issue 11. Kluwer Law International 2008.
- Financial Stability Forum (2000). Report of the Working Group on Offshore Financial Centres. Basel: Financial Stability Forum.
- Finnerty, C., Merks P., Petriccione M., & Russo, R., (2007). International tax planning, IBFD Publications BV.
- Fuest, C., & Riedel, N., (2009). Tax evasion, tax avoidance and tax expenditures in developing countries: A review of the literature. Oxford University Centre for Business Taxation, 06-2009.
- Fuest, C., & Riedel, N., (2010). Evasion and tax avoidance in developing countries: The role of international profit shifting. Oxford University Centre for Business Taxation, 06-2010.
- Gemeente Amsterdam Economische Zaken (2011). Toerisme in Amsterdam en regio 2011-2012: Gasten en overnachtingen 2011 en hotels medio 2012. Project 12138.
- Global Financial Integrity (2012). Illicit Financial Flows From Developing Countries: 2001-2010. December 2012.
- Gravelle J.G. (2013). Tax Havens: International Tax Avoidance and Evasion. Congressional Research Service, 23-01-2013.
- Hong Q., & Smart, M., (2010). In praise of tax havens: International tax planning and foreign direct investment. European Economic Review 54 (2010) 82–95.
- House of Commons (2012). HM Revenue & Customs: Annual Report and Accounts 2011–12. Nineteenth Report of Session 2012–13, Committee of Public Accounts, 28-11-2013.

- IMF (2004). Definition of special purpose entities. Background paper (DITEG) # 9, Committee on Balance of Payments Statistics Direct Investment Technical Expert Group.
- IMF (2007). Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition, IMF Working Paper WP/07/87.
- Jackson, J.K., (2010). The OECD Initiative on Tax Havens. Congressional Research Service, 7-5700.
- KPMG (2012). De concurrentiekracht van BV Nederland. Oktober 2012.
- Li, J. en Guisinger, S.E. (1992). 'The globalization of service multinationals in the "Triad" regions: Japan, Western Europe and North America', *Journal of International Business Studies* 23(4): 675-696.
- Loree, D. en Guisinger, S.E. (1995). 'Policy and non-policy determinants of US equity foreign direct investment', *Journal of International Business Studies* 26(2): 281-299.
- Maartense, C.J. (2012). De innovatiebox in internationaal perspectief. Erasmus Universiteit Rotterdam, Faculteit der Economische Wetenschappen, Masterscriptie, Rotterdam.
- Ministerie van Financiën (2011a). Notitie fiscaal verdragsbeleid 2011. 11-02-2011.
- Ministerie van Financiën (2011b) Beantwoording vragen gesteld tijdens AO Notitie Fiscaal Verdragsbeleid 2011. 24-06-2011.
- Ministerie van Financiën (2012). Brief van de staatssecretaris van Financiën aan de Tweede Kamer, Uitvoering motie leden Braakhuis en Groot, 25 juni 2012, IFZ/2012/85 U.
- NBTC en Gastvrij Nederland (2012). Kerncijfers 2012: Gastvrijheidseconomie. Den Haag.
- OECD (1987). International Tax Avoidance and Evasion: Four Related Studies.
- OECD (1998). Harmful Tax Competition. An Emerging Global Issue. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.
- OECD (2000). Towards Global Tax Co-operation. Progress in Identifying and Eliminating Harmful Tax Practices, 2000.
- OECD (2008). Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Fourth edition 2008.
- OECD (2008). Tax Cooperation: Towards a Level Playing Field. 2008 Assessment by the Global Forum on Taxation.
- OECD (2010). OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations, Parijs.

- OECD (2011). Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes Peer Reviews: The Netherlands 2011. OECD, 26-10-2011.
- OECD (2012a). The DAC list of ODA recipients. Factsheet January 2012.
- OECD (2012b). OECD Progress Report. A progress report on the jurisdictions surveyed by the OECD global forum in implementing the internationally agreed tax standard, December 2012.
- OECD (2012c). Progress report on the G20. Los Cabos, Mexico.
- OECD (2013). Addressing base erosion and profit shifting. OECD publishing.
- Primarolo Group (2000). Code of Conduct (Business Taxation). Press Release: Brussels, 29-02-2000, 4901/99.
- R. Murphy (2012). Closing the European Tax Gap. A report for Group of the Progressive Alliance of Socialists & Democrats in the European Parliament. 10 February 2012.
- R.G. Flores en R.V. Aguilera (2007). Globalization and Location Choice: An Analysis of US Multinational Firms in 1980 and 2000. *Journal of International Business Studies*, Vol. 38, No. 7, Internationalization Positions, Paths, and Processes (Dec., 2007), pp. 1187-1210.
- Schwarcz, S.L. (2008). Systemic Risk, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 97:193, 193-249.
- SER (2008). Advies Duurzame globalisering: een wereld te winnen. Hoofdstuk 3: De Nederlandse beleidsmix als antwoord op het globaliseringsproces, 20 juni 2008.
- Slemrod, J., Wilson, J.D., (2006). Tax competition with parasitic tax havens. Working Paper 12226, National Bureau of Economic Research.
- SOMO (2012). Response by SOMO to the Public consultation on DG Internal Market and Services Green Paper: Shadow banking, June 15 2012.
- Starbucks (2012). Jaarverslag Starbucks 2012.
- Swedenborg, B. (1979). The multinational operations of Swedish firms: An analysis of determinants and effects. Stockholm: Industriens Utrednings-institut.
- Tax Justice Network (2007). Identifying Tax Havens and Offshore Finance Centers, Briefing gebaseerd op een conceptpaper door Laurens Booiijink and Francis Weyzig, SOMO.
- Tax Justice Network (2011). The Methodology of the 2011 Financial Secrecy Index. 26-09-2011.
- Tax Justice Network (2012). The price offshore revisited. New estimates for “missing” global private wealth, income, inequality, and lost taxes. Juli 2012.

- The Boston Consulting Group (2008). Hoofdkantoren een hoofdzaak, perspectieven voor 2008. 03-2008.
- Tom Bergin (2012). Special report: how Starbucks avoids UK taxes, Reuters, London.
- Tweede Kamer der Staten-Generaal (2011). Motie van de leden Braakhuis en Groot. Voorgesteld 15-11-2011
- Tweede Kamer der Staten-Generaal (2012b). Motie van de leden Braakhuis en Groot. Nummer 31066-138. Voorgesteld 5-07-2012.
- United Nations Development Programme (2011). Illicit Financial Flows from the Least Developed Countries: 1990–2008. Discussion paper. 05-2011.
- Van den Berg et al. (2008). The Dutch Trust Industry Facts & Figures. SEO-rapport nr. 2008-25, Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Vermeend, W., Kogels, H., & Mees, H. (2002). Compendium van het Europees belastingrecht. Deventer: Kluwer, 2002.
- Vimpelcom (2011). Jaarverslag Vimpelcom 2011.
- Weyzig, Francis (2007). The central role of Dutch financing companies in tax avoidance strategies, Master thesis in economics, Vrije Universiteit Amsterdam, August 2007.
- Zorome (2007). Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition, IMF Working paper 07/87.

Internetbronnen

AgentschapNL (2013).

<http://www.agentschapnl.nl/onderwerp/wereld-bronbelasting>

AgentschapNL (2013b).

<http://www.agentschapnl.nl/onderwerp/investeringsbeschermingsovereenkomsten-ibos>

CBS (2012).

<http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/methoden/begrippen/>

DNB (2012).

<http://www.dnb.nl/statistiek/>

Dujat (2013)

<http://www.dujat.nl>

ExxonMobil (2012). ExxonMobil in Nederland

www.exxonmobil.nl/Benlux-Dutch/files/61460_EM_BROCHURE_NL_16-5-12_LR.pdf

IBFD (2013) .

<http://www.ibfd.org/>

PVH (2013).

Our brands. www.pvh.com/brands_tommy_hilfiger.aspx

Taxci (2013).

http://taxci.nl/read/Bronbelastingen_buitenland?submenu=196

Bijlage A Internationale fiscale planning

Drijvende krachten

Internationaal opererende bedrijven kunnen aan internationale fiscale planning doen. Dat wil zeggen dat zij het totale bedrag dat zij als groep moeten afdragen aan belasting verlagen via de (geografische) organisatie van hun activiteiten over de groep. Dit is mogelijk door (i) verschillen in nationale belastingssystemen, (ii) dubbele belastingheffing en regels om dat te voorkomen, (iii) de ruimte die bedrijven in de praktijk hebben om winsten te verplaatsen via interne transacties, en (iv) de verschillen in fiscale behandeling tussen eigen en vreemd vermogen. In beginsel is dit legaal; bedrijven zijn vrij om hun activiteiten met dit doel te organiseren.²⁸⁹

Internationale fiscale planning is een complex werkegebied. Zonder volledigheid na te streven, wordt in Box 20 ter achtergrond een korte schets gegeven van enkele begrippen die relevant zijn voor (een fiscaal begrip van) de analyse in dit rapport.

Een eerste belangrijke vraag bij belastingheffing van internationale bedrijven is welk land het recht heeft om welke bedrijven op welke manier te belasten. Dit volgt in essentie uit de belastingwetgeving van een land. Landen gebruiken hiervoor echter verschillende belastingssystemen en verschillende definities voor begrippen die relevant zijn voor wie belasting moet afdragen. Een complicerende factor is verder dat een land ervoor kan kiezen de belasting te heffen bij de betaling van inkomen (bronbelasting, of *withholding tax*) of bij de ontvangst van inkomen. Door de verschillen in belastingssystemen, en de interactie van landelijke systemen in een internationale omgeving, ontstaat er overlap en is het mogelijk dat inkomensdelen van een bedrijf in twee landen worden belast (*double taxation*).

Omdat dubbele belastingheffing als schadelijk wordt gezien, hebben veel landen mitigerende regels opgenomen in hun belastingwetgeving. Ook worden bilaterale belastingverdragen gesloten met dit doel. Er zijn vele manieren om dubbele belasting te voorkomen. Grosso modo komt het erop neer dat waar een inkomensdeel in twee landen wordt belast, een van de twee landen een deel of de gehele belastingheffing kwijtscheldt of restitueert.

Het moge duidelijk zijn dat bedrijven hun activiteiten bij voorkeur zo plannen dat ze gebruik kunnen maken van maatregelen om dubbele belasting te voorkomen. Maar het uitgebreide en complexe geheel aan nationale belastingwetgeving, nationale regels ter voorkoming van dubbele belasting en belastingverdragen heeft soms als neveneffect dat niet alleen dubbele heffing wordt voorkomen, maar dat het zelfs mogelijk is om geen (of in ieder geval minder dan ‘eenmaal’) belasting te betalen (*double non-taxation*). Ook hiervan kunnen bedrijven gebruikmaken door de organisatie van hun activiteiten.

²⁸⁹ Dit volgt uit het principe van contractvrijheid. In deze bijlage wordt uitgegaan van fiscale planning, wat legaal is. In hoofdstuk 2.1 is nader ingegaan op de verschillen tussen fiscale planning, fiscale ontwijkning en fiscale ontduiking. Dat wil niet zeggen dat de in dit hoofdstuk gegeven voorbeelden of methoden per definitie kunnen worden gezien als fiscale planning, en dus als legaal, maar dat er in dit hoofdstuk gemakshalve van wordt uitgegaan dat zij worden gebruikt in deze context.

Als bepaald is wie mag worden belast in een land, is de volgende vraag: voor hoeveel? Welk deel van de winst van een internationale groep in welk land wordt belast, hangt onder andere af van de transacties tussen groepsmaatschappijen. Bedrijven hebben in de praktijk de ruimte om interne verrekenprijzen (enigszins) te beïnvloeden om zo de belastingafdracht over de groep te optimaliseren. Dit wordt *transfer pricing* genoemd. Een bedrijf in een hoog belastingregime zou bijvoorbeeld een zeer lage prijs kunnen vragen voor een product in een interne transactie met een zusterbedrijf in een laag belastingregime. Dit laatste bedrijf zou het product vervolgens tegen een veel hogere prijs kunnen verkopen. De winst van het bedrijf in het hoge belastingregime is dan laag, en van het bedrijf in het lage belastingregime hoog. Om dit te voorkomen hebben veel landen regels opgesteld voor *transfer pricing*, waarbij veelal het *arm's length* principe wordt gehanteerd.²⁹⁰ Dit principe bepaalt dat de verrekenprijzen voor groepstransacties moeten worden vastgesteld in lijn met de prijzen die tussen twee ongerelateerde partijen in een marktconforme omgeving tot stand zouden komen. In het voorbeeld hierboven kan het bedrijf in een hoog belastingregime alleen maar een lage prijs vragen als dit een marktconforme prijs is, terwijl het zusterbedrijf in een laag belastingregime alleen een veel hogere prijs kan vragen als zij daadwerkelijk waarde toevoegt en zodoende ook in een marktconforme omgeving een hogere prijs zou krijgen.

Bij een markttransactie wordt de beloning voor een product of dienst mede bepaald door de activiteiten die zijn verricht, de activa die zijn gebruikt en de risico's die zijn gelopen ter vervaardiging van het product of de dienst. Dit geldt daarom onder het *arm's length* principe ook voor interne transacties. Het zo optimaal mogelijk vestigen van activiteiten, activa en risico's wordt daarmee onderdeel van fiscale planning. Concreet verplaatsen bedrijven met name immateriële activa en risico's naar fiscaal gunstige plekken. Niet alleen zijn deze makkelijker te verplaatsen dan bijvoorbeeld een heel productieproces, maar ook bestaat nog relatief veel ruimte in de *transfer pricing* regels om dit op een fiscaal gunstige wijze te doen. Dit ligt deels aan de onderliggende complexiteit. Immateriële activa, zoals intellectueel eigendom, zijn niet altijd eenduidig te waarderen. Hierdoor is een marktconforme beloning hiervoor (royalty) niet altijd eenduidig vast te stellen.

En dan is er nog de verschillende behandeling van vreemd en eigen vermogen als *driver* voor internationale fiscale planning. De achtergrond is simpel: de betaalde vergoeding voor vreemd vermogen (rente) is in de meeste landen aftrekbaar van de belastbare winst en de uitgekeerde beloning voor eigen vermogen (dividend) niet. Dit leidt tot een prikkel om bedrijven met vreemd in plaats van eigen vermogen te financieren. Dit geldt overigens niet alleen voor internationale groepen, maar ook voor lokale bedrijven. Voor internationale bedrijven geeft deze asymmetrische beloning van vermogenssoorten echter ook een prikkel om aan fiscale planning te doen. Het is immers aantrekkelijk om rentebetalingen te alloceren in landen met hoge belastingtarieven en renteontvangsten in landen met lage belastingtarieven.

²⁹⁰ Het *arm's length* principe is opgenomen in de belastingwetgeving van bijna elk land en in bijna elk belastingverdrag. Het is tevens opgenomen in de model belastingverdragen van de OECD en de VN. De OECD heeft daarnaast richtlijnen voor het gebruik opgenomen in 'The OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations', die op regelmatige basis wordt vernieuwd. Zie verder bijvoorbeeld www.oecd.org/ctp/transferpricing/abouttransferpricing.

Box 20 **Introductie van *international tax law* en gerelateerde begrippen**

Fiscale behandeling van internationale activiteiten is onderhevig aan regels van wat ‘*international tax law*’ wordt genoemd. Deze bestaan voornamelijk uit regels afkomstig van nationale belastingwetgeving. Wel worden de nationale regels deels ingeperkt door internationale belastingverdragen en andere internationale wetgevingsinstrumenten, zoals directieven.

Het recht om belasting te heffen kan gekoppeld worden aan waar inkomen terechtkomt (*residence jurisdiction*) of waar inkomen wordt gegenereerd (*source jurisdiction*). Deze twee uitgangspunten hebben geleid tot twee belastingssystemen die veruit het meeste worden toegepast: een wereldwijd systeem (*worldwide system* of *residential system*) en een territoriaal systeem (*territorial system*). In het eerste systeem zijn *ingezetenen* van een land belastingplichtig voor hun wereldwijd gegenereerde inkomen, en zijn *niet-ingezetenen* alleen belastingplichtig voor het inkomen dat wordt gegenereerd (uit bronnen) in het land in kwestie.²⁹¹ In het tweede systeem zijn *zowel ingezetenen als niet-ingezetenen* alleen belastingplichtig over het inkomen dat is verdiend (uit bronnen) in het land in kwestie.

In het ‘wereldwijd systeem’ wordt gebruikgemaakt van beide uitgangspunten; *residence* voor ingezetenen en *source jurisdiction* voor niet-ingezetenen. Hierdoor is het mogelijk dat bedrijven dubbel worden belast: in het ene land als ingezetene en in het andere land als niet-ingezetene.²⁹² Er is dan sprake van zogenaamde *double taxation*.

Elk land heeft het recht zijn eigen belastingwetgeving en -systeem te hanteren. Los van de keuze tussen de systemen, bestaan er verschillen tussen de gehanteerde definities van de voor de belastingbepaling relevante begrippen die landen gebruiken. Zo kan het al dan niet (fiscaal) ingezetene zijn van een bedrijf afhangen van de plek van fysieke vestiging, juridische zetel, inschrijving Kamer van koophandel, hoofdkantoor etc. Vaak passen landen een combinatie van criteria toe, waarbij de definities van de criteria soms ook verschillen tussen landen. Concreet betekent dit bijvoorbeeld dat een bedrijf in twee landen tegelijkertijd fiscaal ingezetene kan zijn. Eenzelfde verhaal gaat op voor het relateren van een inkomensbron aan een land. Voor bijvoorbeeld onroerende goederen geldt veelal dezelfde definitie: inkomen valt daar waar het onroerende goed zich bevindt. Voor rente is dit al lastiger, en zal dit dus eerder verschillen tussen landen.

In de praktijk worden de twee systemen amper in hun pure vorm toegepast en is eigenlijk bijna geen belastingstelsel gelijk. Ook hierdoor kan *double taxation* optreden. Een simpel voorbeeld betreft het fiscaal ingezetene kunnen zijn van twee landen tegelijk als gevolg van verschillende ingezetene-definities, zoals hierboven aangehaald, waardoor in beide landen (mogelijk) belasting verschuldigd is over hetzelfde inkomen. Een ander voorbeeld is een betaling van het ene groepsbedrijf aan het andere, waarbij het bedrag in het land van het betalende bedrijf onderhevig is aan bronbelasting en in het land van het ontvangende bedrijf aan winstbelasting. Zo zijn er nog veel andere vormen van *double taxation* denkbaar.

Dubbele belastingheffing wordt algemeen als schadelijk gezien. Het belemmert de internationale handel – bedrijven beschouwen dubbele heffing als ongewenst – en het vrije verkeer van goederen en diensten.²⁹³

²⁹¹ Hier wordt gesproken over ‘land’. Formeel gaat het over de voor belasting relevante jurisdictie of territorium.

²⁹² Een bedrijf moet dan dus in minimaal twee landen zijn gevestigd die het wereldwijd systeem toepassen.

²⁹³ Zie bijvoorbeeld OECD (2013).

Als reactie op het bestaan van *double taxation* hebben veel landen mitigerende regels opgenomen (a) in hun nationale wetgeving en/of (b) in belastingverdragen met andere landen.²⁹⁴

Mitigerende regels in nationale wetgeving komen ruwweg in twee vormen. Bij de *foreign tax credit* methode mag de belasting over het buitenlandse inkomen afgetrokken worden van de binnenlandse belasting over het wereldwijde inkomen.²⁹⁵ Bij de *exemption* methode wordt het inkomen uit buitenlandse bron vrijgesteld. Een belangrijk verschil tussen de twee methoden is dat bij de eerste methode geen gebruik kan worden gemaakt van een eventueel lager belastingtarief in het bronland, en bij de tweede methode wel. Bij een *tax credit* wordt namelijk het verschil tussen een hoog belastingtarief in het land waar de *credit* wordt verstrekt en een laag belastingtarief in het bronland, alsnog geheven over het inkomen afkomstig uit het bronland. In de *exemption* methode is dit niet het geval, daar wordt namelijk het hele buitenlandse inkomen uit het bronland vrijgesteld.²⁹⁶

Mitigeren van dubbele belastingheffing kan daarnaast plaatsvinden via belastingverdragen. Deze worden veelal bilateraal afgesloten en regelen welk land over welke inkomen (een bepaald type) belasting mag heffen.²⁹⁷ In het algemeen wordt één van twee mogelijke opties vastgelegd: slechts een van de twee landen krijgt de bevoegdheid om een bepaald type belasting te heffen (veelal het vestigingsland) of het bronland verkrijgt de bevoegdheid om het relevante type belasting te heffen waarbij het vestigingsland tegelijkertijd de verplichting krijgt dubbele belasting te mitigeren.

Binnen de EU gelden daarnaast richtlijnen (of: directieven) ter voorkoming van dubbele belastingheffing tussen EU-lidstaten. De Moeder-Dochter Richtlijn stelt dat geen bronbelasting wordt geheven over dividend dat wordt uitgekeerd van het ene naar het andere EU-land en dat winst waarover reeds belasting is betaald in het ene EU-land na dividendbetaling niet nogmaals onderhevig is aan winstbelasting in een ander EU-land.²⁹⁸ Dit laatste kan aan de hand van een vrijstelling of een *credit*. De Rente en Royalty Richtlijn voorkomt bronbelasting op rente en royalty tussen groepsmaatschappijen EU-landen.²⁹⁹

De mitigerende maatregelen grijpen niet alleen aan op het voorkomen van dubbele belastingheffing, maar bieden internationale concerns ook mogelijkheden om belasting te ontwijken.³⁰⁰ Hoewel dit niet illegaal hoeft te zijn, is het mogelijk dat niet 'in de geest van de wet' wordt gehandeld. Veel landen hebben hiervoor *anti-avoidance* regels opgesteld. Een deel van deze regels is erop gericht om te

²⁹⁴ Meer formeel wordt gesproken over belastingverdragen ter voorkoming van dubbele belastingheffing, *double tax treaties* genoemd.

²⁹⁵ Veelal tot een maximum van de binnenlandse belasting over de buitenlandse inkomsten.

²⁹⁶ Stel bedrijf A zetelt in een land waar een *tax credit* systeem wordt gehanteerd en het belastingtarief 30% bedraagt. Bedrijf A heeft een dochterbedrijf B in een land dat bedrijf B als belastingplichtig kwalificeert en waar het belastingtarief 25% bedraagt. Bedrijf A maakt 30 winst en bedrijf B maakt 10 winst. De wereldwijde winst van bedrijf A bedraagt 40. Tegen een belastingtarief van 30% resulteert een belastingbetaling van 12. Hiervan mag echter de in het buitenland betaalde belasting van worden afgetrokken, ad 2,5. Er resteert een belastingbetaling ad 9,5. Dit is gelijk aan de belasting over de winst in eigen land ($30 * 30\% = 9$) plus het verschil in belastingtarief over het buitenlandse inkomen ($10 * (30\% - 25\%) = 0,5$). Bij de *exemption* methode zou het gehele buitenlandse inkomen worden vrijgesteld en resulteert een belastingbetaling van 9 ($30 * 30\%$).

²⁹⁷ Het gaat over het *mogen* heffen van belasting (belastingbevoegdheid), niet over het *moeten* heffen. Daarbij creëert een verdrag geen heffingsrechten maar beperkt deze in beginsel alleen.

²⁹⁸ Council Directive 90/435/EEC. Een moeder is gedefinieerd als een partij met een deelneming van minimaal 10%.

²⁹⁹ Council Directive 2003/49/EC. De minimum deelneming om als 'groepsmaatschappij' te worden geclassificeerd bedraagt 25%.

³⁰⁰ Bijvoorbeeld door winsten, via landen met bilaterale belastingverdragen, neer te laten slaan in andere landen met een laag winstbelastingtarief. In hoofdstuk 4 zijn dergelijke constructies in detail uitgewerkt en toegelicht.

voorkomen dat belasting (al dan niet definitief) wordt uitgesteld via buitenlandse bedrijven die onder controle staan van een binnenlands bedrijf. Door winsten te verplaatsen richting dergelijke bedrijven in landen waar bijvoorbeeld lage belastingtarieven gelden, zou belasting kunnen worden uitgesteld zolang de winst niet wordt uitgekeerd. Zogenoemde CFC-wetgeving geeft landen de mogelijkheid deze winsten alsnog te belasten. CFC-regels zijn veelal beperkt tot landen met bepaalde belastingvoordelen (*designated jurisdiction approach*) of tot bedrijven die minder dan een voorgeschreven effectief belastingpercentage betalen (*effective tax rate approach*). De achterliggende gedachte voor deze beperking is dat CFC-regels alleen nodig zijn als de doelstelling daadwerkelijk is om belasting te ontwijken.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op OECD (2013), Finnerty et al. (2007).

Doelstellingen

Het moge duidelijk zijn dat bedrijven in de organisatie van hun activiteiten zoveel mogelijk zullen proberen *double taxation* te voorkomen. Maar internationale fiscale planning behelst meer dan dit primaire uitgangspunt en kan, in aanvulling op het voorkomen van dubbele belasting, ruwweg worden verdeeld in twee hoofdpijlers.

Ten eerste kan de doelstelling zijn om inkomen of winst te verplaatsen naar landen met relatief lage belastingtarieven of met andere faciliteiten die leiden tot lage belastingafdracht (*profit shifting*).³⁰¹ Dit kan door verplaatsing van (fysieke) activiteiten, verplaatsing van inkomengenererende activa of door intragroep aan- en verkopen van goederen en diensten. Een voorbeeld van het eerste is het verplaatsen van een werkmaatschappij waarin een deel van de productie plaatsvindt. Een voorbeeld van het tweede is het vestigen van intellectueel eigendom (*intellectual property*, IP) in een aantrekkelijk belastingregime. En een voorbeeld van het derde is het verkopen van producten aan een groepsmaatschappij in een aantrekkelijk fiscaal regime tegen een relatief lage prijs.³⁰²

De tweede pijler heeft als doel om het belastbare bedrag te minimaliseren (*base erosion*), met name in landen met hoge belastingtarieven. Dit gebeurt over het algemeen aan de hand van aftrekposten. Een voorbeeld is het creëren van intragroep leningen zodat bedrijven in landen met een hoog belastingtarief rente moeten betalen, die zij kunnen aftrekken van de belastbare winst. Hetzelfde kan worden bereikt door groepsmaatschappijen in landen met een hoog belastingtarief royalty's te laten betalen voor IP dat in een groepsmaatschappij is gevestigd, die zij vervolgens kunnen aftrekken van de belastbare winst.

Gebruik van bfi's

Internationale bedrijven laten vaak een deel van de activiteiten en/of financiële stromen tussen internationale groepsmaatschappijen via een separaat bedrijf lopen met het oog op het reduceren van belastingafdrachten. Deze bedrijven kunnen puur uit fiscale overwegingen worden opgericht, maar ook andere (kern)activiteiten verrichten binnen de groep. Essentieel voor een zuivere discussie over de voor- en nadelen van bfi's is evenwel dat bij de keuze voor de inrichting en

³⁰¹ Het gaat hierbij over tarieven voor belasting op zowel inkomend als uitgaand inkomen (bronbelasting).

³⁰² In al deze voorbeelden spelen *transfer pricing* regels (mogelijk) een rol. Daar waar transacties plaatsvinden die de verdeling van winst over de groep beïnvloeden, moeten deze voldoen aan het *arm's length* principe.

vestigingslocatie de fiscale gevolgen een bepalende rol spelen. Dit soort bedrijven staat centraal in de discussie over de bijzondere financiële instellingen in Nederland.

De fiscale doelstellingen van deze bedrijven liggen in lijn met de doelstellingen van internationale fiscale planning: het voorkomen van dubbele belasting, het verplaatsen van inkomen en winst en het verlagen van de belastinggrondslag. Concreet wordt ernaar gestreefd om in deze bedrijven: (i) geen of zo min mogelijk belasting te betalen over inkomsten in de vorm van dividend, rente en royalty's en/of (ii) geen of zo min mogelijk bronbelasting te betalen over uitgaven in de vorm van dividend, rente, en royalty's en/of (iii) via toegang tot bilaterale of internationale belastingverdragen geen of zo min mogelijk bronbelasting *in het bronland* af te dragen over inkomend dividend, rente en royalty's.³⁰³

³⁰³ Gebaseerd op de beschrijving van het 'ideale' houdsterbedrijf in Finnerty et al (2007), waarbij ook nog wordt ingegaan op indirecte belastingen en non-fiscale kenmerken.

Bijlage B *Low tax jurisdictions, tax havens en offshore financial centres*

In de discussies over belastingontwijking en –ontduiking vallen vaak de termen *low tax jurisdiction*, *tax haven* en *Offshore Financial Center*.³⁰⁴

Er bestaat geen consensus over wat een ‘laag tarief’ is, en dus wanneer een land als *low tax jurisdiction* kan worden bestempeld. De hoogte van belastingtarieven wordt bijvoorbeeld deels bepaald door de wens in een bepaalde mate publieke functies en activiteiten te financieren, en door de alternatieve inkomsten voor de overheid bijvoorbeeld als het gevolg van de beschikking over natuurlijke hulpbronnen. Nederland heft zelf 25 procent winstbelasting. Maar dat betekent niet dat alle tarieven die hieronder liggen als laag kunnen worden bestempeld. Op basis van de voorwaarden voor de deelnemingsvrijstelling kan geconcludeerd worden dat de Nederlandse overheid een tarief minder dan 10 procent als ‘te laag’ kenmerkt. Dit is echter geen internationale regel.

Hier wordt in aanvulling op landen met een winstbelastingtarief lager dan 10 procent, een lijst gehanteerd met landen die tussen 10 procent en 15 procent heffen en een lijst van *tax havens*. Die laatste worden veelal in de context van lage belastingtarieven genoemd, maar het is niet altijd zo dat in *tax havens* zeer lage tarieven gelden.

Er bestaat geen eenduidige definitie van *tax havens*. Wel zijn er door verschillende instanties criteria opgesteld. De criteria gebruikt door het OECD (1998) hebben de meeste autoriteit. Een jurisdictie is een *tax haven* wanneer deze:

- Geen of slechts nominale belasting heft en zichzelf aanbiedt, of wordt ervaren zichzelf aan te bieden, als een plaats om te worden gebruikt door niet-ingezetenen om aan de belasting in het land van verblijf te ontsnappen,
- Wetten of administratieve praktijken heeft ingesteld die een belemmering vormen voor de effectieve uitwisseling van relevante informatie over belastingplichtigen tussen overheden,
- Zich kenmerkt door gebrekkige transparantie,
- Geen vereiste kent ten opzichte van aanzienlijke activiteit (substance). Dit zou wijzen op een rechtsgebied dat zich louter richt op het aantrekken van fiscaal gedreven transacties zonder waardedoetoevoeging.

Het vierde criterium is in 2002 formeel komen te vervallen nadat de Verenigde Staten het in 2001 verwierpen. Op basis van de criteria kan een land, ook zonder het hebben van zeer lage belastingtarieven, toch aangemerkt worden als *tax haven*. Voor de OECD weegt met name transparantie (de beschikbaarheid, toegankelijkheid en uitwisselbaarheid van informatie) zwaar. Ierland bijvoorbeeld heft 12,5 procent winstbelasting, wat ligt boven de grenswaarde van 10 procent die de Nederlandse belastingwet hanteert, maar wordt wel in veel lijsten aangemerkt als *tax haven*.

Tax Justice Network (2007) duidt de invulling van de term *tax havens* in de tijd, onder andere door de OECD, en presenteert een aantal lijsten. Duidelijk wordt dat er weinig eenduidigheid bestaat in

³⁰⁴ De informatie in deze bijlage is gebaseerd op gebaseerd op Financial Stability Forum (2000), Gravelle (2013), OECD (1998), Tax Justice Network (2007), Zorome (2007).

definities, en dus in lijsten van *tax havens*. Gravelle (2013) benadert dit probleem pragmatisch. De auteur presenteert een lijst met *tax havens* die op meerdere andere lijsten voorkomen, als het ware de ‘grote gemene deler’.³⁰⁵ De meest uitgebreide lijst wordt gehanteerd door Tax Justice Network. Deze kan daarom worden gezien als uiterste van het spectrum.

In dit onderzoek wordt de lijst van Gravelle (2013) als standaardlijst voor *tax havens* gehanteerd. De impact van het toepassen van de meest volledige lijst van Tax Justice (2007) wordt ter referentie, waar relevant, separaat gerapporteerd.³⁰⁶ Voor een deel van de data zijn in het kader van dit onderzoek geen individuele landencijfers beschikbaar, maar zijn de data uitgesplitst naar landengroepen en enkele individuele landen. In die gevallen wordt de lijst voor *tax havens* gebaseerd op de door de DNB gehanteerde groep met *offshore financial centers* (OFC’s), aangevuld met Zwitserland en Luxemburg.

OFC’s worden vaak gerelateerd aan *tax havens*. Conceptueel gezien gaat het om twee verschillende soorten jurisdicties, in praktijk is er echter veel overlap. Tax Justice Network (2007) karakteriseert OFC’s als jurisdicties met een groot aandeel financiële activiteit door niet-ingezetenen. De meest prominente lijst van OFC’s is die opgesteld door het Financial Stability Forum (2000). Het IMF heeft geprobeerd de criteria voor OFC’s verder te objectiveren, maar een uniforme maatstaf bestaat vooralsnog niet (Zorome, 2007). Aangezien de termen zo dicht bij elkaar liggen, wordt hier verder geen onderscheid gemaakt.

De verschillende lijsten zijn opgenomen in Bijlage C en Bijlage F.

³⁰⁵ OECD (2000), *Towards Global Tax Competition*; Dharmapala D, & Hines J.R., *Which Countries Become Tax Havens?* Journal of Public Economics, Vol. 93, October 2009, pp. 1058-1068; Tax Justice Network, *Identifying Tax Havens and Offshore Finance Centers*. Briefing gebaseerd op een conceptpaper door Laurens Booijsink and Francis Weyzig, SOMO; Government Accountability Office (2008), *International Taxation: Large U.S. Corporations and Federal Contractors with Subsidiaries in Jurisdictions Listed as Tax Havens or Financial Privacy Jurisdictions*, GAO-09-157, December 2008.

³⁰⁶ In de lijst van Tax Justice Network zijn naast landen ook regio’s en steden opgenomen. De beschikbare data bevatten alleen landen. Het is daarom niet mogelijk deze gebieden apart op te nemen in de analyse. Hiermee ontstaat mogelijk een onderschatting. Het gaat hierbij om de regio’s: Frankfurt, Tel Aviv, Madeira, Ingushetia, Melilla, Taipei, de Turkse republiek Noord Cyprus, Londen, New York, Dubai en Labuan.

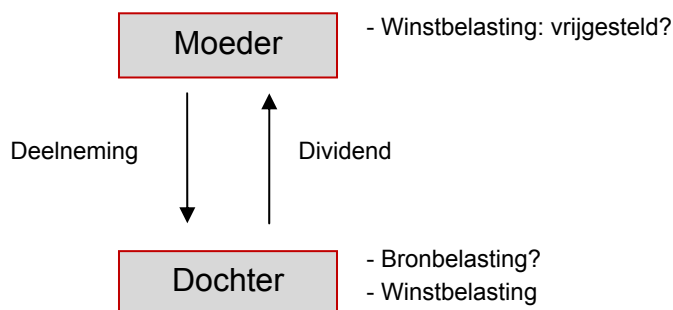
Bijlage C Analyse fiscale motieven dividendstromen

Deze bijlage geeft de analyse van de fiscale motieven weer die ten grondslag kunnen liggen aan dividendstromen van bfi's. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de doelstelling om dubbele belastingheffing te voorkomen en de doelstelling om enkelvoudige belastingheffing te voorkomen.³⁰⁷ Deze analyse is bedoeld om handvatten te verschaffen in de maatschappelijke discussies over bfi's en hun fiscale motieven. Deze bijlage hoort bij hoofdstuk 4.4, waar enkele (fiscale) nuances worden geschetst bij de analyse in deze bijlage en waarin vervolgens de bedragen worden gekwantificeerd die samenhangen met het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing.

Voorkomen van dubbele of enkelvoudige belastingheffing?

Het uitbetalen van dividend binnen een internationale groep kan leiden tot dubbele belastingheffing. Figuur 9 illustreert de uitgangssituatie. Moedermaatschappij in land M heeft een Dochter in bronland D. In de regel wordt in bronland D eerst belasting geheven over de winst. Vervolgens wordt in veel gevallen in land D bronbelasting op het uitgaande dividend geheven bij uitkering aan de moeder. Als er geen verdrag is tussen land M en D om de bronbelasting te reduceren of te voorkomen, resulteert dubbele belastingheffing.³⁰⁸ Het is in theorie mogelijk dat moederland M ook nog belasting heft over het ontvangen dividend, waardoor driedubbele belasting zou resulteren. Over het algemeen wordt inkomen waarover al eerder winstbelasting is betaald, echter vrijgesteld op basis van een *exemption* of *tax credit* systeem (zie Box 20 in Bijlage A).

Figuur 9 Mogelijk dubbele belasting bij uitkering van dividend



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Het plaatsen van een bfi in Nederland kan dubbele belasting voorkomen of reduceren indien Nederland wel een verdrag heeft met het bronland D en het moederland M.³⁰⁹ In land D wordt nog steeds winstbelasting betaald. Maar via het verdrag dat Nederland heeft met land D wordt het bronbelastingtarief over dividend in land D op 0 procent gezet of gereduceerd. Het in Nederland ontvangen dividend uit land D valt vervolgens onder de deelnemingsvrijstelling.

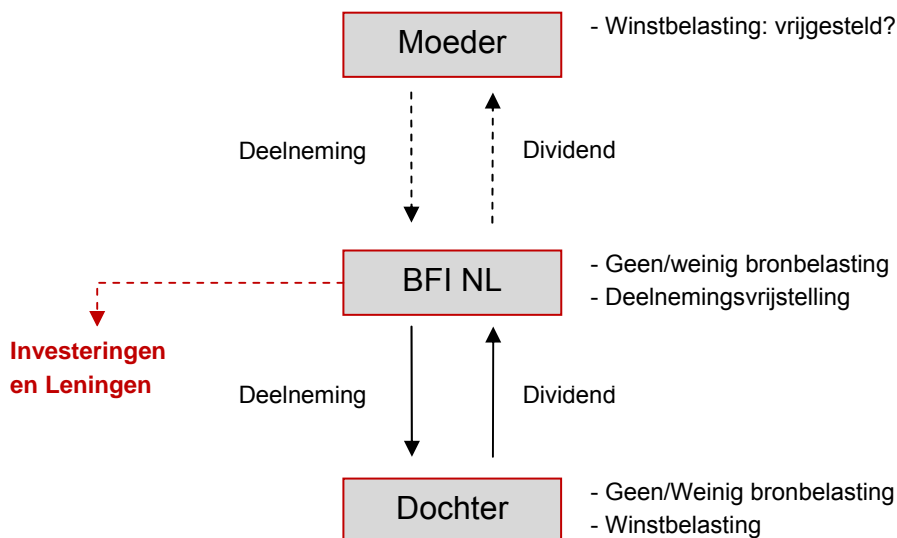
³⁰⁷ Voor de hier gehanteerde definities van deze begrippen, zie Box 12 in hoofdstuk 4.

³⁰⁸ De EC-directieven voorkomen dit indien M en D beide EU-landen zijn. Zie Bijlage A. Voor alle duidelijkheid: in fiscale termen wordt in deze context niet noodzakelijkerwijs gesproken over dubbele belastingheffing, zie Box 12 in hoofdstuk 4.

³⁰⁹ Met het 'plaatsen van een bfi' wordt bedoeld dat de moedermaatschappij deelneemt in (of volledig eigenaar wordt van) de bfi en dat de bfi deelneemt in (of volledig eigenaar wordt van) de dochter in land D.

Indien er tevens een verdrag is met moederland M, wordt er ook geen (of minder) dividendbelasting in Nederland geheven bij uitkering aan het moederbedrijf in land M.³¹⁰ Het komt daarbij ook voor dat de winsten niet doorstromen naar de moeder maar vanuit de Nederlandse bfi verder worden geïnvesteerd. Hierdoor wordt (tijdelijk) voorkomen dat de winst in moederland M nog aanvullend wordt belast.³¹¹ Het proces van het voorkomen van dubbele belasting wordt geïllustreerd in Figuur 10.

Figuur 10 Voorkomen van dubbele belasting via Nederlandse bfi



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Een dergelijke constructie is alleen zinvol als het in Nederland ontvangen dividend in aanmerking komt voor de deelnemingsvrijstelling en Nederland een verdrag heeft met land D en/of M. Om dubbele belasting te voorkomen wordt dus gebruikgemaakt van het Nederlandse verdragenennetwerk, waarbij de deelnemingsvrijstelling geldt als *conditio sine qua non*.³¹²

De doelstelling om dubbele belasting te voorkomen gaat alleen op als het bronland D ook daadwerkelijk winstbelasting heft. Als dat niet of in zeer beperkte mate het geval is, en land D een zogenaamde *low tax jurisdiction* is, kan via de Nederlandse verdragen enkelvoudige belasting worden voorkomen of gereduceerd.³¹³

³¹⁰ Als het bedrijf in Nederland is opgezet als coöperatie, hoeft geen bronbelasting te worden betaald bij uitkering van dividend. Een verdrag met het moederland is dan niet nodig. Hier zijn wel voorwaarden aan verbonden.

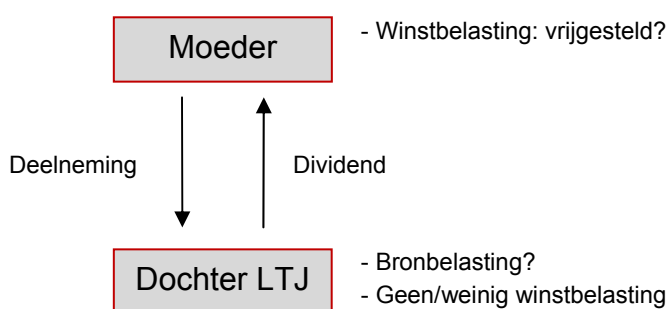
³¹¹ Bijvoorbeeld als het winstbelastingtarief in land D lager ligt dan in land M en daar een *tax credit* systeem met de mogelijkheid tot uitstel van belastingbetaling (*deferral*) geldt. Het bekendste voorbeeld hiervan is de VS, zie Box 21. Overigens zou dit ook kunnen vanuit de dochter zelf, maar Nederland kan hiervoor aantrekkelijker zijn.

³¹² Hier wordt voorbij gegaan aan mogelijke nuances, zoals wel een verdrag met land D maar niet met land M. Het gaat uiteindelijk om de combinatie van brontarieven die resteert. De meeste landen bieden (tegenwoordig) een gehele of gedeeltelijke vrijstelling voor het inkomende dividend, waardoor de deelnemingsvrijstelling geen doorslaggevend fiscaal concurrentievoordeel ten opzichte van andere landen is.

³¹³ Zie voor een toelichting op *low tax jurisdictions*, Bijlage A. Voor alle duidelijkheid: fiscaal gezien is er geen sprake van het voorkomen van enkelvoudige belasting als er belasting wordt geheven, ongeacht het tarief. Bij een winstbelastingpercentage van 0% wordt in fiscaal opzicht nog steeds belasting geheven, namelijk

Figuur 11 illustreert de uitgangsspositie. Moedermaatschappij in land M heeft een dochter in een *low tax* bronland D-LTJ. De dochter in land D-LTJ kan gericht zijn op het uitoefenen van reële activiteiten (bijvoorbeeld: oliewinning in de Verenigde Arabische Emiraten³¹⁴), maar ook – zelfs eenzijdig – op het profiteren van het lage winstbelastingtarief. Bij dat laatste kan het nog steeds gaan om reële activiteiten, maar is het aannemelijk dat de keuze voor de vestiging grotendeels fiscaal gemotiveerd is. Ook is het mogelijk dat winsten van andere groepsonderdelen worden verplaatst naar de *low tax jurisdiction* om deze tegen een laag tarief te laten belasten.³¹⁵ Hoe het ook zij, de doelstelling in een structuur met een *low tax jurisdiction* is veelal om te profiteren van het lage winstbelastingtarief in land D-LTJ. Als er echter geen verdrag is tussen land D-LTJ en land M wordt er mogelijk nog steeds belasting geheven: bronbelasting.

Figuur 11 Laag winstbelastingtarief, maar nog wel bronbelasting



Bron: SEO Economisch Onderzoek

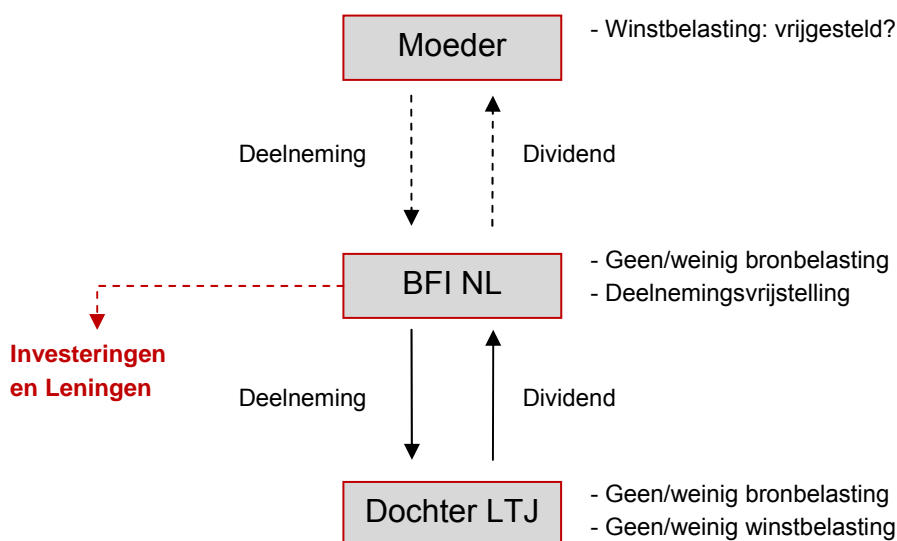
Om het betalen van bronbelasting te voorkomen, kan gebruik worden gemaakt van een Nederlandse bfi, zoals geïllustreerd in Figuur 12. In land D-LTJ wordt nog steeds geen of weinig winstbelasting geheven, maar nu wordt ook de bronbelasting op dividend in land D-LTJ via het Nederlandse verdrag gereduceerd.

0%. In dit rapport wordt het voorkomen van enkelvoudige belastingheffing gedefinieerd als 'weinig tot geen' belasting betalen, zie Box 12 in hoofdstuk 4.

³¹⁴ In Box 14 wordt verder ingegaan op voorbeelden van dividendstromen uit *low tax jurisdictions* waar het voorkomen van enkelvoudige belasting mogelijk niet het primaire motief is.

³¹⁵ De OECD spreekt in dit verband over *profit shifting*. Dit kan bijvoorbeeld worden gedaan via leningen (die leiden tot rentebetalingen aan de *low tax jurisdiction*) en licenties (die leiden tot royaltybetalingen). In Figuur 11 hangen dan nog meer partijen onder de dochter in land D-LTJ.

Figuur 12 Laag winstbelastingtarief en laag bronbelastingtarief, dankzij een Nederlandse bfi



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Door via de Nederlandse verdragen bronbelasting te voorkomen of te reduceren wordt mogelijk enkelvoudige belastingheffing voorkomen. Of dit het geval is, hangt ook af van de behandeling in het moederland. Als daar alsnog winstbelasting wordt betaald, is er geen sprake van het voorkomen van enkelvoudige heffing. Dit hoeft niet het geval te zijn, bijvoorbeeld als de winst uit het buitenland volledig wordt vrijgesteld in een *exemption* systeem.

Als de winst *wel* belast zou worden in moederland M, is het de vraag of de winst daar terecht komt. Door de winst niet uit te keren aan de moeder in land M, maar in of vanuit de bfi te gebruiken voor investeringen of leningen, kan heffing in moederland M mogelijk worden voorkomen.

Net zoals het aannemelijk is dat bfi-structuren met het gebruik van *low tax jurisdictions* gericht zijn op het minimaliseren van belastingheffing³¹⁶, is het ook aannemelijk dat in dergelijke structuren afdracht in moederland M zo veel als mogelijk zal worden voorkomen. Een bekend voorbeeld is als de uiteindelijke moeder Amerikaans is. In dat geval bestaat de mogelijkheid om belastingbetaling over de winst uit te stellen, zolang deze niet wordt uitgekeerd aan de moeder (zie Box 21

Box 21 Via deelnemingsvrijstelling en *tax exemption* in de VS profiteren van *low tax jurisdictions*

De VS hanteren, als een van de weinige 'grote' economieën, een *tax credit* systeem. Bij een dergelijk systeem moet het verschil in belastingtarief tussen bronland D-LTJ en moederland M bij uitbetaling van dividend aan de moeder alsnog worden afgerekend, waarmee het voordeel van het lage tarief in het bronland vervalt. Het afrekenen van het verschil in belasting kan in de VS echter worden voorkomen indien de winsten niet worden uitgekeerd aan de moeder in de vorm van dividend.³¹⁷

³¹⁶ In Box 14 worden enkele uitzonderingen op deze stelling beschreven.

³¹⁷ Via het zogenoemde *check-the-box* mechanisme: de dochter van de bfi wordt als het ware als 'transparant' aangemerkt waardoor de inkomsten die van de dochter naar de bfi stromen niet meegenomen worden in de heffing van het moederbedrijf in de VS.

Door de investering in de dochter te laten verlopen via een bfi in een land met een *exemption* systeem, zoals de deelnemingsvrijstelling in Nederland, kan het belastingvoordeel worden behouden. De winsten kunnen vanuit de bfi worden geïnvesteerd binnen de groep, zonder dat dividend wordt uitgekeerd aan de moeder. Dit leidt in essentie alleen tot uitstel (*tax deferral*), omdat de moedermaatschappij uiteindelijk de winst wil kunnen genieten. In de praktijk kan dit uitstel zeer lang duren. Zo kunnen de dividenden in de bfi bijvoorbeeld gebruikt worden voor investeringen in een regionaal hoofdkantoor of het (al dan niet in of via andere groepsmaatschappijen) verrichten van R&D.

Hier wordt in beginsel dus vooral geprofiteerd van de deelnemingsvrijstelling. De laatste jaren zijn steeds meer landen een (al dan niet sterk op de deelnemingsvrijstelling gelijkend) *exemption* systeem gaan hanteren. Daarnaast zijn de voorwaarden voor toepassing van de deelnemingsvrijstelling in Nederland aangescherpt. De aantrekkelijkheid van Nederland voor Amerikaanse bedrijven op dit vlak is daardoor minder groot dan in het verleden.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

In termen van fiscale motieven kan er dus een (conceptueel) onderscheid gemaakt worden tussen dividend dat wordt ontvangen uit landen die als *low tax jurisdiction* worden aangemerkt, en dividend dat wordt ontvangen uit andere landen. Wanneer Nederlandse bfi's dividend ontvangen uit *low tax jurisdictions*, wordt er geen of weinig winstbelasting betaald in het bronland. Het is dan niet aannemelijk dat het voorkomen van dubbele belastingheffing het primaire motief is voor het gebruik van de bfi. Wordt er dividend ontvangen uit andere landen, en wordt er dus wel winstbelasting betaald in het bronland, dan is het voorkomen van enkelvoudige belasting geen aannemelijk motief. Het is mogelijk dat het voorkomen van dubbele belasting dan het doel is, maar er kunnen ook andere motieven zijn. Dit wordt samengevat in Tabel 42.

Tabel 42 Conceptueel onderscheid fiscale motief van dividendstromen

Indien dividend afkomstig is uit...	...is aannemelijk motief, het voorkomen van	
	<i>Dubbele belasting</i>	<i>Enkelvoudige Belasting</i>
1. <i>Low tax jurisdiction</i>	Nee	Ja
2. Andere landen	Mogelijk	Nee

Bron: SEO Economisch Onderzoek

De volgende paragraaf verschaft enige nuance bij deze conclusies op hoofdlijnen.

De weerbarstige praktijk

Het gebruik van een Nederlandse bfi voor dividendstromen uit *low tax jurisdictions* heeft alleen zin als (i) het *low tax* bronland bronbelasting heft en (ii) Nederland een verdrag heeft met het bronland³¹⁸ en (iii) er gebruik kan worden gemaakt van de deelnemingsvrijstelling. Als aan één van deze drie voorwaarden niet voldaan wordt, wordt er normaliter geen fiscaal voordeel behaald via de Nederlandse bfi.

Het samengaan van deze drie voorwaarden lijkt op het eerste gezicht niet aannemelijk. *Low tax jurisdictions* zijn in de ogen van het publiek vooral gericht op lage belastingtarieven, waardoor verwacht mag worden dat er ook weinig tot geen bronbelasting wordt geheven, en landen die lage

³¹⁸ En bij voorkeur ook een verdrag heeft met het moederland.

tarieven als doelstelling hebben, lijken geen aannemelijke partners voor Nederland om een belastingverdrag mee te sluiten. Toch ligt de werkelijkheid genuanceerder.³¹⁹ Het heffen van een relatief laag tarief hoeft niet noodzakelijkerwijs te duiden op het aansturen op minimale belastingtarieven. Zo kiezen ontwikkelingslanden er bijvoorbeeld soms eerder voor om bronbelasting te heffen dan winstbelasting.³²⁰ Er wordt dan dus ondanks een laag winstbelastingtarief toch bronbelasting geheven. Ook zijn er diverse landen met een relatief laag winstbelastingtarief waarmee Nederland toch een verdrag heeft. Dat kan zijn omdat de mogelijkheid bestaat dat er reële activiteiten worden ondernomen ondanks het relatief lage tarief, zoals in sommige landen in het Midden-Oosten.³²¹

De derde voorwaarde, gebruik kunnen maken van de deelnemingsvrijstelling, lijkt een vasthoudender beletsel om te profiteren van lage tarieven via Nederlandse bfi's. Dat wil zeggen: afhankelijk van wat als een 'laag' effectief winstbelastingtarief wordt bestempeld. Effectieve tarieven onder de 10 procent komen niet door de onderworpenheidstoets, en er kan dan alleen gebruik worden gemaakt van de deelnemingsvrijstelling als er sprake is van een actieve deelneming. Als het effectieve tarief echter boven de 10 procent uitkomt, hoeft er geen sprake te zijn van actief inkomen om gebruik te maken van de deelnemingsvrijstelling. Indien dividend wordt ontvangen uit landen met een tarief boven de 10 procent is de kans dan ook groter dat er via een Nederlandse bfi arbitrage wordt gepleegd op het verschil in belastingtarieven. (zie Box 22). Wel is de vraag waar de grens moet worden gelegd om nog te spreken van een *low tax jurisdiction*.³²²

Een laatste nuancering geldt voor dividend dat stroomt vanuit EU-landen via Nederlandse bfi's naar andere EU-landen. In dat geval geldt op basis van de EC-directieven dat er geen bronbelasting wordt geheven. Gebruikmaken van eventueel (relatief) lage winstbelastingtarieven kan dan zonder gebruik te maken van het Nederlandse verdragenetwerk.³²³ Er spelen in dat geval andere motieven om het dividend via een Nederlandse bfi te laten verlopen.³²⁴

Deze paragraaf laat zien dat de conceptuele tweedeling zoals beschreven in paragraaf 4.2.1 ('het gaat bij dividendstromen om het voorkomen/beperken van enkelvoudige of dubbele belasting') nuance verdient. Tabel 43 illustreert de conclusies.

³¹⁹ De werkelijkheid, dat wil zeggen met welke *low tax jurisdictions* Nederland een verdrag heeft gesloten en welke *low tax jurisdictions* bronbelasting heffen, wordt weergegeven in Bijlage C.

³²⁰ Winstbelasting heffen is relatief complex, terwijl het heffen van bronbelasting relatief eenvoudig is. Omdat ontwikkelingslanden soms de mankracht of expertise missen om winstbelasting te heffen, wordt eerder gekozen voor bronbelasting. Een laag winstbelastingtarief wordt dan mogelijk 'gecompenseerd' door het heffen van bronbelasting.

³²¹ De belastingdienst wil voorkomen dat Nederlandse fiscale faciliteiten misbruikt worden. Landen met zeer lage winstbelastingtarieven zijn daarbij mogelijk verdacht. Maar de belastingdienst gebruikt bij de beoordeling van landen een eigen beoordelingskader. Dit hoeft niet noodzakelijkerwijs overeen te komen met de definitie van *low tax jurisdictions* of *tax havens* zoals hier gedefinieerd.

³²² Getuige de regels van de deelnemingsvrijstelling bestempelt de Nederlandse belastingwet een tarief hoger dan 10% niet als 'laag'.

³²³ Sommige Europese landen heffen een tarief dat net op of boven 10% ligt.

³²⁴ Gedacht kan worden aan een relatief aantrekkelijke deelnemingsvrijstelling, alhoewel ook andere Europese landen op dat vlak inmiddels aantrekkelijke regelingen hebben. Maar ook het bredere vestigingsklimaat kan een rol spelen.

Box 22 Effectief tarief beïnvloedt waarschijnlijkheid van voorkomen enkelvoudige heffing als motief

Als Nederlandse bfi's dividend ontvangen uit *low tax jurisdictions*, zijn er ruwweg twee scenario's in het kader van de deelnemingsvrijstelling. De *low tax jurisdiction* hanteert een effectief winstbelastingtarief van minder dan 10 procent. In dat geval zal het dividend alleen maar in aanmerking komen voor de deelnemingsvrijstelling, en dus interessant zijn in termen van fiscaal voordeel, als er sprake is van een 'actieve deelneming'. Hoewel het Nederlandse verdragen netwerk en de deelnemingsvrijstelling in dat geval faciliteren dat de laagbelaste winst zonder additionele bronbelasting naar de moeder kan worden uitgekeerd³²⁵, gaat het hier om reële activiteiten in de *low tax jurisdiction*. De Nederlandse belastingwet acht dit billijk.

De gedachte hierachter is dat een land waar reële activiteiten worden uitgeoefend, en dus sprake is van een actieve deelneming, zelf mag bepalen hoeveel belasting het heft over die activiteiten. Dit is anders als er alleen geld door een *low tax jurisdiction* stroomt om gebruik te maken van een laag tarief, zonder dat er sprake is van reële activiteiten. Via een dergelijke 'passieve' deelneming wordt mogelijk misbruik gemaakt van de Nederlandse fiscale faciliteiten. Dat wordt in beginsel niet toegestaan. In beide gevallen wordt er geen of weinig winstbelasting betaald. De billijkheid van het standpunt om gebruik van Nederlandse faciliteiten bij een passieve niet maar bij een actieve deelneming wel toe te staan, is een fiscaal maar ook moreel vraagstuk dat buiten de scope van dit onderzoek valt.

De tweede optie is dat de *low tax jurisdiction* een effectief winstbelastingtarief van meer dan 10 procent hanteert.³²⁶ Doordat het tarief boven de 10 procent uitkomt, hoeft er geen sprake te zijn van actief inkomen om gebruik te maken van de deelnemingsvrijstelling. Al met al is de kans bij dividend afkomstig uit deze landen groter dat er via een Nederlandse bfi arbitrage wordt gepleegd op het verschil in belastingtarieven.³²⁷ Het gaat daarbij niet meer om het volledig voorkomen van enkelvoudige belasting, er wordt immers wel winstbelasting geheven in het bronland, maar om het reduceren van enkelvoudige belasting. In de Nederlandse belastingwetgeving is de grens voor wat een 'te laag' winstbelastingtarief is, dus gelegd bij 10 procent. Ook de billijkheid van dit standpunt is een fiscaal en moreel vraagstuk, dat buiten de scope van dit onderzoek valt.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

³²⁵ Nogmaals: aangenomen dat de *low tax jurisdiction* bronbelasting heft en Nederland een verdrag heeft met dat land.

³²⁶ De vraag is of dergelijke landen als *low tax jurisdictions* moeten worden bestempeld. Getuige de regels van de deelnemingsvrijstelling bestempelt de Nederlandse belastingwet een tarief hoger dan 10% blijkbaar niet als 'laag'.

³²⁷ Het (effectieve) winstbelastingtarief in de *low tax jurisdiction* moet dan lager zijn dan in het moederland.

Tabel 43 Nadere onderverdeling van fiscale motief van dividendstromen via Nederlandse bfi's

Indien dividend afkomstig is uit...	...is aannemelijk motief, het voorkomen van		Opmerkingen
	Dubbele belasting	Enkelvoudige Belasting	
1. <i>Low tax jurisdiction</i> , waarvan			
1a. met effectief winstbelastingtarief < 10%	Nee	Ja	-Dividend komt uit 'actieve' deelnemingen, er wordt niet gehandeld 'tegen de geest van de wet'.
1b. met effectief winstbelastingtarief ≥ 10%*	Nee	Ja	-Het gaat hier om reduceren enkelvoudig tarief (arbitrage). -Dividend komt uit 'actieve' of 'passieve' deelnemingen, alleen bij die laatste wordt er gehandeld 'tegen de geest van de wet'.
2. Andere landen, waarvan			
2a. dividend van en naar EU-landen	Nee	Nee	-Verdragennetwerk NL biedt geen voordelen, er zijn andere (mogelijk niet-fiscale) motieven
2b. dividend niet van en naar EU-landen	Mogelijk	Nee	

Bron: SEO Economisch Onderzoek; *de vraag is of deze landen als *low tax jurisdiction* moeten worden betiteld, getuige de regels van de deelnemingsvrijstelling bestempelt de Nederlandse belastingwet een tarief hoger dan 10 procent niet als 'laag'. Het antwoord op deze vraag bepaalt of er daadwerkelijk 'tegen de geest van de wet' wordt gehandeld.

Bijlage D Casestudies

Hieronder wordt een drietal casestudies uitgewerkt. De cases hebben als doelstelling om op basis van praktijkvoorbeelden handen en voeten te geven aan de soms complexe bfi-materie. Hoewel het aantal cases te beperkt is voor harde conclusies, illustreren ze dat bedrijven uiteenlopende redenen hebben om voor bepaalde structuren te kiezen, dat ook de invulling hiervan per casus wordt bepaald, en dat fiscaliteit een steeds terugkerend motief is.³²⁸

Tommy Hilfiger

Kerngegevens

Bedrijf: Tommy Hilfiger

Pijler: bfi

Type: Europees hoofdkantoor

Introductie

Tommy Hilfiger heeft zijn Europees hoofdkantoor in Amsterdam gevestigd. Deze werkmaatschappij is verantwoordelijk voor de marketing, design, verkoop, inkoop en fabricage van alle Tommy producten. Daarnaast komen de internationale royalty's vanuit het licenseren van het merkrecht bij deze bfi binnen.

Tommy Hilfiger is opgericht in 1985 in Amerika. In 1992 is het bedrijf in Amerika naar de beurs gegaan. In 1997 is Tommy Hilfiger begonnen in Nederland (Amsterdam) met Europese distributieactiviteiten. Daartoe werd een licentieovereenkomst tussen het Nederlandse kantoor en het bedrijf in de VS gesloten. Geleidelijk aan werden de activiteiten uitgebreid met marketing en designwerkzaamheden. In 2006 is Tommy Hilfiger door de Britse private-equity onderneming Apax van de beurs gehaald. In mei 2010 verkocht Apax Tommy Hilfiger aan PVH. PVH is een beursgenoteerde onderneming, gevestigd in New York.

Vanaf 1997 is het Europese hoofdkantoor in het centrum van Amsterdam gevestigd. Toentertijd was de verwachting dat men met 50 personeelsleden de verkoopactiviteiten kon verrichten en 20 man voor logistiek. Dit is uitgegroeid tot een hoofdkantoor verantwoordelijk voor de marketing, design, verkoop, inkoop en fabricage van alle Tommy Hilfiger producten. Hier werken momenteel ongeveer 750 man. Vanaf het ontwerpen van kleding tot en met de marketing wordt vanuit Amsterdam gecoördineerd voor de Europese en Aziatische markt. Noord- en Zuid-Amerika wordt vanuit de VS gedaan.

In Limburg is vanaf 1997 het Europees distributiecentrum gevestigd. In 1997 waren hier 20 werknemers verantwoordelijk voor. Inmiddels werken er ongeveer 150 mensen. In de zomer

³²⁸ Er is gesproken met vertegenwoordigers van Tommy Hilfiger en Vimpelcom. Exxon heeft er voor gekozen af te zien van een gesprek. Dit moet vermoedelijk mede in het licht worden gezien van de commotie rondom dit onderwerp. Wij danken de interviewpartners voor hun bijdrage.

komen hier 300-500 tijdelijke hulpkrachten bij. Deze locatie is gekozen vanwege logistieke redenen. Per boot kunnen de producenten via de haven van Rotterdam binnenkomen en het distributiecentrum zit dicht bij Duitsland en België.

Er zijn op het moment ontwikkelingen waardoor meer onderdelen naar Nederland komen en onder Tommy Hilfiger komen te vallen. Maar dit is vooralsnog niet definitief.

Tommy Hilfiger is in Nederland van 70 werknemers in 1997 tot 900 werknemers in 2012 uitgegroeid. Daar komt de inhuur van 300 tot 500 tijdelijke krachten voor het distributiecentrum nog bij.

Reden van vestiging in Nederland

Toen het bedrijf in de jaren '90 alleen nog in Amerika zat, wilde het zich graag ook in Europa vestigen. Dit om de producten ook in Europa te kunnen afzetten.

Londen en Amsterdam waren de twee mogelijke vestigingslocaties als 'gateway to Europe'. Nederland is uit deze twee gekozen, voornamelijk vanwege het fiscale klimaat. Zo is het mogelijk om in Nederland zekerheid te verkrijgen over de fiscale positie en maakte het bedrijf gebruik van de mogelijkheid van een tax ruling. Wat ook meespeelde was dat het management uit Nederland kwam. Daarnaast is Amsterdam een internationale stad ten opzichte van bijvoorbeeld Luxemburg, waardoor makkelijk werknemers kunnen worden aangetrokken. Het Nederlandse CAO-stelsel is in dat verband, vanwege het kostenverhogende effect, een min-factor in het vestigingsklimaat voor internationale bedrijven in Nederland.

Nederland bevalt als vestigingsplaats, maar het is geen vanzelfsprekendheid. Er zal altijd een afweging zijn met andere locaties (bijvoorbeeld Zwitserland en het VK), waarbij de fiscaliteit (heffing en betrouwbaarheid) een zeer belangrijke factor is. Het huidige klimaat in Nederland en in het bijzonder de kritische kanttekeningen in media en politiek dragen niet bij tot een positieve beeldvorming over Nederland. Er zijn plannen voor een verdere uitbreiding met ongeveer 200 personeelsleden. Er wordt gekeken naar het land waar dat zal plaatsvinden. Het VK is daarbij één van de landen op de "shortlist".

Bij een eventuele verhuizing zouden de kosten vooral in het verplaatsen van personeel gaan zitten. Het ontbinden van BV's en de financiële constructie van het bedrijf zou een kleinere kostenpost zijn.

De structuur

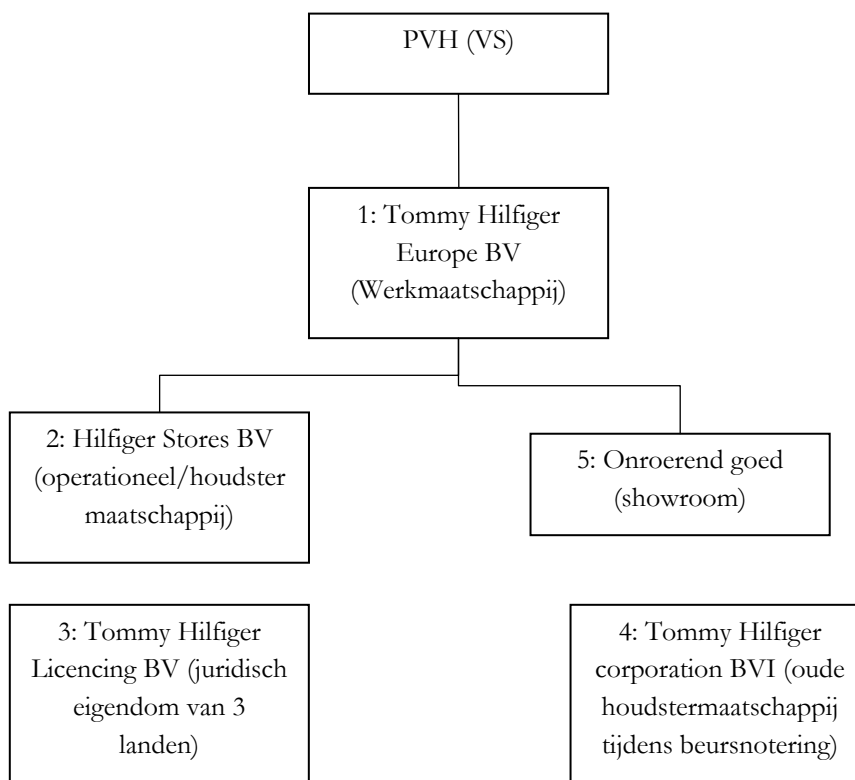
Het Amerikaanse PVH is eigenaar van Tommy Hilfiger. De concernleiding van PVH in de Verenigde Staten is uiteindelijk verantwoordelijk als beursgenoteerde onderneming. Er is sprake van een nauwe samenwerking tussen de leiding van Tommy Hilfiger in de Verenigde Staten en Nederland (normale concernbetrokkenheid).

Hoewel de fiscaliteit een belangrijke overweging was bij vestiging in Nederland, geldt voor Tommy Hilfiger het credo 'form follows function'. De vennootschappen (zie Figuur 13) weerspiegelen de operaties van het concern binnen en buiten Nederland: kleren ontwerpen, produceren en verkopen, deels zelf, deels in licentie.

De structuur van het concern ziet er als volgt uit.

1. Tommy Hilfiger Europe BV: Het niet-Amerikaanse hoofdkantoor is de werkmaatschappij. De activiteiten van deze vennootschap zijn de exploitatie van het merkenrecht middels het maken en verkopen van kleding, maar ook door middel van het verstrekken van sublicenties aan derden. Vanuit deze vennootschap worden alle activiteiten vorm gegeven (nu 750 man) voor bepaalde geografische markten. Naast de omzet uit de verkopen komen hier de internationale royalty's binnen. Met andere woorden; het economisch eigendom van de licentie ligt bij deze BV. De andere BV in Nederland hangt onder Tommy Hilfiger Europe BV. Dit vanwege de mogelijkheid om de resultaten van de activiteiten waar dan ook verricht te consolideren in één jaarrekening. Vanwege de verwevenheid van de activiteiten is het niet precies vast te stellen hoeveel werknemers aan de royalty activiteiten werken, maar dit aantal is aanzienlijk.
2. Hilfiger Stores BV: Deze BV houdt aandelen van de winkels. In totaal omvat dit 15 winkels en 2 *outlet stores* waar gezamenlijk 200-300 werknemers werken. Alle ondersteunende diensten waaronder administratie en financiële zaken worden door Tommy Hilfiger Europe BV verzorgd.
3. Tommy Hilfiger Licensing BV: Deze BV houdt het juridische eigendom van het merkenrecht voor bepaalde geografische gebieden. Hier is voor gekozen op advies van juristen, om juridische redenen. Echter, het recht heeft een onlosmakelijk verband met de werkzaamheden van Tommy Hilfiger Europe BV waar de 750 man werken. Door het juridisch eigendom van de licentie los te houden van Tommy Hilfiger Europe BV kunnen crediteuren niet via een claim bij het merkrecht komen. Deze BV dient als een afschermingsvehikel voor de licentie. De BV heeft geen substance maar is functioneel als afschermingsvehikel. Het valt daarom niet onder Tommy Hilfiger Europe BV.
4. Tommy Hilfiger corporation BVI: Dit is de oude houdstermaatschappij uit de tijd van de beursnotering. Deze vennootschap heeft geen substance, maar wordt aangehouden vanwege de emotionele waarde die de eerdere beursnotering nog vertegenwoordigt (en een lopende claim). Hij is naar Nederland gehaald omdat alle BV's hier resideren. Aangezien er geen activiteiten meer plaatsvinden, staat de houdstermaatschappij los van de andere BV's.
5. Onroerend goed: Hier zit bijvoorbeeld de showroom aan het Amsterdamse Rokin in.

Figuur 13 Organisatiestructuur van Tommy Hilfiger



Bron: SEO Economisch onderzoek, op basis van Amadeus

Omvang

Tommy Hilfiger Europe BV is als Europees hoofdkantoor verantwoordelijk voor alle activiteiten voor de Europese en Aziatische markt. Hiermee had het in 2011 een omzet van \$ 1,8 miljard. Het Europese hoofdkantoor zorgt daarmee voor een hogere omzet dan het Amerikaanse hoofdkantoor. Deze laatste is verantwoordelijk voor Noord- en Zuid-Amerika en had in 2011 een omzet van \$ 1,3 miljard. Het bedrijf zet haar producten wereldwijd in meer dan 90 landen af.³²⁹ In 2011 had het hele bedrijf een bedrijfsresultaat van \$ 353 miljoen.³³⁰

Risico's

Eén van de risico's die aanwezig kan zijn bij bfi's is het integriteitsrisico. Indirect toezicht door trustkantoren zou het risico moeten verlagen. Nu zijn het voornamelijk de kleinere bfi's die diensten van een trustkantoor afnemen. Grotere bfi's hebben over het algemeen zelf personeel in huis dat de benodigde expertise heeft. Zo maakt Tommy Hilfiger ook geen gebruik van een trustkantoor. Hoewel het indirect toezicht daardoor afwezigheid is, staan grotere bedrijven zoals Tommy Hilfiger veelal onder publieke aandacht en lopen reputatierisico als zij zich niet integer gedragen. Daarom zal het integriteitsrisico voor Tommy Hilfiger beperkt zijn.

Economisch belang

³²⁹ www.pvh.com/brands_tommy_hilfiger.aspx

³³⁰ Non-GAAP

De activiteiten die Tommy Hilfiger in Nederland uitvoert, zorgen voor werkgelegenheid voor 900 man. In de zomer komen hier 300-500 tijdelijke hulpkrachten bij voor het distributiecentrum.

Analyse

Zoals eerder besproken in dit rapport trachten ondernemingen via internationale fiscale planning dubbele belasting te voorkomen, door inkomen en winst te verplaatsen en de belastinggrondslag te verlagen. Voor deze fiscale planning kunnen bfi's worden gebruikt. Echter, deze bedrijven kunnen ook (kern)activiteiten verrichten binnen de groep. Hiervan lijkt bij Tommy Hilfiger sprake te zijn. Er zijn vier actieve bfi's in Nederland gevestigd. Naast de werkmaatschappij waar 750 mensen werkzaam zijn, is er één BFI waarin het onroerend goed is ondergebracht en één waarin de aandelen van alle Hilfiger winkels zijn ondergebracht.

Duidelijk is dat de meeste werkzaamheden van Tommy Hilfiger vanuit de werkmaatschappij worden ondernomen. Zo wordt ook de administratie van de winkels uit de andere BV door de werkmaatschappij gedaan. Deze houdt echter niet het juridisch eigendom van de merkrechten, hier is een aparte BV voor opgericht. Op deze manier wordt het merkenrecht afgeschermd voor potentiële claims. De internationale royalty's komen wel binnen bij de werkmaatschappij.

Eén van de redenen voor Tommy Hilfiger om zich in Nederland te vestigen, was het fiscale klimaat. Zo is de mogelijkheid van tax rulings erg belangrijk. Daarnaast is Amsterdam een internationale stad waardoor makkelijk werknemers kunnen worden aangetrokken en had het management een band met Nederland. Het bedrijf is uitgegroeid van 70 werknemers tot 750 werknemers in Nederland. Vanaf het moment van vestiging was reeds sprake van economische activiteit zoals marketing en verkoop van kleding aan Europa.

Vimpelcom

Kerngegevens

Bedrijf: Vimpelcom

Pijler: bfi

Type: Hoofdkantoor

Introductie

Vimpelcom is een internationaal opererend bedrijf, in Nederland gevestigd met een fysiek hoofdkantoor en een aantal bfi's, waarin onder meer houdster- en financieringsactiviteiten zijn ondergebracht. Er is geen sprake van royalty-stromen of schaduwbankactiviteiten.

Vimpelcom biedt telecommunicatiediensten aan in diverse landen in Europa, Afrika, Midden-Oosten en Azië. Het wereldwijd aantal mobiele telefonieabonnees van Vimpelcom bedroeg in 2011 212 miljoen.³³¹ Het hoofdkantoor is in Nederland gevestigd. Vimpelcom is een *joint venture* van een privaat Russisch investeringsfonds (Alfa Group) en het Noorse staatstelecombedrijf

³³¹ Gegevens ontleend aan het jaarverslag 2011 van Vimpelcom.

TeleNor. Het bedrijf is genoteerd aan de NYSE. In 2011 had het bedrijf een omzet van 20,3 miljard dollar.

Vimpelcom is in 2009 uit een fusie in zijn huidige vorm ontstaan. De eigenaren in 2009, naast de huidige aandeelhouders was er een derde –private– partij uit Israël, kozen voor Amsterdam als vestigingsplaats voor het wereldwijde hoofdkwartier op grond van een aantal criteria, waarin geen duidelijke hiërarchie is aan te geven:

- een juridische en fiscale infrastructuur die de mogelijkheid biedt om een *joint venture* vanuit de drie landen van herkomst te structureren;
- een ‘neutrale’ plaats, niet zijnde de thuisbasis van een der drie *founding partners*,
- een land met een stabiele overheid en dito wetgeving;
- een fiscale infrastructuur die past bij een structuur van werkmaatschappijen in een veelheid van landen;
- een aanbod van arbeid dat past bij een internationaal opererend bedrijf;
- een woonklimaat dat past bij het aantrekken internationaal georiënteerde hoog opgeleiden;
- de beschikbaarheid van betaalbare huisvesting;
- een goede (internationale) bereikbaarheid.

Het hoofdkantoor is in 2009 in Amsterdam begonnen, zonder personeel. Inmiddels is het uitgegroeid tot 150 banen. Het bedrijf is gevestigd aan de Zuidas, vanwege de bereikbaarheid en vanwege de voorkeur die het internationale personeel heeft voor het wonen in Amsterdam.

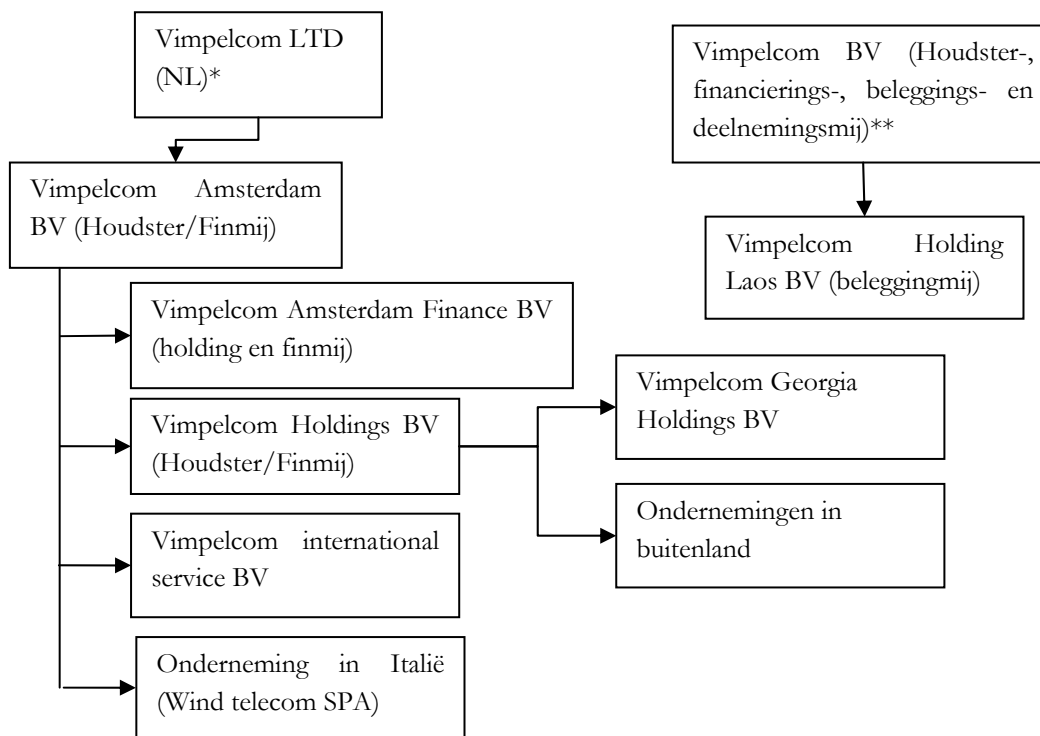
De structuur

De moedermaatschappij van Vimpelcom, is een Ltd naar Bermudaans recht. Hier is voor gekozen vanwege de mogelijkheid om een Ltd te vestigen, wat niet kan in het Nederlands NV-recht.³³² In deze Ltd vinden geen activiteiten plaats. Alle hoofdkantooractiviteiten vinden plaats in Amsterdam binnen Nederlandse vennootschappen.

Op basis van de internationale bedrijvendatabase Amadeus kan de structuur van Vimpelcom en haar in Nederland gevestigde onderdelen worden weergegeven.

³³² Het is voorstelbaar dat het belastingregime op Bermuda een andere reden was, maar het is niet mogelijk gebleken dit te toetsen.

Figuur 14 Organisatiestructuur van Vimpelcom



Bron: SEO Economisch onderzoek, op basis van Amadeus; * Vimpelcom Ltd. is een vennootschap die is opgericht naar Bermudaans recht en die feitelijk in Nederland is gevestigd; ** Uit de gegevens van Amadeus is niet te achterhalen hoe Vimpelcom bv en daaronder hangende bv voor Laos zich verhouden ten opzichte van Vimpelcom LTD of of de houdstermaatschappij in Amsterdam.

Vimpelcom telt circa 25 werkvennootschappen in Nederland. Die vennootschappen zijn deels functioneel, en deels *legacy*: het bedrijf in de huidige vorm is ontstaan als een fusieconglomeraat van kleinere telecombedrijven. Al deze bedrijven hadden een eigen vennootschappelijke structuur. Bij het tot stand komen van de huidige structuur zijn de vennootschappen overgebracht naar Nederland. Het opschonen van de structuur is een taak die voor de komende jaren op de agenda staat.

Voor Vimpelcom geldt *form follows function*: de vennootschappen van Vimpelcom in Nederland ondersteunen de internationale structuur van de bedrijfsvoering. De actieve vennootschappen in Nederland hebben een juridische, operationele of financiële functionaliteit. De holding is er om de winsten uit de verschillende landen veilig, en zonder dubbele belastingheffing, naar de rechthebbende aandeelhouders te kunnen brengen. Het netwerk van belastingverdragen dat Nederland heeft, juist met landen als Kazachstan, Kirgizië en Algerije, is daarbij essentieel. Het vermijden van lokaal belasting betalen in de landen waar telecomdiensten worden geleverd, is geen oogmerk. Volgens Vimpelcom is het zaak om in landen met een minder stabiel politiek systeem de autoriteiten fiscaal niet te provoceren.

De financieringsvennootschappen zijn ondersteunend in de internationale concernfinanciering. Er is een afzonderlijke vehikel voor obligaties en er zijn SPV's voor externe financiering. Het personeel in Nederland is in een afzonderlijke bv ondergebracht. De senior partners zijn via eigen

persoonlijke vennootschappen aangekoppeld. Internationale product- en contractontwikkelingsactiviteiten worden waar nodig in afzonderlijke vennootschappen ondergebracht. *Central roaming* wordt als voorbeeld genoemd: daarin worden wereldwijd diensten verleend en contracten met andere *telecomcarriers* afgesloten; dat vergt een eigen zakelijke entiteit met een internationale overspanning.

De vennootschappen in Nederland vormen een fiscale eenheid, waar het gaat om de afdracht van btw en vpb. Het meeste personeel is ondergebracht in de personeels-bv.

Risico's

De moedermaatschappij is opgezet naar Bermudaans recht, volgens diverse rapporten een *tax haven*. De door de houdster behaalde winsten worden pas op het niveau van haar aandeelhouders in Amerika belast indien die winsten worden uitgekeerd.³³³ Het is voorstelbaar dat het oprichten van de Ltd naar Bermudaans recht een fiscale reden heeft, maar het is niet mogelijk gebleken dit te toetsen. Dit impliceert een risico in het kader van de internationale fiscale reputatie en de morele discussie over Nederland als 'belastingparadijs'.

Economisch belang

Vimpelcom biedt in Nederland geen Telecomdiensten aan. Alle concernactiviteiten (legal and regulatory affairs, human resources, public relations, investor relations, M&A, corporate finance, tax, accounting and control, treasury, commercial operations, technological strategy and procurement) vinden plaats in Amsterdam. Op het hoofdkantoor werken ongeveer 150 mensen, met 17 verschillende nationaliteiten. Het bedrijf is een substantiële huurder op de Zuidas. Het personeel in Amsterdam is veelal hoogopgeleid, met een hoog aandeel ex-pats die veelal in Amsterdam wonen.

De belastingverdragen en de aanwezigheid van een internationaal georiënteerd netwerk van (financiële) dienstverleners, maakt Nederland aantrekkelijk als spilpunt voor concernfinanciering en *procurement*. De inkoop van zakelijke diensten (accountants, advocatuur, bancaire diensten, internationale consultants) beloopt 40 miljoen euro per jaar. Dat werkt door in belastingafdracht in de vorm vpb, ib en btw.

Analyse

Vimpelcom is een bedrijf met aandeelhouders uit verschillende landen, dat internationaal opereert. Een dergelijk bedrijf vergt een functionele, juridische en fiscale structuur die recht doet aan die internationale complexiteit. De aantrekkelijkheid van Nederlands als vestigingsplaats is gelegen in zowel fiscale als infrastructurele aangelegenheden. De combinatie van de specifieke nationaliteiten van de aandeelhouders en de landen waar het bedrijf actief is, leidt er toe dat er niet veel andere vestigingslanden geschikt zijn. Londen was de belangrijkste alternatieve vestigingsplaats. Vestiging daar was niet mogelijk wegens onvolkomen aansluiting tussen de Britse en Noorse juridische omgeving. Dergelijke belemmeringen spelen ook voor Luxemburg.

³³³ Op basis van de zogenaamd tax deferral in de Verenigde Staten wordt winst van buitenlandse dochters pas belast als deze wordt uitgekeerd.

ExxonMobil

Kerngegevens

Bedrijf: ExxonMobil

Type: bfi

Peiler: Houdstermaatschappij, financieringsmaatschappij en werkmaatschappij

Introductie

ExxonMobil is een beursgenoteerde (NYSE) Amerikaanse olie/energie-maatschappij, die wereldwijd opereert.³³⁴ Volgens jaarverslaggegevens is het bedrijf actief “in alle belangrijke regio’s” met oliewinning en raffinage en worden er producten in 120 landen verkocht. Het hoofdkwartier staat in Irving, Texas.

ExxonMobil (in 1999 ontstaan uit een fusie tussen Mobil Oil en Esso) is sinds 1955 actief in Nederland, met een fabriek in Pernis. Naar eigen opgave van het bedrijf werken er in Nederland ongeveer 1.450 mensen bij het bedrijf, de meeste in productievervestigingen in de Botlek en in Limburg.

In 1997 zijn de organisaties in Nederland, België en Luxemburg samengevoegd. Het nieuwe Benelux-hoofdkwartier is in Breda gehuisvest. Daar werken circa 350 mensen.³³⁵ ExxonMobil is minderheidsaandeelhouder van olie- en gasgerelateerde bedrijven in Nederland, waaronder terminals in de Europoort, de NAM en GasTerra.

Bfi's in Nederland

ExxonMobil wordt genoemd als één van de buitenlandse bedrijven met de meeste vennootschappen in Nederland. *De Volkskrant* meldde 64 vennootschappen in Nederland, waarvan 36 zonder personeel. Volgens dat onderzoek zou met de bfi's in totaal 1.328 miljoen euro gemoeid zijn waarover geen of nauwelijks belasting is betaald.³³⁶

Database Amadeus maakt melding van 41 in Breda gevestigde vennootschappen, waarvan 37 zonder personeel. Uit de naamgeving van deze vennootschappen kan worden afgeleid dat er sprake is van minstens één houdstermaatschappij en één financieringsmaatschappij. De overige vennootschappen verwijzen naar lokale werkmaatschappijen in Europa, Azië, Afrika en Zuid-Amerika.³³⁷

Uit de hoeveelheid vennootschappen en hun naamgeving kan worden afgeleid dat de vennootschappen deels gericht zijn op het aansturen van werkmaatschappijen in diverse

³³⁴ Exxon Mobil reageerde afwijzend op een aanvraag voor een gesprek voor een nadere toelichting op de relatie tussen de financiële en de real economy aanwezigheid in Nederland.

³³⁵ *ExxonMobil in Nederland*, eigen uitgave van ExxonMobil (2012).

³³⁶ Volkskrant, 23 januari 2013. Fiscale wirwar in vrijplaats Nederland

³³⁷ Om precies te zijn: Nederland, Luxemburg, Polen/Wit Rusland, Oekraïne, ‘Oost Europa’, Turkije, Turkmenistan, Indonesië, De Filippijnen, Nigeria en Argentinië.

buitenlanden en op concernfinanciering.³³⁸ Daarbij maakt het bedrijf gebruik van de Nederlandse verdragenstructuur.

Als internationale voorpost van een Amerikaanse multinational is het waarschijnlijk dat ExxonMobil de Nederlandse vennootschappen gebruikt als schakelpunt in de internationale concernfinanciering en *tax planning*. Zolang winsten niet worden gerepatrieerd naar de Verenigde Staten vindt er aldaar, onder bepaalde voorwaarden, geen additionele heffing plaats over die winsten.

Risico's en economisch belang

De risico's van de aanwezigheid van de ExxonMobil-vennootschappen liggen geheel op het gebied van de internationale fiscale reputatie en de morele discussie over Nederland als 'belastingparadijs'.

Tegenover dit risico staat een aanzienlijke aanwezigheid in de Nederlandse economie. Met 1.450 'directe banen' en het aandeelhouderschap in andere bedrijven in Nederland is ExxonMobil een substantiële werkgever. Er is geen informatie over de verhouding tussen de toegevoegde waarde van de Nederlandse vestigingen en de geldstromen van de vennootschappen die bij de buitenlandse werkmaatschappijen behoren.

³³⁸ Ook is het mogelijk dat een deel van de BV's zelf in het buitenland exploreren/exploiteren.

Bijlage E Overzicht low tax jurisdictions

Tabel 44 Landen vennootschapsbelasting 0-9,99%

Land	Vennootschapsbelasting (%)	Verdrag met NL	Bronbelasting		
			Dividend (%)	Rente (%)	Royalty (%)
Anguilla	0	Nee	nb	nb	nb
Bahama's	0	Nee	Nee	Nee	Nee
Bahrein	0	Ja	Nee	Nee	Nee
Bermuda	0	Nee	Nee	Nee	Nee
Bonaire	0	Ja	Nee	Nee	Nee
Britse Maagdeneilanden	0	Nee	Nee	Nee	Nee
Caymaneilanden	0	Nee*	Nee	Nee	Nee
Guernsey	0	Nee*	Nee	Nee	Nee
Man	0	Nee	Nee	Nee	Nee
Jersey	0	Nee	Nee	Nee	Soms
Nauru	0	Nee	nb	nb	nb
Palau	0	Nee	nb	nb	nb
Saba	0	Ja	Nee	Nee	Nee
St. Eustatius	0	Ja	Nee	Nee	Nee
Turks- en Caicoseilanden	0	Nee	nb	nb	nb
Verenigde Arabische Emiraten	0	Ja	Nee	Nee	Nee
Vanuatu	0	Nee	nb	nb	nb
Belize	0,75	Nee	nb	nb	nb
Marshalleilanden	3	Nee	nb	nb	nb
Micronesië	3	Nee	10	10	10
Turkmenistan	8	Nee	nb	nb	nb
Colombia	9	Nee	Soms	Soms	Nee
Montenegro	9	Nee	9	9	9
Oezbekistan	9	Ja	10	10	20
Malta*	<10	Ja	0	0	0

Bron: SEO Economisch onderzoek, op basis van Ernst & Young (2013) en IBFD (2013); De vennootschapstarieven zijn nominale tarieven, in een beperkt aantal gevallen (*) is op basis van expert judgement een land toegevoegd waarvan bekend is dat het effectieve tarief in de aangegeven ranges valt; In veel gevallen zijn verdragen of is verdere fiscale regelgeving van toepassing, waardoor betaalde vennootschaps- en bronbelasting in specifieke gevallen kan afwijken van de weergegeven tarieven. Er is geen onderzoek gedaan naar de hoogte van de (gebruikelijke) effectieve tarieven.

Tabel 45 Landen vennootschapsbelasting 10-15%

Land	Vennootschaps- belasting (%)	Verdrag met NL	Bronbelasting		
			Dividend (%)	Rente (%)	Royalty (%)
Albanië	10	Ja	10	10	10
Bosnië-Herzegovina	10	Nee	nb	nb	nb
Bulgarije	10	Ja	5	5-10	5-10
Cyprus	10	Nee	0	0	0
Gibraltar	10	Nee	nb	nb	nb
Kosovo	10	Nee	nb	nb	nb
Kirgizië	10	Nee	nb	nb	nb
Macedonië	10	Ja	10	10	10
Paraguay	10	Nee	15	6	15
Qatar	10	Ja	10	10	10
Oost-Timor	10	Nee	nb	nb	nb
Soedan	10 - 15	Nee	nb	nb	nb
Zuid-Soedan	10 - 15	Nee	nb	nb	nb
Zwitserland*	10 - 15	Ja	35	0-35	0
Macau	12	Nee	Nee	Nee	Nee
Moldavië	12	Ja	6-15	12	12
Oman	12	Ja	10	10	10
Ierland	12,5	Ja	20	20	20
Liechtenstein	12,5	Nee	Nee	Nee	Nee
Jordanië	14	Ja	0	5	7
Georgië	15	Ja	nb	nb	nb
Koeweit	15	Ja	15	0	0
Letland	15	Ja	0-15	0-10	5-15
Libanon	15	Nee	10	10	10
Litouwen	15	Nee	0-15	0-10	0-10
Maldiven	15	Nee	Nee	Nee	Soms
Mauritius	15	Nee	Nee	Soms	Soms
Servië	15	Nee	20	20	20
Tadzjikistan	15	Nee	nb	nb	nb

Bron: SEO Economisch onderzoek, op basis van Ernst & Young (2013) en IBFD (2013); De vennootschapstarieven zijn nominale tarieven, in een beperkt aantal gevallen (*) is op basis van expert judgement een land toegevoegd waarvan bekend is dat het effectieve tarief in de aangegeven ranges valt; In veel gevallen zijn verdragen of is verdere fiscale regelgeving van toepassing, waardoor betaalde vennootschaps- en bronbelasting in specifieke gevallen kan afwijken van de weergegeven tarieven. Er is geen onderzoek gedaan naar de hoogte van de (gebruikelijke) effectieve tarieven.

Bijlage F Overzicht *tax havens* en *offshore financial centres*

Tabel 46 *Tax havens en offshore financial centres*

Tax Havens Standaard ³³⁹ (Gravelle 2013)	Extra landen ³⁴⁰ Tax Justice Network (2007)	Offshore financial centres ³⁴¹ (DNB interne gegevens)
Amerikaanse Maagdeneilanden	België	Amerikaanse Maagdeneilanden
Andorra	Hongarije	Andorra
Antigua en Barbuda	IJsland	Antigua en Barbuda
Aruba	Italië	Aruba
Bahama's	Nederland	Bahama's
Bahrein	Noordelijke Marianen	Bahrein
Barbados	Sao Tomé en Principe	Barbados
Belize	Somalië	Belize
Bermuda	Uruguay	Bermuda
Britse Maagdeneilanden	Zuid-Afrika	BES eilanden
Caymaneilanden		Britse Maagdeneilanden
Cookeilanden		Caymaneilanden
Costa Rica		Cookeilanden
Cyprus		Curaçao
Dominica		Dominica
Gibraltar		Filippijnen
Grenada		Gibraltar
Guernsey		Grenada
Hongkong		Guernsey
Ierland		Hongkong
Jersey		Jersey
Jordanië		Libanon
Libanon		Liberia
Liberia		Liechtenstein
Liechtenstein		Man
Luxemburg		Marshalleilanden
Macau		Mauritius
Maldiven		Nauru
Malta		Nederlandse Antillen
Man		Niue
Marshalleilanden		Panama
Mauritius		Saint Lucia
Monaco		Saint Vincent en de Grenadines
Nauru		Samoa
Nederlandse Antillen		Seychellen

³³⁹ Dit is de standaardlijst van tax havens die door het rapport wordt gebruikt.

³⁴⁰ Tax Justice Network noemt verder de *gebieden* Frankfurt, Tel Aviv, Madeira, Ingushetia, Melilla, Taipei Noord Cyprus, Londen, New York, Dubai en Labuan als tax havens.

³⁴¹ Anquilla, Montserrat Saint Kitts en Nevis worden zowel door Gravelle als door DNB genoemd maar niet meegenomen in de analyse wegens gebrek aan data.

Tax Havens Standaard³³⁹ (Gravelle 2013)	Extra landen³⁴⁰ Tax Justice Network (2007)	Offshore financial centres³⁴¹ (DNB interne gegevens)
Niue		Singapore
Panama		Sint-Maarten
Saint Lucia		Turks- en Caicoseilanden
Saint Vincent en de Grenadines		Vanuatu
Samoa		
San Marino		
Seychellen		
Singapore		
Tonga		
Turks- en Caicoseilanden		
Vanuatu		
Zwitserland		

Bron: Gravelle (2013), Tax Justice Network (2007) en DNB interne gegevens.

Bijlage G Belastingtarieven in EU-landen

Tabel 47 EU-landen, aantal verdragen en brontarieven

	Aantal verdragen	Bronbelasting					
		Dividend (%)		Rente (%)		Royalty (%)	
		Min	Max	Min	Max	Min	Max
België	83	15	25	15	25	25	25
Bulgarije	68	5	5	5	10	5	10
Cyprus	40	0	0	0	0	0	0
Denemarken	76	27	27	25	25	25	25
Duitsland	88	15	25	0	0	15	15
Estland	50	0	0	0	21	0	21
Finland	74	0	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5
Frankrijk	122	30	55	0	50	33,3	50
Griekenland	53	10	10	20	33	25	25
Hongarije	73	0	0	0	0	0	0
Ierland	62	20	20	20	20	20	20
Italië	90	0	20	0	20	0	30
Letland	53	0	15	0	10	5	15
Litouwen	48	0	15	0	10	0	10
Luxemburg	64	0	15	0	15	0	0
Malta	61	0	0	0	0	0	0
Nederland	93	15	15	0	0	0	0
Oostenrijk	91	25	25	0	25	20	20
Polen	81	19	19	20	20	20	20
Portugal	56	25	25	25	25	25	25
Roemenië	86	0	16	16	16	16	16
Slovenië	47	15	15	15	15	15	15
Slowakije	66	0	0	19	19	19	19
Spanje	79	19	21	19	21	19	21
Tsjechië	82	0	35	0	35	0	35
Verenigd Koninkrijk	121	0	0	20	20	20	20
Verenigde Staten	58	30	30	30	30	30	30
Zweden	74	0	30	0	0	0	0
Zwitserland	88	35	35	0	35	0	0

Bron: SEO Economisch onderzoek, op basis van Ernst & Young (2013) en www.ibfd.org; In veel gevallen zijn verdragen of is verdere fiscale regelgeving van toepassing, waardoor betaalde bronbelasting in specifieke gevallen kan afwijken van de weergegeven tarieven. Er is geen onderzoek gedaan naar de hoogte van de (gebruikelijke) effectieve tarieven.

Bijlage H Berekeningen van belastingontduiking en -ontwijking

Er zijn diverse onderzoeken gedaan naar *illicit financial flows*.³⁴² Deze stromen zijn opgebouwd uit twee categorieën: geldstromen met het oog op belastingontduiking (*tax evasion*) en geldstromen met het oog op belastingontwijking (*tax avoidance*). De onderzoeken geven veelal de totale geldstromen weer en berekenen vervolgens hoeveel belasting een land misloopt doordat deze stromen plaatsvinden.

Belastingontduiking geeft de geldstromen weer die niet belast worden doordat ondernemingen de regels overtreden. Dit gebeurt voornamelijk via *trade mispricing*. Eén vorm hiervan is het opstellen van foutieve declaraties aan ondernemingen buiten de eigen groep (*false invoicing*) en de tweede is het misbruiken van *transfer pricing*. Bij dit laatste hanteert een onderneming een niet marktconforme prijs voor transacties binnen dezelfde groep om zo een belastingvoordeel te behalen. (Eurodad, 2011).

Belastingontwijking daarentegen is niet illegaal.³⁴³ Ondernemingen maken, tegen de geest of doelstelling van belastingwetgeving of belastingverdragen, gebruik van mogelijkheden om belastingvoordeel te genieten. Dit type geldstromen is moeilijker te kwantificeren dan belastingontduiking (Murphy, 2012).

De meerderheid van de onderzoeken kijkt naar de totale *illicit financial flows* of alleen naar belastingontduiking. De resultaten van deze onderzoeken zijn samengevat in Tabel .

Zo kijkt een studie van UNDP uit 2011 naar de totale *illicit financial flows* die ontwikkelingslanden uitgaan.³⁴⁴ In 2008 is dit een bedrag van 26,3 miljard dollar. *Trade mispricing* vormt hier 65-70 procent van. De rest zijn niet geregistreerde geldstromen die van de betalingsbalans verdwijnen. Het onderzoek heeft geen berekening gemaakt van misgelopen belasting.

Een rapport van Global Financial Integrity (2012) kijkt ook specifiek naar ontwikkelingslanden.³⁴⁵ Op basis van diverse methodes komen de auteurs tot een *illicit financial outflow* van tussen de 858,8 miljard dollar en 1.138 miljard dollar in 2010. Dit bedrag geeft wederom de geldstroom weer en niet de misgelopen belastinginkomsten door deze ontwijking.

Onderzoek door ChristianAid uit 2009 concludeert dat belastingontduiking in sub-Sahara landen, als gevolg van *trade mispricing* met EU lidstaten en de VS, tussen 2005-2007 27 miljard dollar

³⁴² Zoals Murphy (2012) aangeeft heeft *illicit* niet dezelfde betekenis als illegaal. *Illicit* is te definiëren als niet toegestaan, onjuist, niet bestraft door regulering, etc. Het omvat hiermee zowel legale als illegale geldstromen.

³⁴³ Desalniettemin scharen diverse onderzoeken deze geldstroom ook onder illegale geldstromen. Ook dit rapport gaat er van uit dat belastingontwijking zou moeten worden voorkomen.

³⁴⁴ De auteurs kijken naar 48 Least developed countries (LDC). Tabel 1 in bijlage 3 van het UNDP rapport geeft een overzicht van deze landen.

³⁴⁵ Dit omvat ook ontwikkelingslanden in Europa zoals Polen. Zie tabel 2 in de bijlage van het rapport voor een overzicht van de onderzochte ontwikkelingslanden.

bedroeg. De misgelopen belasting door belastingontduiking bedroeg 4,34 miljard dollar. Voor Latijns Amerikaanse landen was voor diezelfde periode een *illicit financial flow* van 95 miljard dollar berekend en misgelopen belastinginkomsten van 31 miljard dollar.

Een jaar eerder had ChristianAid een ander onderzoek gedaan naar belastingontduiking. Foutieve declaraties en misbruik van *transfer pricing* resulteren volgens de auteurs in misgelopen belasting in ontwikkelingslanden van 160 miljard dollar per jaar. Deze berekening is gebaseerd op een aanname dat 7 procent van de handelsvolumes bestaat uit *illicit financial flows* door middel van foutieve declaraties en misbruik van *transfer pricing*.³⁴⁶ Door dit percentage te nemen van de ratio van handelsvolumes ten opzichte van belastinginkomsten, en dit te vermenigvuldigen met het tarief voor vennootschapsbelasting worden de misgelopen belastingen als percentage van belastinginkomsten weergegeven. Voor lage inkomenslanden is dit bijvoorbeeld 14,2 procent waardoor er jaarlijks 22,4 miljard dollar aan gemiste belasting is (ChristianAid, 2008).

Tax Justice Network heeft in 2012 onderzoek gedaan naar de omvang, groei en verdeling van onbelaste private vermogens in de offshore sector. De auteurs hebben berekend dat zich wereldwijd 21 triljoen dollar financieel vermogen offshore bevindt. Er vanuit gaande dat hier 3 procent rente op ontvangen werd met een belastingtarief van 30 procent resulteert 189 miljard dollar aan misgelopen belastinginkomsten. De herkomst van het geld kan zowel legaal als illegaal zijn maar in het kader van de misgelopen belasting op dit offshore vermogen wordt het door de onderzoekers onder belastingontwijking geschaard.

Het onderzoek van Murphy (2012) kijkt als enige naar de misgelopen belasting door belastingontwijking in Europa. De inschatting van belastingontwijking worde echter direct afgeleid van een inschatting van belastingontduiking. Dit laatste bedraagt volgens de onderzoeker 860 miljard euro per jaar. Deze berekening start bij de schaduweconomie die per land bepaald wordt als percentage van het BBP (in 2009). Door dit om te zetten in euro's kan op basis van het belastingtarief het volume van misgelopen belasting berekend worden. Zo is in Nederland de schaduweconomie 78.012 miljoen euro, gelijk aan 13,2 procent van het BBP. Met een belastingtarief van 38,2 procent resulteert dit in 29.801 miljoen euro aan misgelopen belasting.

De methodiek om belastingontwijking te bereken is moeilijker. Daarom kiest de auteur er voor om de resultaten van eerdere onderzoeken te middelen. De overheid van Engeland en Zweden hebben belastingontwijking in eigen land onderzocht. De schattingen van de overheid worden als ondergrens van 10 procent van de ontdoken belasting gehanteerd. Vervolgens neemt Murphy een bovengrens van 35 procent en geeft aan dat door dit te middelen een volume van 150 miljard euro oplevert dat jaarlijks wordt ontweken. In totaal verliezen overheden in de Europese Unie jaarlijks 1.000 miljard euro aan misgelopen belasting, zowel door ontwijking als ontduiking.

³⁴⁶ Dit is gebaseerd op de volgende studie. Raymond W Baker, *Capitalism's Achilles Heel; Dirty Money and How to Renew the Free-Market System*, John Wiley & Sons Ltd, 2005.

Tabel 48 Geen eenduidigheid in inschattingen van belastingontduiking en -ontwijking

	<i>Illicit financial flow</i>	Belastingontduiking (<i>false invoicing + transfer pricing</i>)	Belastingontwijking
Wereld			\$ 189 miljard ³⁴⁷
Europa		€ 860 miljard ³⁴⁸	€ 150 miljard ³⁴⁹
Ontwikkelingslanden	\$ 26,3 miljard ³⁵⁰ tussen \$ 858,8 miljard en \$ 1.138 miljard ³⁵¹	\$17-18,4 miljard ³⁵² \$ 160 miljard ³⁵³ \$ 585,9 miljard tot \$ 918,6 miljard ³⁵⁴	
Sub sahara landen ³⁵⁵	\$ 27 miljard	\$ 4,34 miljard	
Latijns Amerika ³⁵⁶	\$ 95 miljard	\$ 31 miljard	
Nederland ³⁵⁷		€ 29.801 miljoen	

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van bronnen, zie voetnoten.

³⁴⁷ Tax Justice Network (2012) op basis van offshore vermogen van 21 triljoen dollar.

³⁴⁸ Murphy (2012), geldend als bedrag per jaar, berekend voor 2009.

³⁴⁹ Murphy (2012), geldend als bedrag per jaar, berekend voor 2009. Gebaseerd op bedrag van belastingontduiking.

³⁵⁰ UNDP (2011) geldend voor 2008

³⁵¹ Global Financial Integrity (2012) geldend voor 2010

³⁵² UNDP (2011) geldend voor 2008

³⁵³ ChristianAid (2008) bedrag per jaar

³⁵⁴ UNDP (2011) voor de periode 2001-2010, jaarlijks bedrag. Mogelijk valt hier ook belastingontwijking onder.

³⁵⁵ ChristianAid (2009) geldend voor periode 2005-2007

³⁵⁶ ChristianAid (2009) geldend voor periode 2005-2007

³⁵⁷ Murphy (2012), geldend als bedrag per jaar, berekend voor 2009.

Bijlage I Methode microgegevens

Samenstelling populatie uit steekproef en *benchmark*

Niet alle bijzondere financiële instellingen hebben een volledige rapportageverplichting richting de Nederlandsche Bank (DNB). De grootste bfi's, de bfi's die gezamenlijk 90 procent van het balanstotaal vertegenwoordigen, rapporteren maandelijks en jaarlijks gegevens over onder meer standen (balansen), stromen (ontvangen en betaalde rente, royalty's en dividend) en verlies- en winstcijfers. De meeste van deze cijfers kunnen vervolgens uitgesplitst worden naar land van herkomst of bestemming. Deze groep van bfi's wordt aangeduid met *steekproef*. Het gaat om ongeveer 15 procent van het totale aantal bfi's.

De overige 85 procent aan bfi's is vrijgesteld van deze rapportageplicht en hoeft slechts één keer in de twee jaar een beperktere set van gegevens te verstrekken aan DNB, in het bijzonder standen en stromen. Deze cijfers hebben betrekking op buitenlandse totalen en kunnen zodoende *niet* uitgesplitst worden naar land van herkomst of bestemming. Ook zijn de balansposten en stromen die deze groep rapporteert minder gedetailleerd – zo kunnen verstrekte en ontvangen leningen bijvoorbeeld niet worden uitgesplitst naar kort- en langlopend. Tot slot hoeft deze groep *geen* verlies- en winstcijfers te rapporteren. Deze groep van bfi's wordt aangeduid met *benchmark*. Tezamen vormen de *steekproef* en de *benchmark* de totale populatie van bfi's.

Het meest recente jaar waarvoor *benchmark*-gegevens voorhanden zijn, en bijgevolg een totaalbeeld van de populatie kan worden geschetst, is 2010. Dientengevolge hebben alle populatiecijfers in het rapport betrekking op 2010, tenzij eerdere peiljaren (2006 en 2008) ook worden afgebeeld.

Vanwege de beperktere set van gegevens die de *benchmark* aanlevert, zijn sommige analyses noodgedwongen beperkt tot de *steekproef* en kunnen derhalve geen uitspraken worden gedaan over de gehele bfi-populatie. In het bijzonder gaat het over de herkomst en bestemming van stromen, balansindicatoren voor risico's (bijvoorbeeld looptijdtransformatie) en de analyse van economisch belang op basis van verlies- en winstcijfers.

Voor de *steekproef* is data voor een periode van zes jaar³⁵⁸ (2006 tot en met 2011) beschikbaar gesteld, voor de *benchmark* (en daarmee de totale populatie) zijn drie jaren beschikbaar: 2006, 2008 en 2010.

Cijfers voor de *steekproef* worden *niet* opgehoogd tot schattingen voor de gehele populatie. Hierdoor kunnen sommige cijfers afwijken van cijfers die DNB zelf publiceert, die in veel gevallen namelijk wel worden opgehoogd tot een populatieschatting.

³⁵⁸ Uitgezonderd verlies- en winstgegevens: deze zijn alleen voor 2010 en 2011 beschikbaar.

Controle op onthullingsrisico

DNB heeft microdata over bfi's te beschikking gesteld aan SEO Economisch Onderzoek. In verband met de vertrouwelijkheid van de data gebeurde dit niet rechtstreeks maar via tussenkomst van het Centrum voor Beleidsstatistiek (CvB) van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). Naast de inhoudelijke feedback op de onderzoeksresultaten van met name DNB, hebben zowel DNB als het CBS gecontroleerd of de cijfers die op basis van de microdata zijn samengesteld geen risico opleveren dat in deze cijfers individuele bedrijven herleidbaar zijn. Er wordt kort gezegd op twee manieren getoetst op dit zogenoemde *onthullingsrisico*:

1. het aantal bfi's waarop een waarde (bijvoorbeeld een balanspost of stroom) betrekking heeft moet minimaal 10 zijn;
2. het aandeel van de grootste waarneming (bijvoorbeeld de grootste balanspost of stroom op het conto van één bfi) in de waarde mag niet groter zijn dan 55 procent.

Indien aan één of beide voorwaarden niet is voldaan, is er sprake van onthullingsrisico en kan de desbetreffende waarde niet worden gepubliceerd. Op deze wijze zijn alle onderzoeksresultaten gecontroleerd op onthullingsrisico en indien nodig gecensureerd.³⁵⁹ Dit wordt in tabellen aangegeven met 'n.b.' (niet beschikbaar).

Toelichting rapportageverplichting

De rapportage van DNB betreft een statistische rapportage ten behoeve van de betalingsbalans en de netto vermogenspositie (*International Investment Position*). De voorschriften waar deze rapportage aan moet voldoen zijn vastgelegd in de *Balance of Payments Manual* van het IMF. Deze methodologische voorschriften verschillen van bedrijfseconomische definities. Ten behoeve van de door het CBS samengestelde Nationale Rekeningen is de uitvraag in 2009 uitgebreid met binnenlandposten en een verlies- en winstrekening. Deze posten vormen de input voor het vaststellen van het economisch belang. Gegeven de relatief korte tijdreeks, in combinatie met de volatiliteit van de populatie rapporteurs, moeten deze cijfers met meer voorzichtigheid worden geïnterpreteerd.

³⁵⁹ Dit betekent tevens dat in uitsplitsingen (bijvoorbeeld van een balanspost over bfi-typen of een verbijzondering van een balanspost) telkens minimaal twee waarden gecensureerd moeten worden indien er ergens onthullingsrisico optreedt. Anders zou de gecensureerde waarde immers herleidbaar zijn via de totalen.

Bijlage J Ondersteunende tabellen en figuren

Duiding niet-geclassificeerde bfi's (bfi-groep 'overig', zie hoofdstuk 3.2)

Tabel 49 Activastructuur niet-geclassificeerde bfi's (o.b.v. alle bfi's, 2010, % balanstotaal)

	Overwegend houdster	Overwegend finanmij	Gemengd/onbekend
Deelnemingen in dochters	80%	20%	28%
Leningen aan groep	15%	72%	27%
Leningen aan derden	} 5%	} 8%	26%
Effecten buitenland			18%
Totaal activa	100%	100%	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Tabel 50 Passivastructuur niet-geclassificeerde bfi's (o.b.v. alle bfi's, 2010, % balanstotaal)

	Overwegend houdster	Overwegend finanmij	Gemengd/onbekend
Deelnemingen van moeder(s)*	71%	35%	36%
Leningen van groep	20%	44%	31%
Leningen van derden	} 8%	} 21%	14%
Effecten buitenland			19%
Totaal passiva	100%	100%	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; * Ook wel eigen vermogen.

Balansen

Tabel 51 Balanstotaal per bfi-type *alle bfi's* (bedragen x €1 mln.)

	2006	2008	2010
SPV	39.047	81.285	96.917
Houdster	696.546	924.346	1.117.051
Finanmij	321.416	343.962	418.335
Royaltymij	150.337	201.953	213.381
Overige	646.510	967.294	1.044.312
Totaal	1.853.856	2.518.840	2.889.996
<i>% balanstotaal</i>			
SPV	2%	3%	3%
Houdster	38%	37%	39%
Finanmij	17%	14%	14%
Royaltymij	8%	8%	7%
Overige	35%	38%	36%
Totaal	100%	100%	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Tabel 52 Balanstotaal per bfi-type grootste bfi's (bedragen x €1 mln.)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
SPV	31.122	55.108	68.192	68.543	87.363	76.261
Houdster	579.558	692.227	802.615	785.364	925.836	1.057.299
Finanmij	274.196	305.388	307.377	322.437	377.922	379.698
Royaltymij	144.854	171.301	193.668	183.760	204.466	232.749
Overige	545.302	798.928	841.421	829.951	923.539	967.621
Totaal	1.575.032	2.022.951	2.213.273	2.190.056	2.519.126	2.713.628
<i>% balanstotaal</i>						
SPV	2%	3%	3%	3%	3%	3%
Houdster	37%	34%	36%	36%	37%	39%
Finanmij	17%	15%	14%	15%	15%	14%
Royaltymij	9%	8%	9%	8%	8%	9%
Overige	35%	39%	38%	38%	37%	36%
Totaal	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Stromen

Totalen buitenland

Tabel 53 Royalty-, dividend- en rentestromen van en naar het buitenland (2010, bedragen x €1 mln.)

		Inkomend	Uitgaand
Alle bfi's	Royalty	15.742	13.815
	Dividend	106.735	76.433
	Rente intragroep	24.090	13.304
	Rente extern	6.789	21.256
	Totaal	153.355	124.808
Grootste bfi's	Royalty	14.387	12.337
	Dividend	94.911	66.227
	Rente intragroep	20.994	9.768
	Rente extern	5.644	18.936
	Totaal	135.936	107.268

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Tabel 54 Royalty-, dividend- en rentestromen van en naar het buitenland van en naar het buitenland naar clusterliëring (o.b.v. alle bfi's, 2010)

		Bfi-clusters	Zelfstandige bfi's
Inkomend	Royalty	n.b.	n.b.
	Dividend	90%	10%
	Rente intragroep	69%	31%
	Rente extern	49%	51%
Uitgaand	Royalty	n.b.	n.b.
	Dividend	85%	15%
	Rente intragroep	74%	26%
	Rente extern	61%	39%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Stromen van en naar landengroepen**Tabel 55** Royalty-, dividend- en rentestromen van en naar het buitenland naar landengroep (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen x €1 mln.)

		Inkomend	Uitgaand
Royalty	Bruto buitenland	18.481	12.990
	Netto buitenland (schatting*)	17.642-18.475	12.990
	EU-27 (excl. NL)	13.544	n.b.
	Secrecylijst	n.b.	n.b.
	Tax Havens (Gravelle)	14.029	n.b.
	Tax Havens (TJN, excl. NL)	14.421	n.b.
	Verdragslanden, waarvan:	18.334	5.635
	Landen buiten EU-27	4.814	4.089
	Ontwikkelingslanden, waarvan:	n.b.	n.b.
	Verdragslanden	n.b.	n.b.
	Low Tax Jurisdictions, waarvan:	n.b.	n.b.
	Winstbelastingtarief tot 10%	n.b.	n.b.
	Winstbelastingtarief 10-15%	n.b.	n.b.
	Dividend	Bruto buitenland	115.878
Netto buitenland (schatting*)		105.163-113.997	51.715-53.639
EU-27 (excl. NL)		36.717	45.325
Secrecylijst		23.810	10.320
Tax Havens (Gravelle)		57.747	11.581
Tax Havens (TJN, excl. NL)		66.456	20.328
Verdragslanden, waarvan:		77.323	51.526
Landen buiten EU-27		41.536	7.390
Ontwikkelingslanden, waarvan:		3.265	n.b.
Verdragslanden		2.850	n.b.
Low Tax Jurisdictions, waarvan:		n.b.	4.753
Winstbelastingtarief tot 10%		n.b.	382
Winstbelastingtarief 10-15%		15.902	4.371
Rente intragroep		Bruto buitenland	23.515
	Netto buitenland (schatting*)	22.524-23.489	10.734
	EU-27 (excl. NL)	18.490	5.209
	Secrecylijst	2.139	3.042
	Tax Havens (Gravelle)	4.772	3.960
	Tax Havens (TJN, excl. NL)	6.440	5.417
	Verdragslanden, waarvan:	22.919	9.699
	Landen buiten EU-27	4.499	4.499
	Ontwikkelingslanden, waarvan:	n.b.	29
	Verdragslanden	n.b.	26
	Low Tax Jurisdictions, waarvan:	3.722	2.909
	Winstbelastingtarief tot 10%	305	1.339
	Winstbelastingtarief 10-15%	3.417	1.571

		Inkomend	Uitgaand
Rente extern	Bruto buitenland	5.622	19.937
	Netto buitenland (schatting*)	5.368-5.613	19.937
	EU-27 (excl. NL)	4.236	17.934
	Secrecylijst	856	8.094
	Tax Havens (Gravelle)	992	8.334
	Tax Havens (TJN, excl. NL)	2.216	8.484
	Verdragslanden, waarvan:	5.424	19.689
	Landen buiten EU-27	1.203	1.756
	Ontwikkelingslanden, waarvan:	n.b.	n.b.
	Verdragslanden	n.b.	n.b.
	Low Tax Jurisdictions, waarvan:	618	400
	Winstbelastingtarief tot 10%	231	n.b.
	Winstbelastingtarief 10-15%	387	155

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; * Zie Box 11 voor een uitleg over hoe de nettostromen worden geschat.

Tijdreeksen

Tabel 56 Royalty-, dividend- en rentestromen van en naar het buitenland *alle bfi's* (bedragen x €1 mln.)

		2006	2008	2010
Inkomend	Royalty	8.545	11.584	15.742
	Dividend	56.079	70.309	106.735
	Rente intragroep	19.331	25.861	24.090
	Rente extern	6.298	16.172	6.789
Uitgaand	Royalty	6.555	9.329	13.815
	Dividend	32.908	60.347	76.433
	Rente intragroep	14.052	17.218	13.304
	Rente extern	17.536	26.272	21.256

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Tabel 57 Royalty-, dividend- en rentestromen van en naar het buitenland *grootste bfi's* (bedragen x €1 mln.)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inkomend	Royalty	5.443	6.935	10.255	11.020	14.387	18.481
	Dividend	49.233	75.713	61.947	68.635	94.911	115.878
	Rente intragroep	16.582	23.683	22.878	21.443	20.994	23.515
	Rente extern	5.472	8.269	15.010	11.768	5.644	5.622
Uitgaand	Royalty	3.795	5.591	8.273	10.254	12.337	12.990
	Dividend	27.302	45.667	52.727	48.665	66.227	53.741
	Rente intragroep	11.199	13.712	14.207	10.928	9.768	10.734
	Rente extern	16.053	19.461	23.687	22.410	18.936	19.937

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

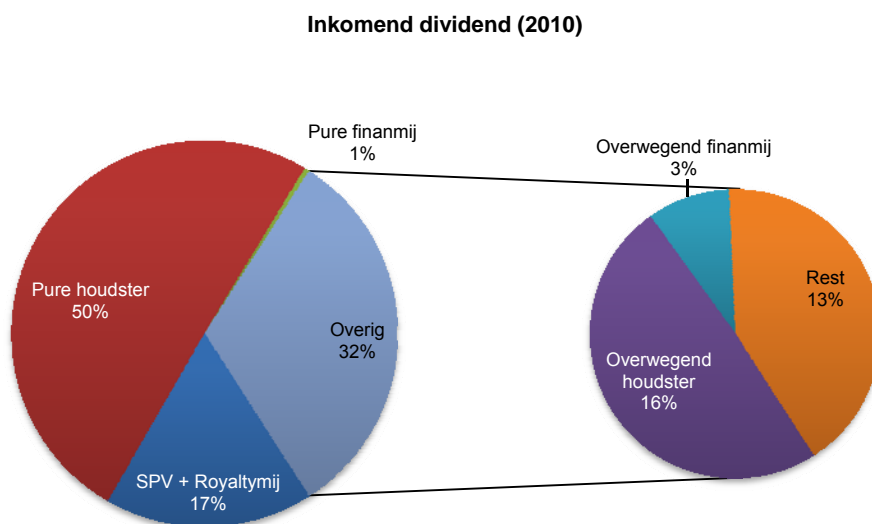
Tabel 58 Intragroeprente naar en dividend afkomstig uit low tax landen (o.b.v. grootste bfi's, bedragen x €1 mln.)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Intragroeprente <u>naar</u>	Low Tax Jurisdictions <10%	1.306	2.053	1.501	1.433	1.308	1.339
	Low Tax Jurisdictions 10-15%	2.385	1.720	1.332	1.057	1.161	1.571
	Tax Havens (Gravelle)	5.407	5.693	6.010	3.878	3.607	3.960
Dividend <u>uit</u>	Low Tax Jurisdictions <10%	n.b.	4.037	2.483	3.245	4.163	n.b.
	Low Tax Jurisdictions 10-15%	5.664	8.964	10.928	10.537	n.b.	15.902
	Tax Havens (Gravelle)	21.488	24.672	19.656	28.585	38.882	57.747

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; Deze tijdreeks kan niet worden weergegeven voor uitgaande royalty's in verband met onthullingsrisico.

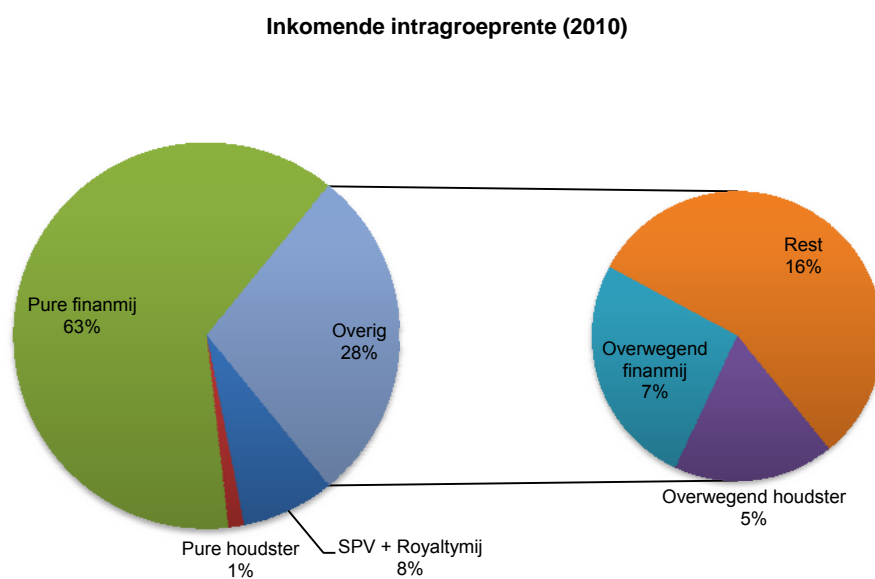
Stromen naar type bfi

Figuur 15 Inkomend dividend naar type bfi (o.b.v. alle bfi's, 2010)



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; Zie hoofdstuk 4 voor de definities van bfi-typen.

Figuur 16 Inkomende intragroeprente naar type bfi (o.b.v. alle bfi's, 2010)



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; Zie hoofdstuk 4 voor de definities van bfi-typen.

Economisch belang

Tabel 59 Binnenlandse opbrengsten en kosten van bfi's behorend tot een cluster (o.b.v. grootste bfi's, 2011, bedragen x €1 mln.)

	Opbrengsten	Kosten
Goederen	106	108
Herfacturering en royalty's	127	27
Financiële diensten	38	20
Zakelijke diensten	22	96
Overige diensten	16	46
Totaal	309	298

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Tabel 60 Gerapporteerde loonkosten per bfi (o.b.v. grootste bfi's, 2011)

	SMAL loonbegrip	%	BREED loonbegrip	%
Geen	1.381	85,3%	1.372	84,8%
T/m €25.000	27	1,7%	30	1,9%
€26.000 t/m €50.000	12	0,7%	12	0,7%
€51.000 t/m €75.000	16	1,0%	16	1,0%
€76.000 t/m €100.000	19	1,2%	18	1,1%
€101.000 t/m €200.000	28	1,7%	27	1,7%
€201.000 t/m €300.000	19	1,2%	18	1,1%
€301.000 t/m €500.000	26	1,6%	29	1,8%
€501.000 t/m €1.000.000	36	2,2%	38	2,3%
€1.001.000 t/m €2.000.000	19	1,2%	18	1,1%
€2.001.000 t/m €5.000.000	23	1,4%	22	1,4%
Meer dan €5.000.000	13	0,8%	18	1,1%
Totaal	1.619	100%	1.618	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Tabel 61 Geschatte personeelsomvang per bfi (o.b.v. grootste bfi's, 2011, middenschatting)

	SMAL loonbegrip	%	Aantal bfi's	BREED loonbegrip
0 fte	1.381	85,3%	1.372	84,8%
T/m 0,25 fte	12	0,7%	12	0,7%
0,25 t/m 0,5 fte	16	1,0%	19	1,2%
0,5 t/m 1 fte	20	1,2%	21	1,3%
1 t/m 2 fte	37	2,3%	34	2,1%
2 t/m 3 fte	14	0,9%	15	0,9%
3 t/m 5 fte	25	1,5%	23	1,4%
5 t/m 10 fte	38	2,3%	43	2,7%
10 t/m 15 fte	18	1,1%	16	1,0%
15 t/m 25 fte	17	1,1%	16	1,0%
25 t/m 50 fte	11	0,7%	13	0,8%
Meer dan 50 fte	30	1,9%	34	2,1%
Totaal	1.619	100%	1.618	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's.

Tabel 62 Geschatte personeelsomvang per **bfi-cluster** (o.b.v. grootste bfi's, 2011, middenschatting)

	SMAL loonbegrip	%	BREED loonbegrip	%
0 fte	737	78,6%	733	78,2%
T/m 0,5 fte	15	1,6%	15	1,6%
0,5 t/m 1 fte	18	1,9%	18	1,9%
1 t/m 2 fte	26	2,8%	23	2,5%
2 t/m 3 fte	14	1,5%	13	1,4%
3 t/m 5 fte	20	2,1%	22	2,3%
5 t/m 10 fte	34	3,6%	35	3,7%
10 t/m 15 fte	15	1,6%	15	1,6%
15 t/m 25 fte	19	2,0%	16	1,7%
25 t/m 50 fte	10	1,1%	13	1,4%
Meer dan 50 fte	30	3,2%	34	3,6%
Totaal	938	100%	937	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's

Deel C

Schaduwbankieren

Leeswijzer

Dit rapportdeel schetst een beeld van het schaduwbankwezen in Nederland. Omdat het ‘Nederlandse schaduwbankwezen’ als zodanig niet bestaat, er is immers sprake van een intermediatietaken die zich niets gelegen laat liggen aan geografische grenzen, wordt waar nodig het internationale perspectief besproken. De doelstelling is deze complexe sector te vangen voor een breder publiek, en aan te geven of en in hoeverre in Nederland ook sprake is van een schaduwbankwezen, en zo ja, wat dat dan betekent.

Hoofdstuk 1 schetst ter achtergrond relevante begrippen, definieert het schaduwbankwezen en licht de verschillen met het ‘reguliere’ bankwezen toe. Hoofdstuk 1 schetst een analysekader voor het vervolg van dit rapportdeel. Hierbij zijn de Overige Financiële Instellingen (ofi’s) het startpunt, in lijn met de brede definitie van het schaduwbankwezen van de Financial Stability Board (FSB, 2012a). Om het schaduwbankwezen nauwkeuriger te kunnen meten en duiden, wordt op basis van het analysekader een scherper afgebakende lijst van schaduwbanksectoren opgesteld. Deze lijst wordt gebruikt om de omvang van het schaduwbankwezen in Nederland te meten en bepaalt de scope voor de verdere beschrijving van het Nederlandse systeem.

Hoofdstuk 3 gaat in op het waarom van de sector. Hoewel de eerste connotatie voor veel mensen bij risico’s ligt, vervult het bankwezen een aantal functies in het intermedieën van krediet tussen kredietgevers en -nemers, in aanvulling op de activiteiten die banken vervullen.

De andere kant van de medaille is dat schaduwbankieren, net als ‘regulier’ bankieren, gepaard gaat met risico’s. Hoofdstuk 4 schetst enkele hier relevante risico’s van bankieren, om vervolgens de *aanvullende* risico’s van schaduwbankieren te bespreken. Op basis van het analysekader uit hoofdstuk 3 wordt daarna de doorsteek gemaakt naar de risico’s van het Nederlandse bankwezen. Voor elk van de sectoren die behoren tot het Nederlandse schaduwbankwezen wordt een aantal risico-indicatoren besproken en een oordeel geveld over het potentiële risico. Net zoals bij het bankwezen, is het mogelijk dat deze risico’s ertoe leiden dat toezicht nodig is op deze sectoren. Hoofdstuk 5 gaat in op het prudentieel toezicht op elk van de schaduwbanksectoren. Hoofdstuk 6 kruist de analyses over omvang, risico’s en toezicht en sluit af met enkele conclusies.

In Bijlage A tot en met Bijlage E zijn analyses opgenomen van alle Nederlandse ofi-sectoren, waarbij wordt ingegaan op definities van de sectoren, de sectorstructuur en de risico’s. Dit vormt een gedetailleerde achtergrond bij de beschrijving in de hoofdstukken. In deel A van dit rapportdeel is een begrippenlijst opgenomen. Voor toelichting op de begrippen in dit rapportdeel zij verwezen naar de begrippenlijst achter het rapportdeel Synthese.

In rapportdeel A Synthese, is een samenvatting opgenomen van dit deel over schaduwbankieren en wordt het geplaatst in de bredere scope van het gehele onderzoek.

Inhoudsopgave

Leeswijzer	vii
1 Wat is schaduwbankieren?	193
1.1 Achtergrond	193
1.2 Een brede definitie	194
1.3 Verschillen met de bancaire sector	196
2 Omvang van het schaduwbankwezen	197
2.1 OFI's als proxy voor schaduwbankwezen	197
2.2 Omvang schaduwbankwezen in Nederland	199
3 Economische functies	201
3.1 Alternatieve financiering	201
3.2 Risicomanagement	202
3.3 Efficiëntie	203
4 Risico	205
4.1 Regulier bankieren	205
4.2 Schaduwbankieren	206
4.3 Risico schaduwbankwezen in Nederland	207
5 Toezicht op het schaduwbankwezen	213
5.1 Prudentieel toezicht	213
5.2 Bijzondere financiële instellingen	215
5.3 Special purpose vehicles	216
5.4 Financieringsmaatschappijen	216
5.5 Beleggingsinstellingen en –fondsen	217
6 Synthese risico en toezicht	219
Literatuur	221
Bijlage A Bijzondere financiële instellingen	225
Bijlage B Special Purpose Vehicles	229
Bijlage C Financieringsmaatschappijen	237
Bijlage D Beleggingsinstellingen en fondsen	245
Bijlage E Overige OFI's	253
Bijlage F Bankvergunningen	255

Bijlage G	Case studies	257
Bijlage H	Ondersteunende tabellen en figuren	273

1 Wat is schaduwbankieren?

Dit hoofdstuk introduceert het schaduwbanksysteem. Eerst wordt de achtergrond van het systeem geschetst, waarna ingegaan wordt op verschillende definities en de definitie die in dit rapportdeel wordt gehanteerd. Om helder voor ogen te houden waar de scheidslijn ligt, wordt vervolgens ingegaan op de verschillen met banken.

1.1 Achtergrond

Partijen die behoefte hebben aan krediet kunnen zich rechtstreeks wenden tot kredietverstrekkers, hetzij onderhands of via de kapitaalmarkt. Dit wordt directe kredietverstrekking genoemd. Bij financiële intermediaatatie vindt kredietverstrekking plaats via een derde, intermediaire, partij.³⁶⁰ Traditioneel is dit het werkkterrein van banken, en vindt de intermediaatatie binnen één instelling – de bank – plaats.³⁶¹

Als bemiddelende partij zorgt de bank dat het aanbod van kredietverstrekkers en spaarders optimaal aansluit bij de vraag van kredietnemers. Hierbij spelen looptijd- en liquiditeitsvoorkeuren een voorname rol. Kredietnemers hebben, bijvoorbeeld voor een hypotheek, behoefte aan een lening met een lange looptijd. Tegelijkertijd hechten investeerders en spaarders waarde aan een zekere liquiditeit van hun investeringen; ze willen in staat zijn deze op korte termijn terug te vorderen wanneer nodig. In reactie op deze wensen verzorgt de bank zogenoemde ‘looptijdtransformatie’, waarbij aangetrokken korte middelen worden gebruikt om lange termijn leningen te financieren. Hiermee voorziet de bank in de voorkeur voor investeerders om investeringen zo liquide als mogelijk te houden. Banken kunnen dit doen omdat op ieder moment slechts een beperkt aantal investeerders gebruikmaakt van de liquiditeit van hun investering (Noeth & Sengupta, 2011). Meer algemeen gaat kredietintermediaatatie gepaard met looptijd-, liquiditeit-, en krediettransformatie (zie Box 1). Daarnaast gaat intermediaatatie gepaard met het inschatten en dragen van kredietrisico door banken.

Hoewel traditioneel dus binnen banken, kan financiële intermediaatatie ook geheel of gedeeltelijk buiten het bankwezen plaatsvinden. Dat deze rol ook door niet-banken kan worden vervuld, is op zich niet nieuw. Zelfs in de 18de en 19de eeuw bestonden er al mogelijkheden om zaken buiten de bank om te financieren (Broos et al., 2012). De sterke groei van non-bancaire financiële intermediaatatie is wel een relatief recente ontwikkeling. In het algemeen wordt verondersteld dat McCulley hier als eerste de term ‘shadow banking’ aan heeft gegeven.³⁶² In het Nederlands wordt gesproken over ‘schaduwbankieren’ of het ‘schaduwbanksysteem’ (Box 2).

³⁶⁰ ECB (2012, p.8) verwoordt dit als volgt: “[c]redit intermediation can be defined broadly as any kind of lending activity where the saver does not lend directly to the borrower, but at least one intermediary is involved”.

³⁶¹ Voor alle duidelijkheid: kredietverstrekking via een bank is dus geen directe kredietverstrekking.

³⁶² Meer specifiek refereert McCulley, in een speech over de huizenmarkt en monetair beleid, met de term schaduwbankieren aan “the whole alphabet soup of levered up non-bank investment conduits, vehicles, and structures” (McCulley, 2007).

Box 1 Looptijd-, liquiditeit- en krediettransformatie

“Credit intermediation involves credit, maturity, and liquidity transformation...”

Credit transformation refers to the enhancement of the credit quality of debt issued by the intermediary through the use of priority of claims. For example, the credit quality of senior deposits is better than the credit quality of the underlying loan portfolio due to the presence of junior equity....

Maturity transformation refers to the use of short-term deposits to fund long-term loans, which creates liquidity for the saver but exposes the intermediary to rollover and duration risks...

Liquidity transformation refers to the use of liquid instruments to fund illiquid assets. For example, a pool of illiquid whole loans might trade at a lower price than a liquid rated security secured by the same loan pool, as certification by a credible rating agency would reduce information asymmetries between borrowers and savers?.

Bron: Poszar et al., 2010, p.5.

Box 2 What's in a name?

De term schaduwbankieren refereert aan een systeem ‘in de schaduw’ en heeft bij voorbaat een negatieve connotatie. Dit komt vermoedelijk omdat de naam zelf, alsmede de groeiende aandacht voor het onderwerp, direct gerelateerd is aan de recente financiële crisis. Het systeem leidt echter niet alleen tot risico’s maar vervult ook economische functies (zie hoofdstuk 3). Een meer neutrale term, zoals non-bancaire financiële intermediatie of non-bancaire financiering, zou daarom meer voor de hand liggen. Omdat de term als zodanig is ingeburgerd, en ook in de literatuur als standaard wordt gebruikt, wordt hier vastgehouden aan de term ‘schaduwbankieren’.

Bron: SEO Economisch Onderzoek.

Het groeiende belang van het schaduwbankieren is terug te voeren op een aantal ontwikkelingen in de bancaire sector in de afgelopen decennia. Centraal hierin staan de verhoogde concurrentie, de mate van regulering en financiële innovatie in de sector (Gorton en Metrick, 2010a). Verhoogde concurrentie leidde ertoe dat banken op zoek gingen naar alternatieve winstmogelijkheden. Ook de langdurig lage rentestand leidde tot een zoektocht naar alternatieve, hoger renderende, investeringsmogelijkheden (Pozsar, 2008). Deels werden die winstmogelijkheden gevonden buiten het bankwezen. Daarnaast heeft de toegenomen regulering, zoals de internationale Basel kapitaalstandaard die banken ertoe verplicht kapitaal aan te houden tegen uitstaande activa, banken geprikkeld activa buiten de balans onder te brengen (Broos et al., 2012). Omdat het schaduwbankwezen over de linie minder streng gereguleerd is dan het traditionele bankwezen, was dit een logische ‘vluchthaven’.³⁶³ Financiële innovaties, zoals het verkopen van, al dan niet samengevoegde, financiële activa als verhandelbare effecten (securitisaties), hebben vervolgens de groei van het schaduwbankwezen gefaciliteerd.³⁶⁴

1.2 Een brede definitie

Door de groei van het schaduwbankieren, en met de financiële crisis als achtergrond, is er de laatste jaren steeds meer aandacht gekomen voor het schaduwbanksysteem en haar werking. In

³⁶³ Voor een analyse van toezicht op het schaduwbankwezen, zie hoofdstuk 5.

³⁶⁴ Voor een nadere analyse, zie bijvoorbeeld Edwards en Mishkin (1995).

de verschillende stadia van ontwikkeling in de literatuur zijn verschillende definities geïntroduceerd.³⁶⁵ Definities verschillen in de ‘breedte’ van formulering en in de nadruk op activiteiten, entiteiten of financiële instrumenten. Tabel 1 geeft enkele definities weer zoals geformuleerd in relevante bronnen.

Tabel 1 Definities van schaduwbankieren

Bron	Definitie ‘shadow banking’
Financial stability board	<i>Broad definition (casting the wide net):</i> The system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system. <i>Narrowing the focus:</i> A system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system, and raises i) systemic risk concerns, in particular by maturity/ liquidity transformation, leverage and flawed credit risk transfer, and/or ii) regulatory arbitrage concerns.
Europese centrale bank	Shadow banking refers to activities related to credit intermediation, liquidity and maturity transformation that take place outside the regulated banking system
Federal Reserve Bank of New York	Financial intermediaries that conduct maturity, credit, and liquidity transformation without explicit access to central bank liquidity or public sector credit guarantees
DNB	Aansluiting bij FSB (2011), <i>broad definition</i> : Het systeem van kredietintermediatie waarbij entiteiten en activiteiten buiten het reguliere bankwezen zijn betrokken
Deloitte	Shadow banking is a market-funded, credit intermediation system involving maturity and/or liquidity transformation through securitization and secured-funding mechanisms. It exists at least partly outside of the traditional banking system and does not have government guarantees in the form of insurance or access to the central bank.
Europese Commissie	Definitie FSB (2011), <i>broad definition</i> .

Bron: FSB(2011), ECB(2012), Pozsar et al. (2010), Broos et al. (2012), Deloitte (2012), Europese Commissie (2012)

Er lijkt, in ieder geval in de internationale beleidswereld, een breed gedragen consensus te ontstaan over de definities zoals geformuleerd door de FSB (2011). Daarin wordt schaduwbankieren in de meest brede vorm gedefinieerd als “het systeem van kredietintermediatie via entiteiten en activiteiten buiten het reguliere bankwezen.” In een meer afgebakende definitie richt het FSB zich op de onderliggende risico’s en definieert schaduwbankieren als “een systeem van kredietintermediatie via entiteiten en activiteiten buiten het reguliere bankwezen waarbij i) mogelijk systeemrisico ontstaat, in het bijzonder door looptijd-/liquiditeitstransformatie, leverage of door gebrekkige overdracht van kredietrisico, en/of ii) de kans bestaat op reguleringsarbitrage”. In hun verkennende DNB-studie naar schaduwbankieren in Nederland volgen Broos et al. (2012) de brede definitie van FSB, om vervolgens van daaruit verdere afbakening aan te brengen op basis van onderliggende risico’s.

In dit rapport wordt de brede definitie van FSB gehanteerd, en wordt het ‘schaduwbankgehalte’ van activiteiten of entiteiten die binnen de brede definitie vallen nader geduid op basis van onderliggende risico’s.

³⁶⁵ Zie Claessens et al. (2012) voor een overzicht van academische literatuur over schaduwbankieren.

1.3 Verschillen met de bancaire sector

Het schaduwbanksysteem bestaat parallel aan de reguliere banksector en vervult dezelfde functie van kredietintermediatie. Drie voorname verschillen springen in het oog. Allereerst is het in de reguliere banksector gebruikelijk dat de bemiddeling van begin tot eind wordt verzorgd door de bank. Bij schaduwbankieren gebeurt de intermediatie niet langer onder één dak. In plaats daarvan wordt de functie van de bank vervuld door een keten van verschillende entiteiten met elk een eigen taak. Deze keten kan verschillende vormen aannemen en bestaat uit onder meer financieringsmaatschappijen, effectenmakelaars en speciaal daarvoor in het leven geroepen securitisatievehikels. Gezamenlijk zijn deze entiteiten in staat het proces van kredietintermediatie, zoals dat in een bank plaatsvindt, uit te voeren. Door de verschillende vormen die de keten van intermediatie kan aannemen is daarbij verregaande specialisatie en diversificatie mogelijk in activiteiten en producten.

Een tweede verschil betreft de wijze van financiering. Reguliere banken financieren zichzelf in belangrijke mate met deposito's van spaarders. Deze worden vervolgens gebruikt om, in termen van looptijd en liquiditeit, passend krediet te verschaffen waarbij een marge wordt gerealiseerd op de rente. In plaats van met deposito's worden de activiteiten en verstrekte leningen in het schaduwbanksysteem gefinancierd met kortlopende kredieten in de vorm van *repurchase* contracten, verhandelbare schuldpapieren of aandelen in geldmarktfondsen (Noeth & Sengupta, 2011). Door te investeren in dit soort instrumenten spelen ook reguliere banken een rol in de financiering van het schaduwbankwezen. Er is dus sprake van een zekere vervaechting tussen het bank- en schaduwbankwezen die met de groei van het schaduwbankieren naar alle waarschijnlijkheid verder is toegenomen (FSB, 2012b).

Het derde punt waarin het schaduwbanksysteem zich onderscheidt van de reguliere banksector is dat schaduwbankieren in mindere mate gereguleerd is. In het verlengde hiervan ligt dat schaduwbanken geen toegang hebben tot middelen van de centrale bank en ook niet vallen onder de depositogarantieregeling die deposito's tot een bepaald maximum garandeert wanneer een bank niet langer aan haar verplichtingen kan voldoen (Broos et al., 2012).³⁶⁶

³⁶⁶ Deze 'vangnetregelingen' zijn wel van kracht voor banken. Mede met het oog hierop zijn banken gereguleerd, om zo het risico op het gebruik van de vangnetten te beperken. Andersom is de noodzaak voor regulering van schaduwbanken minder groot dan voor banken, omdat schaduwbanken geen gebruik kunnen maken van de vangnetten.

2 Omvang van het schaduwbankwezen

In internationaal verband wordt de omvang van het schaduwbankwezen in veel gevallen benaderd aan de hand van de omvang van de ofi-sector. Dit is een ruime definitie die mogelijk ook entiteiten bevat die niet tot het schaduwbankwezen behoren. Dit hoofdstuk neemt de ofi-sector als uitgangspunt en presenteert vervolgens een analysekader om die entiteiten te identificeren die daadwerkelijk tot het schaduwbankwezen behoren en om deze vervolgens nader te kunnen classificeren op basis van een aantal risico-indicatoren. Het hoofdstuk sluit af met een inschatting van de omvang van het Nederlandse schaduwbankwezen op basis van dit analysekader.

2.1 Ofi's als proxy voor schaduwbankwezen

2.1.1 Omvang schaduwbankwezen: ofi's

Zoals in het voorgaande hoofdstuk is vastgesteld, is een essentieel verschil met traditionele kredietintermediatie dat intermediatie door het schaduwbankwezen plaatsvindt via meerdere partijen dan alleen de bank. Naast het initieel verstrekken en de initiële verstrekker enerzijds en het uiteindelijk ontvangen en de uiteindelijke ontvanger van krediet anderzijds kunnen vele instellingen en processtappen staan. Daarom is het logisch te spreken van een 'systeem (of: keten) van kredietintermediatie'. In dit systeem zijn in ieder geval andere partijen dan banken betrokken, maar ook banken zelf kunnen onderdeel zijn van de keten.

Ook de hier gehanteerde definities van FSB zijn op het *systeem* van schaduwbankieren gericht en niet op welke *partijen* als schaduwbankentiteiten kunnen worden bestempeld. Voor het bepalen van de omvang, en bespreken van de onderliggende partijen, is het noodzakelijk om een exacte scope van entiteiten te hanteren. Er bestaat echter geen eenduidige, gelimiteerde opsomming van schaduwbankentiteiten.

Als startpunt wordt hier, in lijn met FSB en DNB (Broos et al., 2012), uitgegaan van Overige Financiële Instellingen (ofi's).³⁶⁷ De FSB komt tot een inschatting van het mondiale schaduwbankwezen op basis van ofi's van \$67 biljoen, wat overeenkomt met 111 procent van het geaggregeerde bbp van de landen die zijn opgenomen in de berekening (FSB, 2012a, p.3).

Maar zoals FSB zelf ook aangeeft, vormt de ofi-sector een ruime schatting waarbij uit wordt gegaan van een brede definitie. Het is op voorhand niet zeker of alle entiteiten die worden meegenomen in de berekening ook daadwerkelijk tot het schaduwbankwezen behoren.³⁶⁸ Vertrekkend vanuit de ofi's moet dan ook nader worden gekeken welke entiteiten wel en niet moeten worden meegenomen.

³⁶⁷ Geldmarktfondsen vallen in de DNB-statistieken buiten de ofi's. Zij worden hier echter wel meegenomen in de scope voor schaduwbankieren, zoals ook Broos et al., (2012) dat zelf doen.

³⁶⁸ Andere partijen, die gebruikmaken van scherper afgebakende definities, komen dan ook tot lagere schattingen voor het schaduwbanksysteem. Zie bijvoorbeeld Deloitte (2012) en Poszar en Singh (2011).

2.1.2 Van ofi's naar schaduwbankentiteiten

Er is geen eenduidige definitie van ofi's. De toegepaste definities verschillen per land en kunnen per land meer of minder categorieën bevatten. Hoewel de gemene deler wel 'financiële instellingen' betreft, hoeft dit niet te betekenen dat door alle categorieën binnen de ofi aan kredietintermediatie wordt gedaan. ofi's worden in dit onderzoek gedefinieerd als die partijen die door DNB als zodanig worden aangemerkt.³⁶⁹

Om te bepalen of ofi's tot het schaduwbankwezen behoren, moet eerst worden vastgesteld of zij voldoen aan de brede definitie van de FSB. Dat wil zeggen: betreft het financiële instellingen die geen bank zijn en houdt de instelling zich bezig met kredietintermediatie?³⁷⁰ De eerste vraag wordt geconcretiseerd aan de hand van het al dan niet hebben van een bankvergunning. De tweede vraag wordt bepaald door het al dan niet verstrekken van kredieten aan derde partijen en/of investeren in kredietgerelateerde producten.

Bedrijven die geen bankvergunning hebben, maar wel kredieten verstrekken en/of investeren in kredietgerelateerde producten, behoren in beginsel tot de scope van het schaduwbankwezen. In deze scope zitten dan nog steeds bedrijven die in meer of mindere mate activiteiten verrichten die tot (systeem)risico leiden. Afhankelijk van de toegepaste definitie, kan het aanwezige risico nog bepalen of bedrijven tot het schaduwbankwezen moeten worden gerekend.³⁷¹ Hier wordt uitgegaan van de brede definitie om te bepalen of een bedrijf tot het schaduwbankwezen behoort. Daarna kan op basis van risico-indicatoren meer duiding worden gegeven aan het 'schaduwbankgehalte'. Zo blijven ook veranderingen in risico's in beeld.

In termen van risico's kan, in lijn met de meer afgebakende FSB-definitie van schaduwbankieren, worden gekeken naar transformatie van looptijd, liquiditeit en/of kredietkwaliteit, alsmede de opbouw van leverage.³⁷² Hoe groter de transformatie en de leverage, hoe groter het risico. Daar waar risico's spelen, is het van belang te kijken in hoeverre er sprake is van verweving met banken en andere delen van het financieel systeem. Waar de verwevenheid groot is, speelt een grotere mate van systeemrisico. Ten slotte, als al deze risico's in kaart zijn gebracht, is het van belang te bepalen of de instellingen die inderdaad tot het schaduwbankwezen behoren en systeemrisico impliceren al onder toezicht staan. Daar waar instellingen in het zicht van de toezichthouder zijn, is het aannemelijker dat problemen worden voorzien en mogelijk tot ingrijpen wordt overgegaan.

De Nederlandse ofi's worden in dit rapportdeel beoordeeld aan de hand van dit analysekader, dat wordt samengevat in Tabel 2.

³⁶⁹ Hier worden geldmarktfondsen aan toegevoegd omdat op voorhand aannemelijk is dat deze tot het schaduwbankwezen behoren.

³⁷⁰ In dit onderzoek blijven verzekeraars en pensioenfondsen buiten beschouwing.

³⁷¹ Zo wijst de *narrow definition* van FSB in Tabel 1 bijvoorbeeld op "*systemic risk concerns*" als medebepalend of een bedrijf tot het schaduwbankwezen behoort.

³⁷² Met het oog op de beschikbare data beperkt dit onderzoek zich tot looptijdtransformatie en leverage. Dit vormt mogelijk dus een onderschatting van de risico's.

Tabel 2 Zijn ofi's schaduwbankentiteiten?

Definitie schaduwbank entiteiten en risico-gradatie	Beoordelingsvariabelen	
Primaire voorwaarden	- Financiële instelling die geen bank is EN - Er wordt krediet verstrekt (aan externe partijen) EN/OF - Er wordt geïnvesteerd in krediet(gerelateerde) producten	- Bankvergunning - Uitstaand krediet en deposito's - Investerings in kredietgerelateerde producten
Risico – Individueel	- Er vindt transformatie van looptijd en/of liquiditeit en/of kredietkwaliteit plaats. - Er wordt leverage opgebouwd	- Looptijdtransformatie - Leverage
Risico – Verwevenheid	- Er is een financiële relatie met het bankwezen en/of andere ofi's	- Totale investeringen in/vorderingen op MFI's en ofi's - Totale verplichtingen aan MFI's en ofi's
Risico – Toezicht	- Er is geen (direct) toezicht	- Toezichtskader DNB (en overige toezichthouders)

Bron: SEO Economisch Onderzoek: looptijdtransformatie wordt gedefinieerd als kortlopende uitzettingen -/kortlopende verplichtingen; leverage wordt gedefinieerd als vreemd vermogen als percentage van het balanstotaal.

De volgende paragraaf bepaalt op basis van de primaire voorwaarden in Tabel 2 of ofi's wel of niet tot het schaduwbankwezen behoren. Op deze manier kan de omvang van het Nederlandse schaduwbankwezen worden vastgesteld.

2.2 Omvang schaduwbankwezen in Nederland

In Bijlage A tot en met Bijlage E worden alle ofi-sectoren beschreven. Daar wordt onder andere per ofi-sector ingegaan op definities, activiteiten en sectorstructuur. Tabel 3 vat enkele kerngegevens samen. Eerst is voor alle ofi-sectoren in Nederland het balanstotaal en het aantal bedrijven weergegeven. Vervolgens is aangegeven of de desbetreffende ofi-sector tot het schaduwbankwezen behoort. In lijn met Tabel 2 is hiervoor gekeken of er krediet wordt verstrekt dan wel wordt geïnvesteerd in kredietgerelateerde producten.³⁷³ Als dit niet het geval is, wordt de sector niet tot het schaduwbankwezen gerekend.

De ofi-sector in Nederland heeft een balanstotaal van ruim € 4000 miljard.³⁷⁴ Dit is de brede maatstaf voor het schaduwbankwezen. Wordt in meer detail gekeken, dan blijkt dat niet alle ofi-sectoren tot het schaduwbankwezen behoren. Zonder bedrijven die amper tot geen krediet verschaffen of investeren in kredietgerelateerde producten, resteert een balanstotaal van het schaduwbankwezen in Nederland van ongeveer € 1500 miljard.

Binnen het schaduwbankwezen vormen beleggingsinstellingen met ruim 35 procent van het balanstotaal de grootste groep, gevolgd door financiële bfi's met bijna 33 procent en SPV's met bijna 23 procent. Kleinere groepen zijn de financieringsmaatschappijen en de geldmarktfondsen. Dit zijn de instellingen die in dit rapport tot het schaduwbankwezen worden gerekend. In termen

³⁷³ De eerste voorwaarde is dat de bedrijven geen bankvergunning hebben, maar dat geldt voor alle ofi's.

³⁷⁴ In (FSB, 2012, p.3) wordt een lager bedrag genoemd, namelijk € 3160 miljard. De reden hiervoor is een andere methode om de standen weer te geven. In Tabel 3 zijn de cijfers weergegeven op basis van de gegevens verstrekt door DNB.

van het bijdragen aan (systeem)risico kunnen er grote verschillen bestaan tussen de subsectoren, waarbij een klein balanstotaal niet maatgevend hoeft te zijn. Hier wordt in hoofdstuk 4 verder op ingegaan.

Tabel 3 Totaaloverzicht kerngegevens (2011, bedragen in mln. €)

Overige financiële instelling	Aantal	Balanstotaal	Onderdeel schaduwbankwezen?	Balanstotaal schaduwbankwezen	% Schaduwbankwezen
Bfi's, waarvan	11.976*	2.889.996*			
Niet-financiële bfi's / onbekend	11.495*	2.412.236*	Nee		
Bfi-SPV's	257*	96.917*	Ja	96.917	6,7%
Overige financiële bfi's	224*	380.843*	Ja	380.843	26,2%
SPV's, waarvan:	170	331.004	Ja	331.004	22,8%
True Sale		320.247	Ja	320.247	22,1%
Synthetisch		10.757	Ja	10.757	0,7%
Financieringsmaatschappijen	n.b.	128.000**	Ja	128.000	8,8%
Geldmarktfondsen	16	2.024	Ja	2.024	0,1%
Beleggingsinstellingen, waarvan:	1.486	512.710	Ja	512.710	35,3%
Hedgefonds	104	17.902	Ja	17.902	1,2%
Beleggingsondernemingen	222	89.153	Nee		
Participatiemaatschappijen	±250	25.000**	Nee		
Holdings financiële instellingen	±15	184.000**	Nee		
Overig	n.b.	14.000**	Nee		
Totaal ofi		4.175.888***			
Totaal schaduwbankwezen				1.451.499****	100%
<i>PM banken</i>	<i>Nvt</i>	<i>2.426.733</i>			

Bron: SEO Economisch Onderzoek o.b.v. door DNB beschikbaar gestelde (micro)data en Broos *et al.* (2012, p. 24); * bfi-aantallen en -balanstotalen hebben betrekking op 2010; ** = Broos *et al.* (2012, p. 24); ***dit getal is niet vergelijkbaar met eerder door DNB gerapporteerde bedragen over het balanstotaal van ofi's als gevolg van een afwijkende methode om standen weer te geven; in Broos *et al.* (2012) worden alleen de sectoren met een 'hoog schaduwbankgehalte' meegenomen, waarbij men komt tot een balanstotaal van ongeveer € 1000 miljard. In dit rapportdeel worden alle sectoren die aan de definitie voldoen meegenomen en wordt daarna separaat een risico-analyse opgesteld (zie hoofdstuk 4.3) zodat ook wijzigingen in het risicoprofiel in de tijd in beeld blijven.

3 Economische functies

Het schaduwbankwezen is door haar rol in de kredietcrisis de laatste jaren in een negatief daglicht komen te staan. Desalniettemin vervult het schaduwbankwezen een aantal belangrijke functies in het kader van financiële intermediatie. Drie veelgenoemde elementen in dit kader zijn het bieden van alternatieve financieringsmogelijkheden, zowel voor investeerders, kredietnemers als voor banken, het bieden van mogelijkheden voor risicomanagement en de verhoogde efficiëntie als gevolg van het schaduwbanksysteem.

3.1 Alternatieve financiering

3.1.1 Voor investeerders

Claessens et al. (2012) noemen securitisatie als één van de twee belangrijkste economische functies van het schaduwbankwezen. Via securitisatie worden leningen omgezet in kortlopende, relatief veilige en liquide beleggingsobjecten. Op deze manier wordt tegemoetgekomen aan de behoefte van (grote) bedrijven en *asset managers* die overtollige liquide middelen hebben en deze kort en tegen een laag risico willen wegzetten. Ook vanuit banken zelf was er behoefte aan dergelijke veilige activa, om te gebruiken in repo leningen.

Het alternatief dat banken bieden, deposito's, heeft als nadeel dat de depositogarantie beperkt is tot een maximum dat veel te laag is voor grote beleggers. Hierdoor worden ze als minder veilig gezien.³⁷⁵ De auteurs concluderen dat “[g]iven their perceived safety, the safe tranches of securitized claims distributed through prime money funds became the “next-best” alternative to insured deposits before the crisis” (Claessens et al., 2012, p.11).³⁷⁶

3.1.2 Voor kredietnemers

Het schaduwbanksysteem biedt extra financieringsopties als aanvulling op het reguliere bankwezen. Dit leidt tot toenemende concurrentie en daarmee mogelijk tot lagere prijzen en efficiëntere kredietverlening (Comotto, 2012). Behalve het concurrentie-effect verschaft het hebben van alternatieve financieringsmethoden *op zich* toegevoegde waarde. Zo zijn schaduwbanken in veel gevallen in staat risicovollere leningen (de zogenaamde subprime leningen) te verstrekken aan klanten waarvoor bankfinanciering geen optie is. Pozsar et al. (2010) geven aan dat bepaalde creditcard- en autoleningen, maar ook diverse bedrijfstakken met relatief lage creditratings, traditioneel gezien hun financiering krijgen vanuit het schaduwbankwezen. Mits het risico van dit soort leningen correct ingeschat en ingeprijsd wordt, kan het verstrekken ervan leiden tot extra toegevoegde waarde in die sectoren. Deze toegevoegde waarde zou niet gerealiseerd zijn zonder de door het schaduwbankwezen gecreëerde financieringsalternatieven.

³⁷⁵ Zie ook de bespreking van geldmarktfondsen, in Bijlage D.

³⁷⁶ De auteurs noemen ook enkele risico's, waaronder: *regulatory arbitrage*, procycliciteit en het aanhouden van securitisaties door banken.

3.1.3 Voor banken

Banken hebben zelf, als kredietnemers, ook baat bij de ontwikkeling van het schaduwbankwezen. De Nederlandse spaarmarkt is relatief klein in verhouding tot de bancaire kredietverlening.³⁷⁷ Dit betekent dat de banken naast deposito's en eigen kapitaal ook aangewezen zijn op andere financieringsbronnen. Door de alternatieve financieringsmethoden en investeringsproducten in het schaduwbankwezen zijn banken minder afhankelijk van deposito's als middel om zichzelf te financieren. Gesecuritiseerde producten zijn in het bijzonder van belang voor Nederlandse banken. Hiervoor zijn twee redenen te noemen.

Ten eerste moeten banken kapitaal (i.c. eigen vermogen) aanhouden ten opzichte van hun activa om risico's te kunnen dragen, de zogenaamde solvabiliteitseisen in het kader van Basel III.³⁷⁸ Tegenover een bepaald bedrag aan eigen vermogen, kan een bank dan ook maar een bepaalde hoeveelheid krediet verlenen. Via securitisatie kunnen banken eerder verstrekte kredieten van hun balans verwijderen, waardoor de activa afnemen en er dus ruimte ontstaat voor nieuwe kredietverlening. Dit kan worden gezien als een vorm van reguleringsarbitrage: regulering beperkt de kredietverlening door de banken, waardoor een deel van de kredietverlening plaats vindt via het schaduwbankwezen. Om dergelijke balansverkortingen te realiseren moet er overigens wel aan bepaalde voorwaarden worden voldaan. Zo moet er voldoende risico worden overgedragen als onderdeel van de securitisatie.³⁷⁹ Dit wordt getoetst door DNB. Als het risico niet voldoende afneemt, wordt de SPV meegeconsolideerd in de cijfers van de bank en vindt er dus geen balansverkortingen plaats. Sinds de kredietcrisis is de vraag van beleggers naar risicovolle tranches afgenomen, waardoor banken deze delen veelal op hun balans houden en het moeilijker is om tot zogenaamde *capital relief* te komen.³⁸⁰ Deze reden is de laatste jaren dan ook minder belangrijk geworden.

Ten tweede kunnen banken zich via securitisaties financieren op basis van alternatieve beleggercategorieën. Via de SPV worden de activa gebundeld en omgezet in verhandelbaar schuld papier. Het risico van het schuld papier wordt bepaald door de activa, niet door de kredietkwaliteit van de bank. Op de kapitaalmarkt worden zo andere beleggers aangetrokken dan banken normaliter via *unsecured funding* zouden kunnen.

3.2 Risicomanagement

Een belangrijk onderdeel van kredietintermediatie is het herverdelen van risico's op zo'n manier dat ze terecht komen bij diegene die de risico's wil dragen. Schaduwbanken dragen hieraan bij door de creatie van waardepapieren met verschillende risico's en looptijd (Noeth & Sengupta,

³⁷⁷ Waardoor een zogenaamde '*funding gap*' bestaat. Dit komt doordat Nederlandse particulieren veel sparen via verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen en de vraag naar hypotheeken in Nederland tegelijkertijd relatief groot is als gevolg van de gunstige fiscale behandeling van hypotheekrente. Zie DNB (2010a).

³⁷⁸ Zie voor meer informatie over solvabiliteitseisen, Basel III en toezicht het Open Boek Toezicht van DNB, <http://www.toezicht.dnb.nl/>.

³⁷⁹ "Als richtsnoer voor de toetsing aan dit principe geldt dat de proportie van het aan derden overgedragen kredietrisico ten minste evenredig is aan de proportionele reductie van de risicogewogen posten." (Staatscourant 2010). Kortom: de (relatieve) solvabiliteitsvrijval mag niet groter zijn dan de (relatieve) risico-overdracht.

³⁸⁰ Tijdens de interviews werd aangegeven dat balansverkortingen met het oog op solvabiliteitseisen momenteel geen primair motief meer is voor securitisatie door banken.

2011). De specialistische natuur van het schaduwbankieren en het grote aanbod van financiële producten maakt de herverdeling van risico's mogelijk gemakkelijker.

Op het niveau van investeringen kan het spreiden van risico's dus zorgen voor een verminderd totaalrisico. Op een vergelijkbare manier is het denkbaar dat een meer gedecentraliseerd financieel systeem, ten opzichte van een systeem waarin vooral banken financiële intermediatie verzorgen, leidt tot een lager systeemrisico (Commoto, 2012). Het idee hier is dat een financieel systeem gebaseerd op enkele zeer grote financiële instellingen fragieler is dan een grote groep kleinere entiteiten.³⁸¹ Het risico wordt als het ware gespreid over meerdere kleinere entiteiten, wanneer een van deze failliet dreigt te gaan is de impact op het systeem als geheel gering.³⁸²

Claessens et al. (2012) wijzen op de rol die het schaduwbanksysteem heeft in financiële transacties op basis van onderpand. Onderpand wordt gebruikt om risico's op tegenpartijen te reduceren, en faciliteert daarmee kredietverlening. Volgens de auteurs is onderpand schaars en wordt daarom hergebruikt om zoveel mogelijk financiële transacties te ondersteunen. Het schaduwbanksysteem draagt hieraan bij via bijvoorbeeld repo-transacties en effectenuitleen (*securities lending*). De auteurs concluderen dat “[t]he collateral intermediation function of shadow banking is important within the Financial system and, to the extent that it supports credit, it is also important for the real economy” (Claessens et al., 2012, p.16). Broos et al. (2012, p.16) merken daarenboven op dat het gebruik van onderpand financiële intermediatie buiten banken om faciliteert en daarmee “een substituuut vormt voor toezicht en vangnetregelingen”.

3.3 Efficiëntie

Een derde manier waarop het schaduwbankwezen een positieve toevoeging kan zijn aan het bankwezen is door schaal- en scopevoordelen. In de keten van kredietintermediatie wordt winst gemaakt via kleine marges op grote geldstromen. Door het bundelen van vergelijkbare leningen alvorens deze om te zetten in financiële instrumenten kunnen schaalvoordelen worden behaald.³⁸³ Het proces van financiële intermediatie wordt hierdoor efficiënter en goedkoper (Commoto, 2012).

Daarnaast zijn er, ondanks de grote schaal waarop geopereerd wordt, veel specialistische spelers actief in het schaduwbankwezen. Zo is een SPV bijvoorbeeld gespecialiseerd in het securitiseren van activa. Daaromheen leggen partijen zich toe op *credit enhancement*, het leveren van liquiditeit of het verhandelen van de securities. Ook het aantrekken, bundelen en structureren van en het bemiddelen in financiële producten zijn specialistische activiteiten. Diversificatie en specialisatie leiden tot scopevoordelen. Een specialist is na verloop van tijd in staat dezelfde producten sneller of goedkoper te produceren (Poszar et al., 2010). Wederom kan dit leiden tot besparingen bij investeerders en kredietnemers. Het al eerdergenoemde grote aanbod van financiële instrumenten

³⁸¹ Dit relateert aan de *too big to fail* doctrine: banken of andere financiële instellingen kunnen zo groot worden dat een faillissement het gehele financiële systeem, en mogelijk de reële economie, zou besmetten. In dat geval heeft de overheid eigenlijk geen keus dan de instelling te redden, met *moral hazard* tot gevolg.

³⁸² Hierbij dient overigens wel te worden opgemerkt dat ook kleinere entiteiten sterk vervlochten kunnen zijn met de rest van het financiële systeem en andere nadelen kunnen hebben, zoals onvoldoende schaal om wet- en regelgeving bij te houden en kostenefficiënt te opereren.

³⁸³ Daartegenover staan hogere complexiteit en lagere transparantie.

leidt tevens tot verhoogde efficiëntie in het *gebruik* van financiële producten. Een min of meer op maat gemaakt product kan bijvoorbeeld in staat zijn een investeringspositie te dekken waar anders meerdere instrumenten voor nodig zouden zijn.

4 Risico

Financiële intermediatie gaat gepaard met risico's. Dit geldt voor looptijdtransformatie, liquiditeitstransformatie evenals krediettransformatie, en net zo goed voor het schaduwbankwezen als voor het traditionele bankwezen. Wel wijken de risico's verbonden aan schaduwbankieren op een aantal vlakken af van de risico's verbonden aan traditioneel bankieren. Dit hoofdstuk beschrijft eerst de risico's verbonden aan regulier bankieren, en de regulering die bedoeld is om deze risico's te mitigeren. Vervolgens wordt ingegaan op eventuele *additionele* risico's en destabiliserende factoren die bij schaduwbankieren een rol spelen. Ten slotte wordt het risico beoordeeld in elk van de subsectoren die tot het Nederlandse schaduwbankwezen worden gerekend.

4.1 Regulier bankieren

Turner (2012) noemt twee risico's, of destabiliserende effecten, verbonden aan kredietintermediatie door banken.³⁸⁴ De eerste vindt zijn oorsprong in de verschillende looptijd van verstrekte kredieten en ontvangen tegoeden. Op het moment dat alle, of heel veel, cliënten het geld dat zij 'op de bank' hebben gezet om wat voor reden dan ook tegelijk willen opnemen, een *bank run*, zal de bank hier niet aan kunnen voldoen. De bank heeft immers met dat geld kredieten verstrekt met een lange(re) looptijd, en die kan zij niet zo maar terugvorderen. Dit is een inherent risico aan looptijd- en liquiditeitstransformatie.

Een tweede risico komt voort uit het procyclische karakter van kredietverstrekking, met name als het krediet wordt verstrekt om goederen te kopen die in waarde kunnen stijgen. Meer kredietverlening betekent dat meer goederen kunnen worden gekocht, waardoor de vraag toeneemt en de waarde van de goederen stijgt. Stijgende waarde van de goederen zal de verliezen op kredieten voor banken doen afnemen, zeker als de goederen tevens gelden als onderpand voor de lening. Door de lagere verliezen bij banken ontstaat meer ruimte voor kredieten. Consumenten kunnen overtuigd raken van een immer stijgende prijs en blijven de goederen kopen, waardoor de prijs verder stijgt. Kredietverlening en stijgende prijzen gaan zo hand in hand, tot een schok in het systeem, of economische neergang, het zelfversterkende effect omdraait en er een neerwaartse spiraal ontstaat.³⁸⁵

Het risico dat financiële problemen bij een individuele partij gevolgen hebben voor de bredere economie, wordt systeemrisico genoemd.³⁸⁶ De verwevenheid van banken onderling, en hun

³⁸⁴ Aan bancaire activiteiten zijn nog meer risico's verbonden zoals kredietrisico, operationele risico's, reputatie risico's en compliance risico's. Ook deze risico's kunnen, al dan niet in combinatie met de genoemde destabiliserende effecten, tot (financiële) problemen voor banken leiden.

³⁸⁵ Om een beeld te krijgen bij de zelfversterkende op- en neergang kan worden gedacht aan de hypotheekmarkt voorafgaande en tijdens de recente financiële crisis – waarbij aangetekend zij dat dit een oversimplificatie is van de oorsprong en ontwikkeling van de crisis.

³⁸⁶ Anabtawi et al. (2011) definiëren systeemrisico als "the risk that a localized adverse shock, such as the collapse of a firm or market, will have repercussions that negatively impact the broader economy". Zie bijvoorbeeld Schwarcz (2008) en Eijffinger (2010) voor een overzicht van definities van systeemrisico en Anabtawi and Schwarcz (2011) voor een uitgebreid analytisch kader.

relatie met de reële economie, met name via de kredietverlening, maken dat financiële problemen bij een bank verder reiken dan de individuele instelling. Systeemrisico is daarmee een wezenlijk kenmerk van het bankwezen. In lijn met de nadruk op het financieel systeem, definiëren Adrian et al. (2010) systeemrisico als “*the risk that the stability of the financial system as a whole is threatened*”. Dit risico, dat ook tijdens de recente kredietcrisis een bepalende rol speelde, is een reden voor toezichthouders om steeds meer instellingsoverstijgend toezicht te houden.

Box 3 **Schaduwbankwezen ontbeert mitigerende regulering bankwezen**

Om het probleem van bank runs te ondervangen zijn in de meeste landen vangnetconstructies opgezet. Deze zijn drievoudig van aard. Allereerst speelt de centrale bank (in Nederland DNB) een stabiliserende rol door toezicht te houden op het bankwezen en op te treden als bank der banken bij tijdelijke liquiditeitstekorten (*lender of last resort*). Ter voorkoming van een dergelijke situatie worden bovendien reserveverplichtingen gesteld. Banken dienen volgens de Bazel-akkoorden (Blundell-Wignall en Atkinson, 2010) te voldoen aan minimale solvabiliteits- en liquiditeitseisen, welke afhankelijk zijn van het risico van de activa van de bank.³⁸⁷ Het minimumpercentage dat een bank aan liquide middelen beschikbaar moet hebben, beperkt de mate waarin de bank looptijdtransformatie kan uitvoeren. Ten slotte wordt het risico op *bank runs* door consumenten beperkt met een zogenaamde depositogarantie. Dit houdt in dat deposito's tot een bepaald maximum worden gegarandeerd zodat de rationale voor het massaal opnemen van tegoeden wordt gereduceerd (Turner, 2012). Deze drie reguleringsmaatregelen beperken de risico's van bankieren. De schaduwbankentiteiten vallen in beginsel niet onder deze regelingen wat impliceert dat ze onderhevig zijn aan grotere risico's.

Bron: Blundell-Wignall en Atkinson (2010), Turner (2012).

4.2 **Schaduwbankieren**

Dat schaduwbankentiteiten deels dezelfde functies verrichten als banken, betekent dat ook een deel van de risico's identiek is. Maar in aanvulling daarop bevat het schaduwbankwezen op een aantal aspecten aanvullende risico's.

Schaduwbanken worden minder streng gereguleerd en staan onder minder streng toezicht (zie ook hoofdstuk 5). De mindere mate waarin het schaduwbankwezen wordt gereguleerd, leidt ertoe dat risico's die gelden voor financiële intermediatie in het algemeen minder goed gemanaged zijn (Broos et al., 2012).³⁸⁸ Door beperkt toezicht, en het grotendeels ontbreken van een kapitaalstandaard, bestaat het risico dat schaduwbankinstellingen te veel risico nemen, en niet solvent genoeg zijn om tegenvallers op te vangen. Dit was een van de onderliggende redenen van de financiële crisis (Gorton & Metrick, 2010b).

Doordat het schaduwbankwezen bestaat uit een keten van partijen die als geheel aan intermediatie doen, neemt het aantal stappen en de complexiteit in het intermediatieproces toe (Turner, 2012, Broos et al., 2012). Dit wordt versterkt doordat het schaduwbankwezen sterk drijft op securitisatie, waarbij met name voorafgaand aan de crisis veel met complexe, samengestelde

³⁸⁷ In Basel III zijn ook leverage eisen opgenomen.

³⁸⁸ Tijdens de interviews werd er op gewezen dat regelgeving van delen van het systeem nu aan het veranderen is, zoals in het kader van Basel 3 en de strengere eisen voor securitisaties. Dit rapport bevat geen analyse van recente ontwikkelingen in regulering van het schaduwbankwezen.

producten werd gewerkt.³⁸⁹ Dit maakt dat risico's die gepaard gaan met de activiteiten moeilijk in te schatten zijn, en moeilijker is vast te stellen wie welk deel van het risico draagt.

Turner (2012) wijst verder op een sterkere procycliciteit. Net zoals bij banken werkt de procycliciteit aan de kredietkant: de waarde van goederen en kredietverlening kunnen elkaar open en neerwaarts versterken. Maar bij schaduwbanken werkt die ook voor de eigen financiering, omdat de aangetrokken middelen worden gekoppeld aan de waarde van in onderpand gegeven activa. Bij een verslechterende markt nemen de eisen die worden gesteld aan het onderpand toe, waardoor financiering moeilijker wordt. Zo ontstaat aan beide zijden van het financieringsspectrum – bij het aantrekken van krediet en het uitzetten van leningen – procycliciteit.

Het systeemrisico dat geldt voor het bankwezen geldt ook, en mogelijk in versterkte mate, voor het schaduwbankwezen. Door het vele gebruik van onderpand, de securitisaties en het kopen en herverpakken van producten, ontstaan elke keer relaties tussen financiële instellingen – met verweving tussen schaduwbankinstellingen en banken of andere financiële instellingen tot gevolg.³⁹⁰ Belangrijk is verder dat deze verweving ook met het bankwezen geldt, bijvoorbeeld via de activa die banken securitiseren via SPV's. Anderzijds zij vermeld dat schaduwbankieren ook risico mitigerend kan werken, waarbij systeemrisico verminderd wordt door spreiding van risico.

De verhoogde procycliciteit en niet-transparante ketenstructuur maken dat schaduwbankieren voor aanvullende systeemrisico's zorgen. De schaal, verwevenheid en complexiteit waardoor de risico's moeilijker zijn in te schatten maken daarnaast dat ook de gevolgen potentieel zeer groot zijn.

4.3 Risico schaduwbankwezen in Nederland

De voorgaande twee paragrafen maken duidelijk dat de activiteiten van schaduwbanken, los van de economische functie die zij vervullen, ook gepaard gaan met risico's. De vraag is of en in hoeverre dit ook voor het Nederlandse schaduwbankwezen geldt.

In hoofdstuk 1 is vastgesteld welke subsectoren binnen de ofi-sector tot het Nederlandse schaduwbankwezen kunnen worden gerekend. Deze paragraaf beoordeelt het risico dat aanwezig is in elk van de sectoren die tot het Nederlandse schaduwbankwezen worden gerekend. Meer concreet wordt gekeken naar een aantal risico-indicatoren voor elk van de sectoren.

4.3.1 Risico-indicatoren

Onderdeel van de primaire voorwaarden om tot het schaduwbankwezen te worden gerekend, is of er krediet wordt verleend dan wel of in kredietgerelateerde producten wordt geïnvesteerd (zie Tabel 2). De mate waarin dit gebeurt is een eerste indicator. Hogere kredietverlening en

³⁸⁹ Bijvoorbeeld obligaties in SPV's die werden gekocht, 'uit elkaar gehaald' en herverpakt in pakketten met schuldpapieren op andere SPV's, bijvoorbeeld naar risico-klassen van de onderliggende hypotheek. Een ander voorbeeld is het financieren van geleende activa met uitgeleende activa, zogenaamde *cash collateral reinvestment* (McCauley & Rigaudy, 2011).

³⁹⁰ Zie bijvoorbeeld FSB (2012b)

investeringen in kredietgerelateerde producten impliceren een hoger potentieel voor bancaire risico's. Dit moet in nauwe samenhang worden bekeken met de mate waarin deze activiteiten gefinancierd zijn door vreemd vermogen, de leverage. Hoe hoger de combinatie van deze twee, des te groter het potentieel aan risico's in verband met kredietintermediatie.

Vervolgens is het de vraag in hoeverre bij eventuele kredietintermediatie sprake is van looptijdtransformatie, hier gedefinieerd als het verschil tussen kortlopende activa en kortlopende passiva (als percentage van het balanstotaal). Bij een negatieve waarde zijn de kortlopende passiva groter dan de kortlopende activa en worden kortlopende schulden dus omgezet in langlopende uitzettingen. Dit is precies een van de kernactiviteiten van banken: zij gebruiken geld van partijen die hun geld kortlopend aan de bank willen uitlenen (vaak deposito's), om vervolgens zelf uit te lenen aan partijen die het geld voor langere tijd nodig hebben. Dit geeft risico's, omdat partijen die geld tegoed hebben dit op korte termijn kunnen opvragen terwijl het niet mogelijk is om de investeringen snel terug te vorderen. Hoe negatiever de waarde voor looptijdtransformatie, hoe meer schaduwbankentiteiten dus activiteiten ondernemen die lijken op de transformatiefunctie van banken, en des te groter het risico.

Als bovenstaande risico-indicatoren inderdaad wijzen op de aanwezigheid van risico's, speelt de vraag of sprake is van verweving met banken en andere delen van het financieel systeem. Waar de verwevenheid groot is, zal materialisatie van risico mogelijk een breder effect hebben dan op alleen de entiteit zelf. Via verwevenheid kunnen financiële problemen bij schaduwbankentiteiten worden doorgegeven aan andere financiële instellingen en zo het financieel systeem als geheel, en mogelijk de reële economie, besmetten. Er wordt gesproken van systeemrisico.

4.3.2 Risico's per sector

In Bijlage A tot en met Bijlage E worden alle subsectoren binnen de ofi-sectoren besproken, en wordt onder andere in detail ingegaan op de risico-indicatoren.³⁹¹ In Tabel 7 worden de resultaten weergegeven voor de sectoren die tot het schaduwbankwezen worden gerekend, en wordt op basis van de indicatoren een indicatie gegeven van het 'potentiële' risico.³⁹²

³⁹¹ In deze paragraaf worden de risico's besproken. Voor een nadere toelichting op de definitie van en de activiteiten binnen de verschillende sectoren zij verwezen naar de respectievelijke bijlagen.

³⁹² Dit wordt gedaan in vijf klassen: laag, laag tot midden, midden, midden tot hoog en hoog. Het oordeel is tot stand gekomen op basis van een kwalitatieve analyse van de risico-indicatoren en het inzicht van de onderzoekers. Het geeft daarmee een *indicatie* van het potentiële risico.

Tabel 4 Totaaloverzicht risico-indicatoren (2011, % balanstotaal)

Schaduwbankgroepen	Krediet (& investeringen)	Leverage	Looptijd transformatie	Verwevenheid	Oordeel Potentieel Risico
Financiële bfi's	57%	67%	Nee	Onbekend, naar verwachting hoog	Midden
SPV's	97%	100%	Nee, maar deels uit zicht	Hoog	Midden tot hoog
Financieringsmij'en					
Financiële intermediairs	77%	92%	Ja (-19,7%)	Hoog	Hoog
Financiële leasing	92%	95%	Ja (-7,6%)	Midden	Hoog
Beleggingsinstellingen	41%	5%	Nee	Laag	Laag tot midden*
Hedgefondsen	8%	2%	Nee	Laag	Laag tot midden*
Geldmarktfondsen	Onbekend	Onbekend	Onbekend	Onbekend	Midden tot hoog**
PM Banken	77%	95%	-23%		

Bron: SEO Economisch Onderzoek; *niet geclassificeerd als 'laag' omdat een deel buiten zicht blijft als gevolg van fund-in-fund investeringen; **door ontbrekende informatie is geen geobjectiveerd eindoordeel te geven voor de Nederlandse markt, hier is gekozen voor 'midden tot hoog' met het oog op de transformatiefunctie van geldmarktfondsen binnen het schaduwbankwezen; de informatie over banken is gebaseerd op informatie ontvangen van DNB.

De kredietverlening en investeringen in kredieten door *financiële bfi's* bedraagt 57 procent van het balanstotaal. Hiervan bestaat 49 procent uit kredietverlening. Gecombineerd met een hoge leverage (67 procent), waarvan een groot deel van buiten de groep komt, ondernemen financiële bfi's activiteiten die in lijn liggen met het bancaire bedrijf. Dit betreft weliswaar grotendeels intragroep kredietverstrekking, maar er kan ook via bijvoorbeeld deelnemingen in groepsmaatschappijen indirect worden bijgedragen aan kredietintermediatie door de groep als geheel. Er vindt daarbij geen (negatieve) looptijdtransformatie plaats. Over de verweving met banken en andere financiële instellingen is te weinig bekend voor een eenduidig oordeel. Op basis van de beschikbare gegevens en de kenmerken van de sector, is het aannemelijk dat de verweving hoog is. Het algehele potentiële risico van financiële bfi's op basis van de beoordeelde indicatoren wordt als 'midden' beoordeeld.

De kernactiviteiten van *Special Purpose Vehicles* (SPV's) betreffen het aankopen van, met name, hypothecaire vorderingen. Daarmee bestaat het merendeel van de activa uit investeringen in kredietgerelateerde producten (92,3 procent).³⁹³ Samen met de deposito's van synthetische securitisaties resulteert kredietverlening en investeringen in kredietgerelateerde producten ter grootte van 97 procent van het balanstotaal. Deze activiteiten financieren SPV's voornamelijk met verhandelbare schuldpapieren, waardoor een hoge leverage resulteert (100 procent). Er is daarentegen geen sprake van looptijdtransformatie. Er kunnen echter nog wel risico's verderop in de financieringsketen bestaan, bijvoorbeeld als de schuldpapieren worden opgekocht door geldmarktfondsen of andere partijen die zich kort financieren.³⁹⁴ Of dit echt zo is, is niet vast te

³⁹³ Voor synthetische securitisaties worden deposito's aangehouden als onderpand voor het ingenomen risico. Zie Bijlage B.

³⁹⁴ Het is ook mogelijk dat de schuldpapieren verderop in de keten worden herverpakt. Dit vergroot de complexiteit en daarmee de risico's in de gehele schaduwbankketen.

stellen op basis van de beschikbare data. Met banken als voornaamste verkopers van de hypothecaire vorderingen, en als voornaamste categorie beleggers in de schuldpapieren die SPV's uitgeven, is de verwevenheid groot. Het algehele potentiële risico van SPV's op basis van de beoordeelde indicatoren wordt als 'midden tot hoog' beoordeeld.

Voor *financieringsmaatschappijen* zijn geen aparte statistieken beschikbaar. Daarom is als proxy gekeken naar twee gerelateerde categorieën in de DNB-statistieken: financiële intermediairs, waarin onder andere hypotheekverstrekkers en consumptief kredietverstrekkers zitten, en *financial leasing*.³⁹⁵ Alle indicatoren van deze twee groepen wijzen op bancaire activiteiten en navenante risico's. Weliswaar is een groot deel van de ontvangen financiering afkomstig van banken³⁹⁶, waardoor van de kans op een publieke run op tegoeden daarom geen sprake zal zijn, maar het geeft wel de grote verwevenheid aan. Het algehele potentiële risico van financieringsmaatschappijen op basis van de beoordeelde indicatoren wordt als 'hoog' beoordeeld.

Beleggingsinstellingen verstrekken voor 8 procent van het balanstotaal aan krediet, maar investeringen in kredietgerelateerde producten, met name obligaties, zijn met 33 procent groter. Hier-tegenover staat een leverage van 5 procent en er wordt geen looptijdtransformatie uitgevoerd. Opgeteld bij een lage verweving met het financiële systeem, staan in beginsel alle seinen 'op groen'. Een deel van de investering betreft echter *fund-in-fund* investeringen, investeringen in andere beleggingsinstellingen. Omdat niet duidelijk is in hoeverre daar risico's spelen, resulteert een eindoordeel voor het risico van 'laag tot midden'. *Hedgefondsen* zijn onderdeel van beleggingsinstellingen maar zijn apart opgenomen omdat zij internationaal vaak in verband worden gebracht met schaduwbankieren. Uit de risico-indicatoren volgt echter een gelijke analyse als voor beleggingsinstellingen en een oordeel over het potentiële risico van 'laag tot midden'.

De laatste categorie schaduwbankentiteiten betreft *geldmarktfondsen*. Over deze entiteiten is geen informatie beschikbaar om de risico-indicatoren te bepalen. Vastgesteld kan worden dat het in Nederland om een beperkt aantal entiteiten met een, binnen het totaal van het schaduwbankstelsel, beperkt balanstotaal gaat. Kenmerkend voor deze partijen is dat het risico van hun uitzettingen laag en kortlopend is maar dat zij tegelijkertijd een belangrijke rol vervullen in de looptijdtransformatie in het schaduwbankstelsel. Of dit voor Nederland ook het geval is, los van de beperkte omvang, is onbekend. Hierdoor resulteert een oordeel over het potentiële risico van geldmarktfondsen van 'midden tot hoog'.

4.3.3 Interpretatie van de resultaten

In voorgaande paragraaf is inzicht gegeven in het risico bij Nederlandse schaduwbankentiteiten, op basis van financiële kerngegevens over deze entiteiten. Dit is niet bedoeld als volledig beeld bij mogelijke risico's. Idealiter wordt bijvoorbeeld ook gekeken naar transformatie van liquiditeit en kredietkwaliteit. Daarvoor ontbreken hier de gegevens.

Verder is een kenmerk van het schaduwbankstelsel dat kredietintermediatie plaatsvindt binnen een keten van entiteiten. Bij veel van deze bedrijven bestaat in belangrijke mate verweving met banken en andere financiële instellingen. Dit zal deels betrekking hebben op buitenlandse finan-

³⁹⁵ Beide hebben betrekking op dochters van banken die zelf geen bankvergunning hebben.

³⁹⁶ 85 procent van het balanstotaal bestaat uit kredieten ontvangen van banken.

ciële instellingen. Omdat de Nederlandse entiteiten verweven kunnen zijn met andere, al dan niet buitenlandse, entiteiten, moet voor een zuivere risicoanalyse gekeken worden naar de volledige intermediatieketen waarin de Nederlandse spelers betrokken zijn. Pas dan ontstaat een volledig beeld van looptijd, liquiditeit- en krediettransformatie, en van de risico's die worden gelopen. Hierbij moet ook worden gekeken naar de totale lengte van de keten, de complexiteit door het voeren en hergebruiken van onderpand, et cetera. Dit is een complexe opgave die idealiter op basis van internationale samenwerking wordt uitgevoerd.

Geconcludeerd kan worden dat dit hoofdstuk een eerste indicatie geeft van het risico in het schaduwbankwezen, die als onderschatting van het totale risico moet worden gezien.

5 Toezicht op het schaduwbankwezen

Het schaduwbankwezen wordt beschouwd als een sector ‘in de schaduw’. Dit heeft deels te maken met de blinde vlek bij toezichthouders als het gaat om dit deel van het financiële systeem. Ten minste, dat is de gangbare gedachte. Dit hoofdstuk onderzoekt in hoeverre schaduwbankentiteiten onder toezicht staan. De analyse is beperkt tot prudentieel toezicht, omdat dit wordt gezien als primair in het kader van systeemrisico.³⁹⁷

Het startpunt in dit hoofdstuk is het prudentieel toezicht op banken en andere financiële instellingen in Nederland. Het toezicht op banken raakt op verschillende vlakken aan ofi’s. Op basis van een analyse van dit toezicht wordt een structuur opgezet die kan worden gebruikt om te beoordelen in hoeverre de verschillende ofi-sectoren onder toezicht vallen.

5.1 Prudentieel toezicht³⁹⁸

Banken zijn financiële instellingen met een bankvergunning. In beginsel moeten alle bedrijven die bancaire activiteiten in Nederland willen verrichten, een bankvergunning aanvragen. Zij vallen dan onder het prudentieel toezicht van DNB. Bancaire activiteiten worden gedefinieerd als het aantrekken van opvorderbare gelden – zeg: vreemd vermogen – van het publiek en het gebruiken van dit geld om het bedrijfsmatig uit te zetten. Bedrijfsmatig uitzetten betekent dat de doelstelling moet zijn om rendement te behalen.³⁹⁹ Hieronder valt ook het investeren in kredietgerelateerde producten.

Een belangrijke uitzondering op de regel om een bankvergunning aan te vragen, betreft de concernfinancieringsmaatschappij.⁴⁰⁰ Deze verricht bancaire activiteiten, maar hoeft geen bankvergunning aan te vragen indien aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan. Voor de aangetrokken middelen geldt onder andere als voorwaarde dat dit moet gebeuren met schuldpapier, bijvoorbeeld obligaties, met een denominatie (i.c. inleg) kleiner dan € 100.000 en dat er sprake is van een door de relevante toezichthouder goedgekeurde prospectus. Bij het uitzetten van de middelen geldt onder andere als voorwaarde dat dit vooral binnen het concern moet gebeuren (meer dan 95 procent van het aangetrokken geld moet worden uitgeleend binnen de eigen groep), dat de moeder een minimaal eigen vermogen moet hebben en dat de moeder een onvoorwaardelijke garantie verstrekt. Wordt aan deze voorwaarden voldaan, dan kan gebruik

³⁹⁷ Prudentieel toezicht gaat over het toezicht op de betrouwbaarheid en financiële stabiliteit van de financiële sector. Gedragstoezicht is de tweede pijler onder het Nederlandse duale toezichtsregime op het financieel systeem. Dat prudentieel toezicht hier wordt gezien als primair in het kader van toezicht op het schaduwbankwezen, betekent niet dat gedragstoezicht in het geheel niet van belang is in dit kader. Waar relevant zal bij de analyse van ofi-sectoren ingegaan worden op andere vormen van toezicht.

³⁹⁸ Deze paragraaf is tot stand gekomen op basis van interviews en informatie-uitwisseling met DNB. Het is niet de intentie om een gedetailleerde weergave van het prudentieel toezicht op financiële instellingen te geven en er heeft geen juridische toets plaatsgevonden. Verwezen zij verder naar de Wet op het financieel toezicht (Wft, 2006).

³⁹⁹ De Wft definieert een bank als “degene die zijn bedrijf maakt van het buiten besloten kring ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden van andere dan professionele marktpartijen, en van het voor eigen rekening verrichten van kredietuitzettingen”.

⁴⁰⁰ Wft, artikel 3:2.

worden gemaakt van de uitzondering en hoeft het bedrijf geen bankvergunning aan te vragen. Vaak betreft het dochters van grote buitenlandse concerns. Concernfinancieringsmaatschappijen zijn dus ofi's die wel bancaire activiteiten verrichten maar geen bankvergunning nodig hebben en dus ook niet onder het banktoezicht van DNB vallen.

Een dochter van een Europese bank kan in Nederland als bank actief zijn zonder een Nederlandse bankvergunning. De instelling valt in dat geval primair onder het toezicht van de *home supervisor* in het moederland, en slechts beperkt onder DNB-toezicht.⁴⁰¹ Banken buiten Europa die in Nederland een vestiging willen openen, moeten altijd een bankvergunning aanvragen en vallen dus wel onder het toezicht van DNB.⁴⁰²

Financiële instellingen die geen bancaire activiteiten verrichten, hebben geen bankvergunning nodig en zijn onderdeel van de ofi-sector.⁴⁰³ Zij vallen niet onder direct toezicht van DNB. Veel ofi's zijn onderdeel van een financieel of bancair concern. Als de ofi dochter is van een Nederlandse bank, valt deze in de regel in de consolidatiekring van de moeder.⁴⁰⁴ In dat geval worden de financiële cijfers van de ofi opgenomen in de cijfers van de bancaire moeder. DNB heeft dan indirect *zicht* op de cijfers en de ofi, maar er is geen sprake van individueel *toezicht* zoals bij banken. Hetzelfde geldt als de financiële instelling dochter is van een buitenlandse bank, maar dan is het de verantwoordelijkheid van de home supervisor in het moederland om het indirect toezicht (via consolidatie van de cijfers) te houden.

Ten slotte is er de mogelijkheid dat een ofi geen bancaire activiteiten onderneemt, en geen dochter is van een bank. In dat geval is er geen prudentieel toezicht door DNB of een toezichthouder in het buitenland. Tabel 5 vat de resultaten samen.

⁴⁰¹ De bank handelt dan onder een Europees paspoort. Hiertoe moet een notificatieprocedure worden doorlopen. DNB voert liquiditeits- en integriteitstoezicht uit op deze bedrijven.

⁴⁰² In het verleden was het mogelijk een vergunning te verstrekken aan een bijkantoor van een buitenlandse bank. Dat is thans niet meer mogelijk. Er zijn nog wel bijkantoren met een dergelijke in het verleden verstrekte bijkantoorvergunning.

⁴⁰³ De Wft definieert financiële instellingen als “degene die, geen bank zijnde, in hoofdzaak zijn bedrijf maakt van het verrichten van een of meer van de werkzaamheden, bedoeld onder 2 tot en met 12 en 15 van de lijst in de bijlage I van de herziene richtlijn banken, of van het verwerven of houden van deelnemingen”. In genoemde bijlage I staat werkzaamheden die samenhangen met onder andere het verstrekken van leningen, het beheer van betaalmiddelen, het stellen van garantie en allerhande beleggingsactiviteiten.

⁴⁰⁴ Of geconsolideerd moet worden, hangt bijvoorbeeld af van het risico. Hiervoor is internationaal regelgeving afgesproken in de Basel-akkoorden. Hier wordt verder voorbijgegaan aan wanneer precies wel en niet wordt geconsolideerd.

Tabel 5 Prudentieel toezicht op financiële instellingen (exclusief verzekeraars en pensioenfondsen)

Activiteiten Financiële Instelling	Type Financiële Instelling	Bankvergunning ofi		Prudentieel toezicht**
Bancair	1.Nederlandse Bank	Ja	Nee	DNB direct
	2.Concernfinancieringsmaatschappij	Nee*	Ja	Zie type 5, 6 of 7***
	3.Dochter van Europese bank	Nee *	Ja	Verantwoordelijkheid <i>home supervisor</i> ; DNB beperkt (o.a. liquiditeit)
	4.Dochter van buitenlandse (non-EU) bank	Ja	Nee	DNB direct
Niet-bancair	5.Dochter van Nederlandse bank	Nee	Ja	Mogelijk DNB indirect (o.b.v. consolidatie met moeder)
	6.Dochter van buitenlandse bank	Nee	Ja	Verantwoordelijkheid <i>home supervisor</i>
	7.Geen dochter van een bank	Nee	Ja	Geen toezicht DNB

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van de Wet financiële instellingen en gesprekken met DNB; de tabel geeft een beeld bij regulering van ofi's en heeft niet de intentie de exacte wettelijke regulering van financiële instellingen, met al haar uitzonderingen, in kaart te brengen; *de desbetreffende financiële instellingen zijn niet verplicht een bankvergunning aan te vragen, hier wordt ervan uitgegaan dat zij dit niet doen; **een deel van de ofi's (beleggingsinstellingen) valt vanaf 22 juli 2013 mogelijk onder een verzwaard toezichtsregime door AFM. Een lichte vorm van prudentieel toezicht, bijvoorbeeld op leverage-ratio's kan hier onderdeel van zijn; ***concernfinancieringsmaatschappijen kunnen dochter zijn van een Nederlandse of buitenlandse bank of dochter van een andersoortig bedrijf, zij vallen dan respectievelijk onder type 5, 6 of 7.

5.2 Bijzondere financiële instellingen

Bijzondere financiële instellingen (bfi's) verrichten geen bancaire activiteiten. Toen bfi's, met name in Japan, eind jaren '90 van de vorige eeuw een kortstondige groei lieten zien in quasi-bancaire activiteiten, introduceerde DNB additionele voorwaarden om dit aan banden te leggen.⁴⁰⁵

Bfi's staan onder indirect toezicht van DNB, via de trustkantoren. In deel B van dit onderzoek, in het hoofdstuk over risico's van bfi's, staat hierover het volgende. "Ongeveer driekwart van de bfi's wordt beheerd door trustkantoren. Deze worden gezien als "poortwachter tot de financiële sector in Nederland, onder meer ten opzichte van bfi's" (DNB, 2007, p. 68). Trustkantoren zijn vergunningsplichtig en staan onder toezicht van DNB op grond van de Wet toezicht trustkantoren (Wtt). Een toets op de betrouwbaarheid van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders alsmede op de administratieve organisatie om het materialiseren van integriteitsrisico's te voorkomen is onderdeel van de vergunningverlening. De trustkantoren worden verantwoordelijk gehouden voor het zo mogelijk inperken van integriteitsrisico's, en het toezicht van DNB is gericht op deze verantwoordelijkheid".

Zoals vastgesteld in hoofdstuk 1, zijn in het kader van schaduwbankieren alleen de financiële bfi's relevant. Bfi's, en dus ook financiële bfi's, zijn per definitie direct of indirect in handen van buitenlandse bedrijven. Voor financiële bfi's geldt dat zij behoren tot een financiële groep. Deze twee elementen maken dat financiële bfi's voornamelijk vallen onder type 6 in Tabel , en er dus

⁴⁰⁵ Zie deel B van dit onderzoek en DNB (2000, p.25).

geen prudentieel toezicht door DNB plaatsvindt. De instellingen vallen onder verantwoordelijkheid van de toezichthouder in het moederland, de *home supervisor*. DNB heeft er geen zicht op of en zo ja, in hoeverre dit daadwerkelijk plaatsvindt. Als er toezicht plaatsvindt, is het aannemelijk dat dit gebeurt aan de hand van consolidatie van de bfi in de cijfers van de moeder en dat er dus *indirect* toezicht plaatsvindt.

5.3 Special purpose vehicles⁴⁰⁶

De activiteiten van SPV's kunnen over het algemeen worden bestempeld als bancair: er wordt geld aangetrokken van het publiek om dit bedrijfsmatig uit te zetten, vaak in de vorm van kredietgerelateerde producten. Los van de nuances die ten aanzien van deze stelling kunnen worden ingebracht, komen SPV's desgewenst veelal in aanmerking voor de uitzondering om een bankvergunning aan te vragen als concernfinancieringsmaatschappij. In de praktijk hebben SPV's nooit een bankvergunning.

Bij ruim 70 procent van de gesecuritiseerde leningen is de *originator* een monetaire financiële instelling (grosso modo: banken). Bij het resterende deel is de *originator* een verzekeraar of andere financiële instelling. Dit betekent dat de overgrote meerderheid van gesecuritiseerde leningen afkomstig is van een financiële instelling die onder prudentieel toezicht valt.⁴⁰⁷

Geconcludeerd kan worden dat het merendeel van de SPV's (met een Nederlandse *originator*) onder type 5 in Tabel 5 valt, en er dus normaliter indirect toezicht door DNB plaatsvindt op basis van consolidatie binnen het moederbedrijf.⁴⁰⁸ Daarnaast zal een klein deel in het geheel niet onder toezicht staan, omdat de *originator* een financiële instelling betreft die niet onder toezicht staat.

In de interviews werd gewezen op een aantal aanvullende vormen van toezicht, waardoor er eerder sprake zou zijn van overlappende toezicht regimes en een verkleinde kans op onverantwoorde risico's.⁴⁰⁹ Hier is geen verder onderzoek naar gedaan.

5.4 Financieringsmaatschappijen

Van de top 10 hypotheekverstrekkingen heeft slechts één aanbieder geen eigen bankvergunning. Deze partij is wel onderdeel van een bancair concern. Veel aanbieders hebben zich de laatste jaren teruggetrokken van de Nederlandse markt. Eén aanbieder in de top-10 is dochter van een buitenlandse bank, maar heeft zelf een bijkantoorvergunning.⁴¹⁰ De meeste hypotheekleningen vallen dus onder direct prudentieel toezicht op basis van een bankvergunning, en behoren niet tot de

⁴⁰⁶ Het gaat in deze paragraaf om SPV's met een Nederlandse *originator*. SPV's met een buitenlandse *originator*, SPV-bfi's, zijn besproken in hoofdstuk 5.2.

⁴⁰⁷ Verzekeraars vallen ook onder prudentieel toezicht.

⁴⁰⁸ Hierbij wordt aangenomen dat DNB uitgaat van de *originator* als economische moeder, en niet van de juridische moeder.

⁴⁰⁹ De initiële kredietverstrekking valt veelal onder bancair toezicht, de securitisatietransactie onder een apart toezichtregime inzake securitisatie waarna ook de eindbelegging door een institutionele belegger onder een apart toezichtsregime valt (zoals Solvency II).

⁴¹⁰ In Bijlage F is het volledige overzicht gegeven van bankvergunningen van hypotheekverstrekkers, factoringbedrijven en leasebedrijven.

ofi-sector. Het is aannemelijk dat het grootste deel dat wel tot de ofi-sector behoort, onderdeel is van een Nederlands bancair concern (type 5 in Tabel 5) en daarmee onder indirect toezicht van DNB valt op basis van consolidatie binnen de moeder.

Van de vier grootste factoring bedrijven, die samen 90 procent van de markt voor hun rekening nemen, hebben er twee een eigen bankvergunning en twee niet. Die laatste twee behoren tot de ofi's en zijn wel onderdeel van een Nederlandse bancaire groep. Ook hier is indirect toezicht van DNB op basis van consolidatie binnen de moeder aannemelijk.

Het merendeel van de algemene leasemaatschappijen heeft geen eigen bankvergunning, en het grootste deel daarvan is ook geen onderdeel van een bancaire groep. Dit betekent dat van de algemene leasemaatschappijen een substantieel deel buiten het zicht van de toezichthouder staat.

Van de autoleasemaatschappijen heeft er slechts één een bankvergunning. Deze is wel onderdeel van de top 3. Van de overige zeventig bedrijven zijn er slechts enkele onderdeel van een bancaire groep. Wel is één van de bedrijven binnen een bancaire groep onderdeel van de top 3.⁴¹¹ Het is aannemelijk dat het grootste deel van de autoleasemaatschappijen buiten het zicht van de toezichthouder staat.

5.5 Beleggingsinstellingen en -fondsen

Beleggingsinstellingen, waartoe in het kader van toezicht ook geldmarktfondsen behoren, halen primair eigen vermogen op bij beleggers.⁴¹² Zij verrichten dan ook geen bancaire activiteiten. Beleggingsinstellingen vallen echter wel onder prudentieel toezicht van DNB, zij het dat de nadruk ligt op gedragstoezicht door AFM. Hier kan eerder worden gesproken van toezicht 'op afstand'.⁴¹³

Thans valt een deel van de beleggingsinstellingen onder gedragstoezicht van de AFM.⁴¹⁴ Op 22 juli 2013 treedt in Nederland de AIFM-richtlijn (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) in werking, waarna alle beleggingsinstellingen onder toezicht komen. Ook neemt het toezicht op een deel van de beleggingsinstellingen toe, waardoor ook sommige ofi's onder een zwaarder toezichtsregime komen te staan. Een lichte vorm van prudentieel toezicht, bijvoorbeeld op leverage-ratio's, kan hier onderdeel van zijn.⁴¹⁵

⁴¹¹ Er zijn geen cijfers bekend over het marktaandeel van de top 3. De top 10 had in 2011 een marktaandeel van ongeveer 65 procent (VNA, 2012).

⁴¹² In 2011 bedroeg bijna 95 procent van het balanstotaal participaties.

⁴¹³ Zo ligt de nadruk van het prudentieel toezicht op de beheerders van de fondsen en niet zozeer de fondsen zelf.

⁴¹⁴ Zie <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/aifm/beleggingsinstellingen.aspx>.

⁴¹⁵ Zie <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/aifm.aspx>.

6 Synthese risico en toezicht

In hoofdstuk 4.3 wordt het risico en in hoofdstuk 5 wordt het toezicht op de verschillende onderdelen van het Nederlandse schaduwbankwezen besproken. In Tabel 6 worden deze analyses in één overzicht samengebracht, en wordt het aandeel van de desbetreffende sector in het totale Nederlandse schaduwbankwezen vermeld.

Tabel 6 Totaaloverzicht risico en toezicht (2011, % balanstotaal schaduwbankwezen)

Schaduwbankgroepen	Aandeel in schaduwbanksector	Oordeel potentieel risico	Prudentieel toezicht**
Financiële bfi's	33%	Midden	Verantwoordelijkheid <i>home supervisor</i> , indirect toezicht
SPV's	23%*	Midden tot hoog	Merendeel indirect toezicht DNB Klein deel geen toezicht
Financieringsmaatschappijen	9%	Hoog	
Hypotheekverstrekkers			Merendeel indirect toezicht DNB
Factoringmaatschappijen			Merendeel indirect toezicht DNB
Leasemaatschappijen			Merendeel geen toezicht
Beleggingsinstellingen	35%	Laag tot midden	Direct toezicht 'op afstand' O.b.v. AIFM vanaf 22-7-2013 deel mogelijk onder (licht) direct prudentieel toezicht
Hedgefondsen	1%-2%	Laag tot midden	Idem als beleggingsinstellingen
Geldmarktfondsen	0%-1%	Midden tot hoog	Idem als beleggingsinstellingen

Bron: SEO Economisch Onderzoek; *exclusief bfi-SPV's, die zijn opgenomen onder de financiële bfi's; aandeel is bepaald o.b.v. balanstotaal.

De enige categorie met de risicocategorie 'hoog', financieringsmaatschappijen, neemt een beperkt aandeel in het schaduwbankwezen in (9 procent). De categorieën 'midden tot hoog' beslaan samen iets minder dan 25 procent van het schaduwbanksysteem. Vermeldenswaardig is dat voor een aantal van deze sectoren gestructureerd detailinzicht ontbreekt. Met name geldmarktfondsen, internationaal gezien als een belangrijke schakel in de looptijdtransformatie binnen het systeem, zijn daarbinnen interessant. Anderzijds is dit deel vooralsnog van zeer beperkte omvang en heeft DNB wel inzicht op basis van ad hoc verzamelde informatie.

In tegenstelling tot banken, vallen de meeste ofi's niet onder direct toezicht van DNB. Alleen voor beleggingsinstellingen geldt dit wel, maar daar is eerder sprake van toezicht 'op afstand'. Dit verschil met banken moet deels worden gezien in het kader van het gebrek aan vangnetregelingen voor het schaduwbankwezen. De centrale bank is *lender of last resort* voor het bankwezen, en deposito's bij banken zijn tot een maximum gegarandeerd. Voor het schaduwbankwezen geldt dit niet, en is de ruimte om de sector zelf risico te laten nemen groter. Tegelijkertijd impliceert de analyse dat er risico's zijn die lijken op de risico's bij banken, waarbij tevens verwevenheid met de rest van het financieel systeem bestaat. In die zin kan er ook impact zijn op het bankwezen, en dus op instellingen die onder de vangnetregelingen vallen.⁴¹⁶ Waar de grens ligt voor het laten van

⁴¹⁶ Er is geen eenduidige informatie beschikbaar over de mate waarin schaduwbanken geld ophalen bij huishoudens. Het vermoeden is dat dit beperkt is.

ruimte voor risico en de noodzaak voor toezicht, is op basis van de beschikbare informatie nog niet te bepalen.

Een deel van de schaduwbankentiteiten staat wel onder toezicht, in de vorm van *indirect* toezicht. Binnen de capaciteit en doelstellingen van DNB betekent dit in de praktijk vooral *zicht* op de instellingen, door opname in de geconsolideerde cijfers van de moederbank, eerder dan individueel toezicht. Bij dochters van buitenlandse banken is niet duidelijk of daar waar de verantwoordelijkheid voor toezicht bij de *home supervisor* ligt, er ook daadwerkelijk (indirect) toezicht is. Mogelijk in tegenstelling tot wat veel mensen denken is er dus wel degelijk toezicht op een deel van de schaduwbankentiteiten. Maar in tegenstelling tot het toezicht op banken, is dit toezicht in bijna alle gevallen indirect of ‘op afstand’. Hoe de invulling van dit toezicht moet worden ingeschat ten opzichte van de risico’s, maar ook ten opzichte van de afwezigheid van vangnetregelingen, is hier niet onderzocht.

Literatuur

Publicaties

- AFME (2012). Shadow Banking, AFME Comments on ECON draft report, 14-09-2012.
- Arena 2011 II B.V. (2011). Prospectus.
- Blundell-Wignall, A., & Atkinson, P., (2010). Thinking beyond Basel III: Necessary solutions for capital and liquidity. *OECD Journal: Financial Market Trends*. Volume 2010 – Issue 1.
- Broos, M., Carlier, K., Kakes, J., & Klaaijzen E. (2012). Het schaduwbanksysteem: een verkenning voor Nederland. DNB Occasional Studies Vol.10/No.5 (2012).
- Claessens et al (2012). Shadow Banking: Economics and Policy. IMF Staff Discussion Note, 04-12-2012.
- Comotto, R. (2012). Shadow banking and repo. ICMA European Repo Council, 20-03-2012.
- Deloitte (2012). The Deloitte Shadow Banking Index: Shedding light on banking's shadows. Deloitte center for Financial services, 05-2012.
- Delta Lloyd (2012). Jaarverslag 2011, 05-04-2012.
- DNB (2000). Bijzondere Financiële Instellingen in Nederland. DNB Statistisch Bulletin, 19-28, 03-2000.
- DNB (2008). 'Herverpakken' van hypotheekleningen door banken sterk terug gevallen. DNB Statistisch Bulletin, juni 2008.
- DNB (2009a). De invloed van securitisatie op de statistieken van kredietverlening. DNB Statistisch Bulletin, juni 2009.
- DNB (2009b). 'Verpakken' van leningen via securitisaties stil gevallen, gedekte obligaties populairder. DNB Statistisch Bulletin december 2009.
- DNB (2010a). Recente ontwikkelingen in de financiële sector. Kwartaalbericht december 2010
- DNB (2010b). Inzicht in de wereld van creditcards. Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer, 10-2010.
- DNB (2010c). In het spoor van de crisis. Achtergronden bij de financiële crisis.
- DNB (2011). Handboek Sociaal-economische rapportages. Divisie Statistiek & informatie. 15-10-2011.

- ECB (2001). Regulation (EC) No 2423/2001 of the ECB of 22 November 2001 concerning the consolidated balance sheet of the monetary financial institutions sector (ECB/2001/13).
- ECB (2012). Shadow Banking in the Euro Area: An overview. Occasional Paper Series, No 133/april 2012.
- Edwards F., & Mishkin, F. (1995). The decline of traditional banking: implications for financial stability and regulatory policy. *Economic Policy Review*, 1(2):27-45.
- Europese Commissie (2012). Green paper Shadow Banking, 19-03-2012.
- Europees Parlement en de Raad (2006). Richtlijn 2006/48/EG betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, 14-06-2006.
- FSA (2011). Assessing the possible sources of systemic risk from hedge funds. 07-2011.
- FSA (2012). Assessing the possible sources of systemic risk from hedge funds. 08-2012.
- FSB (2011). Shadow Banking: Scoping the issues. A background note of the Financial stability board. 12-04-2011.
- FSB (2012a). Global Shadow Banking Monitoring Report 2012. 18-11-2012.
- FSB (2012b). Consultative document: Strengthening oversight and regulation of shadow banking. A policy framework for addressing shadow banking risks in securities lending and repos. 18-11-2012.
- Gorton G.B., & Metrick A., (2010a). Regulating the Shadow Banking System. *Brookings Papers on Economic Activity*, Herfst 2010, pp. 261-312.
- Gorton G.B., & Metrick A., (2010b). Securitized Banking and the Run on Repo. Yale ICF Working Paper No. 09-14.
- Groffen, C.J., Spoor, N.B. & van der Velde, J.W.P.M. (2012). Beleggingsinstellingen (hoofdstuk 13) in: D. Busch e.a., *Onderneming en financieel toezicht*, 2010, 465-506.
- Hellwig, M., F. (2009). Systemic Risk in the Financial Sector: An analysis of the subprime mortgage financial crisis. *The Economist* 157, no2, 2009.
- House of Commons Committee of Public Accounts (2012). HM Revenue & Customs: Annual Report and Accounts 2011–12
- IG&H Consulting & Interim (2013). IG&H Hypotheekupdate Q1 2013.
- Joint Forum (2009). Report on special purpose entities, Bazel, september 2009.

- Lartey, R. (2012). What Caused the Collapse of Lehman Brothers? SMC University Switzerland, 06-07-2012
- Lehman Brothers Treasury (2012). Composition Plan: Lehman Brothers Treasury Co. B.v. in bankruptcy. 05-12-2012.
- McCaughey R.N., & Rigaudy J-F., (2011). Managing foreign exchange reserves in the crisis and after. Bis papers no 58, 10-2011.
- McCulley, P., (2007). Teton Reflections. Pimco: Global Central Bank Focus. Augustus/September 2007.
- Noeth B.J., & Sengupta, R., (2011). Is Shadowbanking really banking? *The Regional Economist*, 10-2011.
- Pozsar, Z., (2008). The Rise and fall of the shadow banking system. *Regional Financial Review*. 07-2008.
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A., Boesky, H., (2010). Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458. 07-2010.
- Rabobank (2008). Tweedehands hypotheek: Securitatie. Themabericht Kennis en Economisch Onderzoek. 12-2008.
- Rabobank (2011). Strijd op de spaarmarkt. Themabericht Kennis en Economisch Onderzoek. 08-2011.
- Rabobank (2012). Schaduwbankieren meer in het licht. Themabericht Kennis en Economisch Onderzoek. 07-2012.
- Schimmelpenninck, R.J., & Verhoeven F., (2013). Investigation of the causes of the bankruptcy of Lehman Brothers Treasury Co B.V. Amsterdam, 01-03-2013.
- Staatscourant (2010). Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 26 oktober 2010 houdende nadere regels inzake securitisaties (Regeling securitisaties Wft 2010), 29-10-2010.
- Turner, A., (2012). Shadow Banking and Financial Stability. Lecture at the Cass Business School, 14-03-2012.
- United States District Court (2010a). Complaint Securities and exchange commission, Washington, D.C. 16-04-2010.
- United States District Court (2010b). Consent of Defendant Goldman, Sachs & Co. 10-CV-3229 (BSJ), 14-07-2010.
- Valukas R.A. (2010). Examiners Report: Volume 1 of 9 Sections I & II: Introduction, Executive Summary & Procedural Background, 11-03-2010.

Vink, D.& Thibeault, A., (2010). Securitization: Back to basics. Replacing Humpty-Dumpty. *The Financial Executive* 48, March 2010.

VNA (2012). Autoleasemarkt Jaarcijfers 2011, Bunnik: VNA.

Internetbronnen:

AFM (2013a)

<http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/aifm/beleggingsinstellingen.aspx>

AFM (2013b)

<http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/aifm.aspx>

CBS (2012). Begrippen: Financieringsmaatschappij.

<http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/methoden/begrippen/default.htm?conceptid=1078>

Eigenhuis (2013).

www.eigenhuis.nl

Hypotheekrentetarieven (2013).

www.hypotheek-rentetarieven.nl

Reuters (2013). Lehman plans to distribute \$14.2 billion to creditors.

www.reuters.nl/article/2013/03/27/us-lehman-bankruptcy-idUSBRE92Q0HV20130327

Wall Street Journal (2012), Investors Play Lehman Claims Game.

<http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204789304578084904121587578.html>

Wft (2006).

http://www.st-ab.nl/wetten/1064_Wet_op_het_financieel_toezicht_Wft.htm

Bijlage A Bijzondere financiële instellingen

Bijlage A tot en met Bijlage E bespreken steeds een onderdeel van de ofi-sector in Nederland. Steeds wordt eerst ingegaan op de definitie en activiteiten van de desbetreffende subsector. Vervolgens wordt gekeken naar structuur van de subsector in Nederland respectievelijk naar de risico's die er spelen. In deze bijlage staan bijzondere financiële instellingen centraal.

Definitie en activiteiten

Bijzondere financiële instellingen (bfi's) zijn bedrijven, direct of indirect in handen van buitenlandse bedrijven, die zich vooral bezighouden met het ontvangen van geldstromen uit en het doorbetalen daarvan aan buitenlandse bedrijven.⁴¹⁷ Bfi's staan centraal in deel B van dit rapport en zijn daar uitgebreid beschreven.

Bfi's zijn onderdeel van de ofi-statistieken van DNB. In deel B is echter geconcludeerd, zoals ook DNB zelf doet (DNB, 2012), dat het grootste deel van de bfi's *niet* tot het schaduwbankieren moet worden gerekend.

Bfi's die geen onderdeel zijn van een financiële groep, zijn onderhevig aan regels waardoor de mogelijkheden om krediet te verstrekken aan bedrijven buiten de eigen groep beperkt zijn.⁴¹⁸ Dit blijkt ook uit de cijfers in deel B van dit rapport: uitstaand kredieten aan derden door deze groep bfi's bedragen nog geen 1 procent van hun balanstotaal. Hetzelfde geldt voor uitstaand rekening-courant aan derden en investeringen in kredietgerelateerde producten.⁴¹⁹

Dit rapport gaat er daarom verder van uit dat van het totaal aan bfi's, alleen bfi's die onderdeel zijn van een financiële groep relevant zijn in het kader van schaduwbankieren, de zogenaamde 'financiële bfi's'.⁴²⁰

Sectorstructuur

DNB maakt onderscheid tussen bfi's die eigendom zijn van een bank, bfi's die zich bezighouden met securitisatie van financiële activa (*special purpose vehicles*, spv-bfi's), en overige financiële bfi's. Het aandeel van financiële bfi's in de totale bfi-sector, gemeten naar balanstotaal, bedraagt iets

⁴¹⁷ Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan een cash management center of houdstermaatschappij voor het Europese deel van een mondiaal concern. De reden voor vestiging in Nederland heeft veelal te maken met gunstige fiscale faciliteiten, maar ook andere factoren in het Nederlandse vestigingsklimaat kunnen een rol spelen.

⁴¹⁸ Bfi's die zowel bij derden gelden aantrekken als uitzetten blijven buiten het bancaire toezicht indien zij zich bij hun activiteiten buiten het concern beperken tot zogenoemde professionele marktpartijen en de kredietuitzettingen buiten het eigen concern maximaal 5 procent van het eigen balanstotaal zijn (DNB, 2000).

⁴¹⁹ Cijfers betreffen 2011, en zijn gebaseerd op door DNB verstrekte microdata over bfi's.

⁴²⁰ Dit onderscheid is gemaakt op basis van een eenmalige, handmatige identificatie-analyse door DNB. Dit onderscheid wordt hier als gegeven beschouwd. In het kader van toezicht op systeemrisico in de bfi-sector is het zaak de definitie van financiële bfi's in de toekomst strikt te definiëren. Verwezen zij bijvoorbeeld naar het faillissement van Lehman Brothers, dat ook een bfi in Nederland had. Lehman Brothers was geen bank, stond niet onder bancaire toezicht in het thuisland, maar was overduidelijk wel een financiële instelling.

minder dan 20 procent.⁴²¹ In aantallen gaat het eerder richting de 30 procent. Binnen de groep financiële instellingen is de groep ‘overig’ dominant in aantallen, maar in termen van balanstotaal zijn dat de bancaire bfi’s (Tabel 6).

Tabel 6 Kerngegevens financiële bfi’s (o.b.v. grootste bfi’s, 2011, bedragen × €1 mln.)

	Financiële bfi’s			PM Niet-financiële bfi’s	
	Totaal	Bancair	SPV	Overig financieel	
Aantal bedrijven	338	66	190	82	1.154
Balanstotaal	432.229	276.633	82.850	72.745	2.281.399
Uitstaand krediet en deposito’s	213.102	140.444	n.b.	n.b.	600.627

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi’s. De gegevens zijn gebaseerd op de grootste bfi’s die samen ongeveer 90 procent van het totale balanstotaal van bfi’s voor hun rekening nemen.

Risico

Voor het totaal aan financiële bfi’s valt op dat de kredietverlening substantieel is (49 procent van het balanstotaal, Tabel 7). Voor bancaire en overige bfi’s geldt dat dit grotendeels binnen de groep plaatsvindt. SPV’s investeren in kredietgerelateerde producten die over het algemeen lateren aan externe kredieten.⁴²² Er is ook sprake van een hoge leverage, waarbij een groot deel van buiten de groep komt.⁴²³

Door krediet te verlenen op basis van extern aangetrokken vreemd vermogen, ondernemen financiële bfi’s activiteiten, die in lijn liggen met het bancaire bedrijf. Dit betreft weliswaar grotendeels intragroep kredietverstrekking, maar er kan ook via bijvoorbeeld deelnemingen in groepsmaatschappijen indirect worden bijgedragen aan kredietintermediatie door de groep als geheel. Een belangrijke risico-indicator die afwijkt van dit beeld, is looptijdtransformatie. In tegenstelling tot banken, zijn de kortlopende uitzettingen van financiële bfi’s groter dan de kortlopende verplichtingen.

Financiële bfi’s zijn onderdeel van een financiële groep. Alle in- en uitgeleende gelden binnen de groep duiden dus op verweving. De 17 procent aan intragroep kredieten en 8 procent aan opgenomen leningen binnen de groep lijken op een beperkte verwevenheid te duiden. Maar hierin zijn de investeringen in kredieten door SPV-bfi’s, die voor het merendeel van banken of andere financiële instellingen afkomstig zullen zijn, nog niet meegenomen. Daarnaast is het niet bekend of, buiten intragroep leningen en SPV-bfi’s, op meer vlakken verwevenheid is met banken of ofi’s. De verweving zoals die uit Tabel 7 blijkt, is dan ook een onderschatting.

⁴²¹ Behoudens een piek in 2007 en 2008, ligt dit aandeel al zeker tien jaar rond de 20 procent (DNB, 2012).

⁴²² Deze informatie staat niet in de tabel omdat deze niet eenduidig uit de microgegevens konden worden afgeleid. De analyse is gebaseerd op informatie verkregen van DNB.

⁴²³ Lening ontvangen van groepsmaatschappijen bedraagt 8 procent. Om de cijfers nader te duiden wordt idealiter naar de drie subgroepen in de tabel gekeken. Het ontbreekt echter aan de benodigde gegevens om een volledig beeld te schetsen van de risico’s van de verschillende typen financiële bfi’s, zoals ook blijkt uit de tabel. Dat wil zeggen: de uitkomsten zijn gebaseerd op te weinig waarneming of hangen samen met te hoge concentraties waardoor er mogelijk sprake is van herleidbaarheid naar individuele bedrijven. In dat geval mogen de data niet gepubliceerd worden.

Tabel 7 Risicoparameters financiële bfi's (o.b.v. grootste bfi's, 2011, % balanstotaal)

	Totaal	Bancair	SPV ⁴²⁴	Overig financieel
Uitstaand krediet en deposito's, waarvan:	49%	51%	n.b.	n.b.
Investerings in krediet	7%	n.b.	n.b.	n.b.
Kortlopende uitzettingen	10%	11%	6%	9%
Kortlopende verplichtingen	8%	8%	6%	14%
Looptijdtransformatie	1%	4%	0%	-4%
Leverage	67%	63%	n.b.	n.b.
PM balanstotaal (€mln)	432.229	276.633	82.850	72.745

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata over financiële bfi's; n.b. = niet beschikbaar. De uitkomsten voor deze variabelen zijn gebaseerd op te weinig waarneming of hangen samen met te hoge concentraties waardoor er mogelijk sprake is van herleidbaarheid naar individuele bedrijven. In dat geval mogen de data niet gepubliceerd worden.

Een deel van de financiële bfi's is onderdeel van een cluster, dat wil zeggen een groep van bfi's in Nederland van één concern. In ongeveer 65 van die clusters zitten zowel financiële als niet-financiële bfi's. In deze clusters zouden risico's van financiële bfi's kunnen overslaan op niet-financiële bfi's en zou zelfs in theorie intermediaat plaats kunnen vinden via de niet-financiële bfi's. De groep is te klein voor een nadere analyse.

⁴²⁴ Op basis van macrogegevens gepubliceerd door DNB bedragen de investeringen in krediet in 2011 bijna 90%, en verstrekte kredieten en deposito's minder dan 10% (<http://www.statistics.dnb.nl/financieele-instellingen/overige-financieele-instellingen/special-purpose-vehicles/index.jsp>). Deze cijfers zijn verder niet geanalyseerd.

Bijlage B Special Purpose Vehicles

In deze bijlage staan *Special purpose vehicles* centraal. Er wordt achtereenvolgens ingegaan op de definitie en activiteiten van SPV's, de structuur van deze subsector in Nederland en op de risico's die er spelen. Voor wat betreft de sectorstructuur en risico's wordt daarbij onderscheid gemaakt naar SPV's met een Nederlandse *originator* en SPV's met een buitenlandse *originator*.⁴²⁵

Definitie en activiteiten⁴²⁶

Special Purpose Vehicles (SPV's) zijn entiteiten die gebruikt worden om activa te securitiseren. Er wordt daarom ook wel gesproken van securitisatievehikels.⁴²⁷ Meestal gaat het om leningen, zoals hypothecaire leningen, consumptieve kredieten of bedrijfsleningen. De originele verstrekker, de *originator*, verkoopt de leningen aan een SPV. Deze geeft verhandelbare schuldpapieren uit, zoals obligaties, om de transactie te financieren waarbij de onderliggende activa als onderpand gelden. De verhandelbare schuldpapieren worden gekocht door beleggers. Het rendement voor de beleggers wordt betaald uit de geldstromen die voortkomen uit de onderliggende activa, bijvoorbeeld de rentebetalingen op de hypotheek. De schuldpapieren en het rendement daarop worden als het ware 'gedekt' door de onderliggende activa. Er wordt daarom gesproken van *asset backed securities* (ABS).⁴²⁸

SPV's vervullen ruwweg twee functies. De eerste betreft het kopen en op de balans nemen van de leningen, waardoor de leningen niet langer op de balans van de *originator* staan en de aansprakelijkheid is overgedragen op de SPV. Een SPV is hiermee '*bankruptcy remote*' wat betekent dat de activa die erin ondergebracht worden geen onderdeel kunnen zijn van de eventuele faillissementsprocedure van de oprichter van de SPV. De tweede functie is het omzetten van de leningen in financiële instrumenten, zoals obligaties of *commercial paper*, waarna de financiële instrumenten doorverkocht kunnen worden aan investeerders. Middels securitisatie kunnen activa worden gebundeld en omgezet in verhandelbare financiële instrumenten, die bestaan uit verschillende *tranches* met alle een verschillend verwacht rendement en risico.

Een securitisatie waarbij de activa worden verkocht aan de SPV wordt een *true sale* securitisatie genoemd. Het is ook mogelijk dat de *originator* niet de activa zelf verkoopt maar alleen het risico dat wordt gelopen met de activa. In het geval van hypotheekleningen bijvoorbeeld verkoopt een bank het risico dat de hypotheeknemer de rente of aflossing niet kan betalen aan de SPV. Dit worden synthetische securitisaties genoemd. De SPV koopt dan het risico via een zogenaamd *credit default*

⁴²⁵ Meer specifiek: met SPV's wordt bedoeld op SPV's met een Nederlandse *originator* en Nederlandse activa. Met SPV-bfi's wordt bedoeld op SPV's met een buitenlandse *originator* en hoofdzakelijk buitenlandse activa. SPV-bfi's zijn ook al aan de orde zijn geweest in het vorige hoofdstuk. Over deze SPV's zijn minder microgegevens beschikbaar en deze worden daarom apart behandeld.

⁴²⁶ Zie voor een verdere achtergrond, beschrijving en ontwikkeling van SPV's en securitisatie bijvoorbeeld: Joint Forum (2009), DNB (2009b), ECB (2011) en Vink en Thibeault (2010).

⁴²⁷ SPV's kunnen ook voor andere doeleinden dan securitisaties worden opgericht. In dit rapport wordt met SPV's bedoeld op securitisatievehikels.

⁴²⁸ Vink en Thibeault (2010, p.17) definiëren *asset backed securitization* als "*the process in which assets are refinanced in the market by issuing securities sold to capital investors by a bankruptcy-remote special purpose vehicle*". Met *bankruptcy-remote* wordt bedoeld dat de SPV juridisch op afstand staat van de initiële eigenaar van de activa, de *originator*.

swap (CDS) van de bank en financiert dit door *collateralised debt obligations* (CDO) uit te geven bij beleggers. Een deel van de opbrengst van de CDO houdt de SPV als deposito aan bij de securitiserende bank, als een soort onderpand dat de SPV aan zijn verplichtingen kan voldoen. De SPV ontvangt periodiek een premie van de uitgevende bank, wat dient als rendement voor de beleggers. Indien de oorspronkelijke hypotheeknemer, dus het huishouden dat een huis heeft gefinancierd met een hypotheek, niet aan zijn verplichtingen kan voldoen, is de SPV verantwoordelijk voor de betalingen. In dat geval kan de SPV tijdelijk geen, of minder, rendement uitkeren aan de beleggers. In essentie wordt het risico dus twee keer verkocht: eerst door de bank aan de SPV en daarna door de SPV aan de beleggers.⁴²⁹

Originators kunnen verschillende redenen hebben om activa te securitiseren.⁴³⁰ In beginsel ging het veelal om het verbeteren van de solvabiliteit door de activa, en het samenhangende risico, van de balans te verwijderen. Dit geeft vervolgens ruimte voor additionele kredietverlening. Een andere reden is het verkrijgen van goedkopere financiering doordat de SPV *bankruptcy-remote* is, oftewel op afstand staat, van de *originator*. Daardoor wordt het risico op de *asset backed securities* bepaald op basis van de onderliggende activa zelf, en niet zozeer de rating van de *originator*. De laatste jaren worden securitisaties steeds vaker door banken gebruikt om als onderpand te dienen voor het verkrijgen van kortlopende leningen bij de centrale bank. Banken houden de securitisaties dan op de eigen balans.

Sectorstructuur⁴³¹

Op basis van cijfers van AFME bedroegen de uitstaande securitisaties in Nederland eind 2012 ongeveer 17 procent van de totale uitstaande securitisaties in Europa. Het forse aandeel van Nederland houdt voornamelijk verband met de forse groei van de koopwoningmarkt in de periode 1996-2007. De hiermee gepaard gaande hypotheekverstrekking moest gefinancierd worden, en securitisatie vormde als extra financieringsbron voor banken een belangrijk middel hiertoe.⁴³² De financiële crisis zorgde vanaf 2007 voor afnemend vertrouwen van beleggers in gesecuritiseerde producten. Desalniettemin werd er ook in de jaren na 2007 nog voor forse bedragen gesecuritiseerd in Nederland. De kopers zijn nu echter vooral de banken zelf. Zij securitiseren leningen om deze als onderpand aan centrale banken ter beschikking te stellen indien zij behoefte hebben aan liquiditeiten.

Hieronder wordt eerst de sectorstructuur en het risico van SPV's met een Nederlandse *originator* besproken. Daarna wordt apart ingegaan op SPV-bfi's. Om een praktisch beeld bij deze complexe constructies te geven, wordt in Bijlage G van beide type SPV's een voorbeeld besproken: het securitisatieprogramma Amstelhuys respectievelijk Lehman Brothers LBT.

⁴²⁹ Zie verder DNB (2009a).

⁴³⁰ Zie DNB (2008).

⁴³¹ Met SPV's wordt bedoeld op SPV's met een Nederlandse *originator*. Met SPV-bfi's wordt bedoeld op SPV's met een buitenlandse *originator*. In Bijlage B is een overzicht opgenomen van kerngegevens voor beide categorieën.

⁴³² Daarnaast was er sprake van een lage rentestand en veel vraag vanuit beleggers naar gesecuritiseerde leningen. Zie DNB (2009b).

In 2011 waren er 170 SPV's met een Nederlandse *originator* actief in Nederland. Het balanstotaal bedroeg € 331 miljard, waarvan € 307 miljard aan securitisaties. *True sale* securitisaties vormen de hoofdmoot van de securitisaties.⁴³³

Tabel 8 Kerngegevens SPV's (2011, bedragen × mln. €)

	True Sale	Synthetisch	Totaal
Aantal SPV's*			170
Balanstotaal	320.247	10.757	331.004
Uitstaande securitisaties	307.418	0	307.418

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over spv's; *er zijn geen gegevens beschikbaar om een uitsplitsing te maken van het totale aantal SPV's in 2011. Ter referentie: in 2012 waren er 153 true sale SPV's en 4 synthetische SPV's.

Monetair financiële instellingen (grosso modo: banken) zijn de *originator* bij het leeuwendeel van de securitisatie, ruim 80 procent van de transacties in de periode 2009-2012. Andere financiële instellingen en verzekeraars nemen het restant voor hun rekening. In aantallen transacties ligt dit aandeel overigens lager, bijna 60 procent.⁴³⁴

Tabel 9 Omvang securitisatietransacties naar sector originator (mln. €)

Sector originator	2009	2010	2011	2012	Totaal '09-'12
MFI	36.206	119.977	63.851	36.998	257.032
ofi	1.908	13.848	21.429	16.330	53.515
VZK	0	3.791	1.623	727	6.141
Totaal per jaar	38.114	137.616	86.903	54.055	316.688

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over spv's.

In Nederland worden voornamelijk woninghypotheken geseuritiseerd, zogenaamde *Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS).⁴³⁵ Het totaal aan uitstaande securitisaties per eind 2012 betreft voor bijna 95 procent RMBS. Andere categorieën van enige omvang zijn securitisaties van andersoortige leningen, zoals bedrijfshypotheken, autoleningen, en securitisaties van leningen aan het MKB.

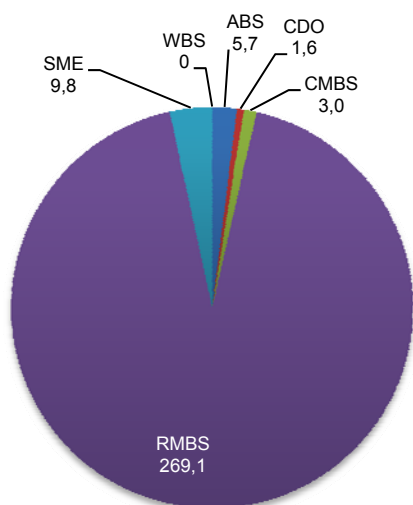
⁴³³ Het aantal SPV's met een Nederlandse *originator* is de laatste jaren sterk gedaald, van iets meer dan 200 in 2009 naar iets meer dan 150 in 2012. Zie Bijlage H.

⁴³⁴ Zie Tabel 31 met aantallen transacties per type *originator* in Bijlage H.

⁴³⁵ De achtergrond hiervan is de sterk gegroeide hypotheekmarkt in de periode 1996-2007 en het gebrek aan spaargeld bij Nederlandse banken waardoor zij zich voor hun financiering voor een groot deel richten op securitisaties.

Figuur 1 Meeste securitisaties op basis van woninghypotheken (RMBS)

Uitstaande activa naar type securitisatie (ultimo 2012, mld. €)

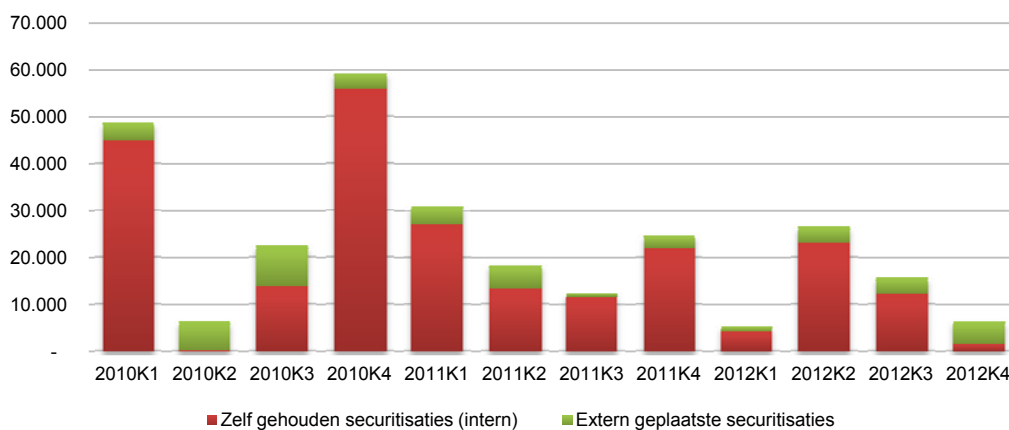


Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van *AFME Securitisation Data Report Q4 2012*

De laatste jaren houden financiële instellingen het grootste deel van de securitisaties op de eigen balans. Dit komt deels door de afgenomen *appetite* voor securitisaties in de markt na de financiële crisis. Daarnaast worden de securitisaties in bezit gehouden om als onderpand te dienen bij het verkrijgen van liquiditeit bij centrale banken of in de commerciële markt.

Figuur 2 Originators houden securitisaties de laatste jaren meestal zelf

Securitisaties via SPV's met NLse originator (transacties in mln. €)



Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over spv's

Risico

True sale SPV's verstrekken amper krediet.⁴³⁶ De kern van hun activiteiten betreft het opkopen van gesecuritiseerde financiële activa, waardoor investeringen in kredietgerelateerde producten

⁴³⁶ Zie hoofdstuk 0 voor een toelichting op *true sale* en synthetische securitisaties.

meer dan 95 procent van het balanstotaal bepalen. Doordat deze SPV's al hun middelen aantrekken via het uitgeven van schuldpapier, is hier zonder twijfel sprake van schaduwbankactiviteiten.

De leverage van *true sale* SPV's bedraagt 100 procent, maar er vindt geen looptijdtransformatie plaats. Dit laatste lijkt het risico sterk te beperken, omdat de langlopende uitzettingen worden gefinancierd met langlopende leningen.⁴³⁷ Of dit echt zo is, is niet vast te stellen op basis van de beschikbare data. De looptijdtransformatie kan immers verderop in de schaduwbankketen worden gerealiseerd, indien de kopers van de schuldpapieren zich kort financieren.⁴³⁸ In Bijlage H is een overzicht opgenomen met de beleggers in securitisaties met een Nederlandse *originator*. Dit betreft voor ruim 65 procent banken, wat logisch is aangezien banken de securitisaties voor een groot deel niet wegzetten in de externe markt maar zelf behouden. Bijna 30 procent wordt gekocht door buitenlandse investeerders en is niet verder uitgesplitst. Op basis hiervan zijn geen harde conclusies te trekken.⁴³⁹ Een complicerende factor hierbij is dat geen zicht is op de mate waarin de door SPV's uitgegeven waardepapieren worden doorverkocht of herverpakt tot nieuwe afgeleide financiële producten.⁴⁴⁰ In de interviews werd aangegeven dat dit risico beperkt is, maar harde gegevens ontbreken.⁴⁴¹

Voor *synthetische* securitisaties lijkt een omgekeerde looptijdtransformatie te gelden, waarbij de kortlopende uitzettingen dus groter zijn dan de ontvangen kortlopende leningen. Dat de uitzettingen kortlopend zijn, volgt uit de aard van de activiteiten: een groot deel van de ontvangen kredieten wordt immers aangehouden in de vorm van deposito's ter dekking van het overgenomen kredietrisico. Normaliter zullen de uitgegeven waardepapieren echter een vergelijkbare (theoretische) looptijd hebben als de deposito's, waardoor ook de passiva kortlopend zouden zijn. Vermoedelijk is de omgekeerde looptijd zoals die uit Tabel 10 volgt, niet correct.⁴⁴² Belangrijker is de conclusie dat er geen sprake is van looptijdtransformatie.

Het moge duidelijk zijn dat de verwevenheid met het bankwezen en andere financiële instellingen groot is. De *originators* zijn in belangrijke mate banken, en bestaan voor de rest uit verzekeraars of andere financiële instellingen. Ook aan de beleggingskant zijn banken de dominante partij: banken nemen meer dan 65 procent van beleggingen in SPV's voor hun rekening. Het overige deel bestaat voornamelijk uit buitenlandse investeerders, waarbij het aannemelijk is dat ook dat voornamelijk banken of andere financiële instellingen betreft.

⁴³⁷ Het risico dat ontvangen leningen plots worden opgevraagd en niet kunnen worden terugbetaald omdat het geld vastzit in langlopende uitzettingen, is dus beperkt.

⁴³⁸ Investeren in de SPV zijn weliswaar niet direct opvraagbaar, maar problemen bij kopers kunnen wel leiden tot systeemrisico.

⁴³⁹ DNB verkrijgt ad hoc inzicht in de achterliggende investeringsketen. Zo was bekend dat er een aantal jaar een buitenlandse SPV investeerde in een Nederlandse SPV. De buitenlandse SPV werd gefinancierd door geldmarktfondsen, waardoor er looptijdtransformatie verderop in de keten plaatsvond. Dit volgde DNB op (ondertussen is deze situatie niet meer actueel). Een gestructureerd beeld van de achterliggende investeringsketen is echter niet aanwezig.

⁴⁴⁰ Hoewel dit ook aantoont dat er een liquide markt is voor de securitisatie titels, neemt de complexiteit en daarmee het zicht op de risico's af als de waardepapieren worden herverpakt tot nieuwe financiële producten.

⁴⁴¹ Herverpakking van securitisatietitels wordt ontmoedigd door nieuwe regelgeving. Daarnaast zou er weinig interesse zijn vanuit beleggers.

⁴⁴² Het is niet altijd mogelijk om kortlopend en langlopend volledig zuiver te scheiden in de cijfers van DNB.

Tabel 10 Risico-indicatoren SPV's (2011, bedragen × mln. €)

	True Sale	Synthetisch	Totaal
Uitstaand krediet en deposito's	7.412	10.629	18.041
<i>Als % van het balanstotaal</i>	2%	99%	5%
Investerings in krediet	305.385	63	305.448
<i>Als % van het balanstotaal</i>	95,4%	0,6%	92,3%
Kortlopende uitzettingen	6.912	10.323	17.235
<i>Als % van het balanstotaal</i>	2,2%	96,0%	5,2%
Kortlopende effecten	0	211	211
Kortlopende leningen passiva	527	241	768
Kortlopende passiva	527	452	979
<i>Als % van het balanstotaal</i>	0,2%	4,2%	0,3%
Looptijdtransformatie	2,0%	91,8%	4,9%
Leverage	100%	100%	100%
PM balanstotaal	320.247	10.757	331.004

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over spv's

BFI-SPV's

In 2010 waren er 255 SPV-bfi's in Nederland, oftewel SPV's met een buitenlandse *originator*.⁴⁴³ Het balanstotaal bedroeg € 97 miljard.⁴⁴⁴ *True sale* securitisaties vormen de hoofdmoot.

Tabel 11 Kerngegevens BFI-SPV's (o.b.v. SPV-bfi's in het totaal aan bfi's, 2010, bedragen × mln. €)

	True Sale	Synthetisch/anders	Totaal
Aantal SPV's	243	12	255
Balanstotaal	90.009	6.548	96.557

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's; NB Deze cijfers beslaan *alle* BFI-SPV's in 2010 en wijken daarmee af van de kerngegevens in hoofdstuk 4, aangezien laatstgenoemde alleen voor de steekproef beschikbaar zijn.

Gemeten in aantallen SPV-bfi's, betrof het merendeel van de securitisaties in Nederland door buitenlandse *originators Collateralised Debt Obligations* (CDO's).⁴⁴⁵ Er resteert een grote categorie 'overig', waardoor het moeilijk is exact zicht te krijgen op de onderliggende activa van een deel van de securitisaties door SPV-bfi's.

⁴⁴³ De meest recente cijfers over SPV-bfi's hebben betrekking op 2010.

⁴⁴⁴ Het is niet mogelijk om het totaal aan uitstaande securitisaties uit de beschikbare data af te leiden.

⁴⁴⁵ De bijbehorende bedragen aan securitisaties zijn niet beschikbaar.

Tabel 12 Aard gesecuritiseerde activa BFI-SPV's (o.b.v. SPV-bfi's in het totaal aan bfi's, 2010)

Aard activa	Aantal SPV-bfi's
CDO's	160
Overig	54
Consumer ABS	21
RMBS	} 20
CMBS	
Corporate ABS	
ABCPConduits	
ONB	
Totaal	255

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata bfi's

In termen van risico is het lastig een goed beeld te vormen bij de SPV-bfi's, omdat de microdata op minder groot detailniveau beschikbaar zijn dan bij SPV's met een Nederlandse *originator*.⁴⁴⁶ Uit de cijfers blijkt wel dat er geen looptijdtransformatie plaatsvindt. Op basis van macrogegevens gepubliceerd door DNB bedragen de investeringen in krediet in 2011 bijna 90%, en verstrekte kredieten en deposito's minder dan 10%.⁴⁴⁷

Tabel 13 Risicoparameters bfi-SPV's (o.b.v. grootste bfi's, % balanstotaal)

	BFI-SPV's
Uitstaand krediet en deposito's	n.b.
Investeringen in krediet	n.b.
Kortlopende uitzettingen	6%
Kortlopende verplichtingen	6%
Looptijdtransformatie	0%
Leverage	n.b.
Investeringen in/uitstaand krediet aan MFI's	n.b.
Ontvangen kredieten van MFI's	n.b.
PM balanstotaal (€mln)	82.850

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata over financiële bfi's

⁴⁴⁶ Dat wil zeggen: het gaat over minder waarnemingen, waardoor de kans op herleidbaarheid naar individuele partijen groter is. Sommige indicatoren of uitsplitsingen mogen niet worden weergegeven omdat er een te grote concentratie is.

⁴⁴⁷ Zie <http://www.statistics.dnb.nl/financieele-instellingen/overige-financieele-instellingen/special-purpose-vehicles/index.jsp>. Deze cijfers zijn verder niet geanalyseerd.

Bijlage C Financieringsmaatschappijen

In deze bijlage staan financieringsmaatschappijen centraal. Er wordt achtereenvolgens ingegaan op de definitie en activiteiten van financieringsmaatschappijen, de structuur van deze subsector in Nederland en op de risico's die er spelen. Er bestaat nog geen internationale overeenstemming over de exacte samenstelling van deze subsector. Hier wordt in beginsel uitgegaan van hypotheekbedrijven, factoringbedrijven, leasebedrijven en verstrekkers van consumptief krediet.⁴⁴⁸ Waar mogelijk wordt in de analyse onderscheid gemaakt naar deze typen bedrijven.

Definitie en activiteiten

De groep 'financieringsmaatschappijen' is een niet eenduidig gedefinieerde subsector binnen de ofi's. Het is een verzameling van bedrijven die "een breed scala aan kredietverlening" verzorgt (Broos et al., 2012, p.25). De Financial Stability Board heeft in 2012 een internationale enquête gehouden onder 25 landen, waarbij onder andere werd gevraagd hoe de groep *finance companies* wordt gedefinieerd. De definities en typen bedrijven die onder deze subsector worden geschaard, lopen uiteen tussen landen. Desalniettemin komt FSB tot een rode draad op basis van de antwoorden in de enquête, en definieert financieringsmaatschappijen als "*non-bank financial entities that provide loans to other entities*" (FSB, 2012a, p.25).

De FSB-definitie leidt niet tot een scherp afgebakende set aan bedrijven die tot deze subsector behoort. Broos et al. (2012) noemen financial-leasemaatschappijen, factoringmaatschappijen en gemeentelijke kredietbanken. Ook noemt DNB een tweetal activiteiten die tot de subsector moeten worden gerekend, consumptief krediet en hypotheekverstrekking. FSB (2012a, p.25) wijst op bedrijven die geen bank zijn en die zich bezighouden met "*leasing, factoring, consumer finance (e.g. credit card, automobile, and mortgage loans), as well as business finance*".

Box 4 Wat doen financieringsmaatschappijen?

Leasemaatschappijen:

Een leasemaatschappij stelt kapitaalgoederen (bijvoorbeeld een auto) voor een bepaalde tijd ter beschikking aan een bedrijf of particulier. De leasemaatschappij ontvangt in ruil daarvoor een vaste maandelijkse vergoeding van de klant. Leasing is kredietverlening; een klant hoeft vooraf geen eigen bijdrage te leveren maar betaalt slechts het maandelijkse leasebedrag aan de leasemaatschappij. Bij *financiële lease* blijft de leasemaatschappij weliswaar eigenaar maar voorziet de klant in het onderhoud. Bij *operationele lease* wordt ook het onderhoud de klant uit handen genomen.

Factoringmaatschappijen

Factoringmaatschappijen nemen het beheer van debiteuren (schuldenaars) uit handen van hun klanten. Wanneer een klant een product verkoopt ontvangt deze de verkoopsom direct van de factoringmaatschappij. De factoringmaatschappij zorgt er vervolgens voor dat het te ontvangen bedrag wordt geïnd bij de schuldenaar. De klant heeft als voordeel dat deze niet hoeft te wachten tot de schuldenaar betaalt en heeft zo meer financiering beschikbaar om in de eigen onderneming te investeren. Onder factoring vallen ook het financieren van de inkoop van goederen en het

⁴⁴⁸ Voor zover zij geen bankvergunning hebben, want dan vallen ze onder de monetair financiële instellingen en niet onder de ofi's.

aanhouden van voorraden. Ook hiervoor geldt dat de factoringmaatschappij vooraf financiering ter beschikbaar stelt aan haar klanten.

Hypotheekverstrekking

Bij aankoop van onroerend goed (bijvoorbeeld een huis) wordt vaak een hypotheek afgesloten. Een hypotheek is een lening waarbij het huis dient als onderpand. Wanneer de hypotheekgever (degene die het huis koopt) niet voldoet aan de gestelde voorwaarden (bijvoorbeeld het betalen van rente en aflossing) kan de hypotheeknemer het huis verkopen en zo de verstrekte lening terugvorderen.

Creditcard

Een creditcard is een vorm van uitgestelde betaling. Elke aankoop die gedaan wordt met een creditcard is een lening. Aan het eind van de maand wordt het geleende bedrag terugbetaald. Het is ook mogelijk de creditcardschuld in meerdere perioden te vereffenen, wel dient dan rente betaald te worden over het verschuldigde bedrag.

Consumptief krediet

Onder consumptief krediet vallen alle verstrekte kredieten behalve hypotheeken. Consumptief krediet is onder te verdelen in geldkredieten en goederenkredieten. Bij een geldkrediet wordt een som geld verstrekt aan de klant. Dit kan een eenmalige som zijn (persoonlijke lening) of een doorlopend krediet. Bij een goederenkrediet wordt een lening verstrekt als onderdeel van de aankoop van een goed (bijvoorbeeld een tv op afbetaling).

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op informatie afkomstig van websites van AFM (2013), Faan (2013), NVL Lease (2013) en VFN (2013).

Financieringsmaatschappijen verlenen dus krediet, maar het onderliggende businessmodel verschilt sterk tussen de genoemde typen bedrijven en activiteiten. Aangezien ook andere ofi-categorieën krediet verlenen, maar niet tot de financieringsmaatschappijen worden gerekend, lijkt het hier om een restcategorie te gaan, namelijk bedrijven die niet tot de andere ofi-subsectoren behoren maar wel aan kredietverlening doen. Dit is ook letterlijk de werkwijze van DNB in het kwantificeren van financieringsmaatschappijen: een restpost van de totale ofi's na aftrek van de andere subcategorieën.⁴⁴⁹

Sectorstructuur

Doordat de subsector financieringsmaatschappijen eerder een restcategorie is dan een samenhangende sector met bedrijven die gelijksoortige activiteiten en businessmodellen delen, bestaat er geen totaaloverzicht van deze sector. Er is geen overkoepelende brancheorganisatie en de bedrijven worden over het algemeen niet samen beschouwd, noch door dataverzamende instanties, zoals CBS, noch in de (wetenschappelijke) literatuur.

Hieronder wordt eerst ingegaan op de belangrijkste onderdelen binnen financieringsmaatschappijen: hypotheekverstrekking, lease, factoring en consumptief krediet. Daarna wordt op basis van gegevens van DNB een inschatting gemaakt van de totale omvang van deze subsector.

Hypotheekverstrekking

De hypotheekmarkt in Nederland is vooral in handen van de grote banken. De drie grootbanken Rabobank, ABN AMRO en ING bezetten, samen met hun dochtermaatschappijen, zes plekken

⁴⁴⁹ Broos et al., 2012, voetnoot 16.

in de top 10 van hypotheekverstrekkers in het eerste kwartaal van 2013 (IG&H, 2013). Ook de overige top-10 spelers zijn voornamelijk banken of dochters van banken.⁴⁵⁰ Het is dan ook niet aannemelijk dat er buiten banken en dochters van banken, veel bedrijven zijn die substantiële bedragen aan hypotheecair krediet hebben uitstaan.

Een aantal hypotheekverstrekkers in de top 10 is dochter van een bank. Dat wil niet zeggen dat ze een bankvergunning hebben. Zo niet, vallen ze onder de ofi-categorie ‘financieringsmaatschappijen’.

Veel buitenlandse hypotheekverstrekkers hebben zich de laatste jaren uit de Nederlandse markt teruggetrokken om zich, te midden van de financiële crisis, meer op hun thuismarkt te kunnen richten. Argenta is de enige overgebleven buitenlandse partij in de top 10.⁴⁵¹

Uit cijfers van DNB over 2011 blijkt dat financiële intermediairs, die dochter van een bank zijn maar zelf geen bankvergunning hebben, in 2011 bijna € 20 miljard aan hypothecaire kredieten hadden uitstaan. Dit lijkt een goede proxy voor hypotheekverlening door ofi’s. Hoeveel partijen het betreft, is niet bekend.

Lease⁴⁵²

De leasector kan worden onderscheiden in bedrijven die zich bezighouden met de lease van auto’s en bedrijven die zich bezighouden met andere lease gebaseerd op andersoortige activa. Bij dit laatste kan gedacht worden aan de lease van bijvoorbeeld machines, trucks en trailers, en computers.⁴⁵³

Hieronder worden enkele cijfers besproken over deze twee delen van de leasector. De cijfers zijn gebaseerd op inschattingen door de Nederlandse Vereniging van Leasemaatschappijen (NVL), die de belangen behartigt van algemene leasemaatschappijen, en de Vereniging van Nederlandse Autoleasemaatschappijen (VNA), die de belangen behartigt van autoleasemaatschappijen.⁴⁵⁴ Het is niet altijd mogelijk om onderscheid te maken tussen leasemaatschappijen die *geen* bankvergunning hebben, en dus onderdeel zijn van de ofi-sector, en leasemaatschappijen die *wel* een bankvergunning hebben. De cijfers geven daarmee vooral een orde van grootte aan van lease als onderdeel van de ofi-sector.

Algemene leasemaatschappijen

Er zijn ruim 25 algemene leasemaatschappijen actief in Nederland. Hiervan hebben er 22 *geen* banklicentie, en behoren dus tot de ofi-sector. Van deze 22 zijn er 7 onderdeel van een bancaire

⁴⁵⁰ De top-10 bestaat uit respectievelijk: Rabobank, ABN AMRO, ING Bank, Obvion (dochter Rabobank), Aegon, Argenta Spaarbank (onderdeel van Belgische bank), Florius (onderdeel van de ABN AMRO Hypotheek Groep), Nationale-Nederlanden (onderdeel van ING Groep), ASR Bank, en Achmea Hypotheekbank. Westland Utrecht, voorheen onderdeel van de top 10, is onderdeel van ING Groep (IG&H, 2013 en www.hypotheek-rentetarieven.nl, februari 2013).

⁴⁵¹ De Belgische bank verstrekte in 2012 voor bijna €2 miljard aan hypotheekleningen in Nederland (www.eigenhuis.nl, 29 maart 2013).

⁴⁵² Voor schaduwbankieren is alleen financiële lease van belang. In de cijfers in Tabel 16 en Tabel 17 wordt dit onderscheid expliciet gemaakt.

⁴⁵³ Ook wel gevat onder de term *equipment lease*.

⁴⁵⁴ De NVL behartigt ongeveer 95 procent van de markt. De VNA ongeveer 90 procent. De gegevens van VNA zijn deels gebaseerd op Periscope en VNA (2012).

groep, maar hebben zelf geen banklicentie, en 15 niet. In 2011 stond ruim € 16 miljard aan kredieten uit, wat meteen ook het overgrote deel van het balanstotaal bepaalt.⁴⁵⁵

Autolease

Er zijn ongeveer 70 autoleasemaatschappijen actief in Nederland. Eén hiervan heeft een bankvergunning, Leaseplan. Van de overige zijn er 4 onderdeel van een bancaire groep, voor ongeveer 65 geldt dat niet. Gegevens over uitstaande kredieten, of balanstotaal, zijn niet bekend.⁴⁵⁶

Tabel 14 en Tabel 15 vatten de gegevens samen.

Tabel 14 Aantal leasemaatschappijen onderverdeeld naar wel en geen onderdeel van de ofi-sector (2011)

Aantal bedrijven	Algemene lease	Autolease
Totaal	>25	+/- 70
Onderdeel ofi-sector, waarvan:	22	+/- 69
<i>Lid bancaire groep</i>	7	4
<i>Geen lid bancaire groep</i>	15	+/- 65
Geen onderdeel ofi-sector	n.b.	1

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op informatie ontvangen van NVL en VNA.

Tabel 15 Kerngegevens leasemaatschappijen (2011, bedragen in € miljard)⁴⁵⁷

	Algemene lease	Autolease
Aantal bedrijven, waarvan:	>25	+/- 70
<i>ofi-sector</i>	22	+/- 69
Balanstotaal	>16	n.b.
Verstreckte kredieten	>4	17
Uitstaand krediet	>16	n.b.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op informatie ontvangen van NVL en VNA.

Factoring

Ongeveer 90 procent van de Nederlandse factoringmarkt is in handen van vier spelers: ABN AMRO Commercial Finance, Deutsche Bank Asset Based Finance, ING Commercial Finance en De Lage Landen Factoring.

⁴⁵⁵ Er zijn geen exacte cijfers bekend. Deze inschatting door NVL is bepaald door een extrapolatie van nieuwe productie vermenigvuldigd met een gemiddelde looptijd van 60 maanden rekening houdend met terugbetaling, maar ook met een slottermijn of restwaarde.

⁴⁵⁶ Ter referentie: in 2011 werd bijna € 17 miljard aan kredieten op basis van autolease verstrekt (inschatting VNA). Dit is uiteraard niet gelijk aan het uitstaande krediet, wat een accumulatie is van in het verleden verstrekte kredieten minus aflossingen.

⁴⁵⁷ In het kader van het verzamelen van kerngegevens is voor leasemaatschappijen ook informatie over het aantal fte ontvangen. In totaal zijn er ongeveer 1500 mensen in Nederland werkzaam in de algemene leasector, waarbij geen onderscheid te maken is tussen het bancaire en ofi-deel van de sector. In de autoleasesector zijn ongeveer 3500 mensen werkzaam.

Van deze spelers hebben twee een bankvergunning, en behoren dus niet tot de ofi-sector. Het totaal aan uitstaande kredieten van de vier grootste partijen in 2011 bedroeg bijna € 3 miljard.⁴⁵⁸ Aangezien slechts twee partijen hiervan tot de ofi-sector kunnen worden gerekend, is de impact van factoringbedrijven op de ofi-sector relatief beperkt.

Consumptief krediet

Het is niet mogelijk gebleken om de benodigde kerngegevens over verstrekking van consumptief krediet te verzamelen.⁴⁵⁹ Wel blijkt uit cijfers van DNB dat het uitstaande consumptief krediet bij dochters van banken, die zelf geen bankvergunning hebben, ongeveer € 2 miljard bedraagt. Hoewel dit een onvolledige schatting is, hierin zijn immers niet de (ofi-)verstrekkers van consumptief krediet opgenomen die geen onderdeel uitmaken van een financiële groep, is het aannemelijk dat consumptief krediet een beperkt aandeel heeft binnen de activiteiten van financieringsmaatschappijen.

Ten slotte zij vermeld dat financiering in het kader van creditcards door ofi's, wat veelal als onderdeel van consumptief krediet wordt gezien, in Nederland beperkt is. De meerderheid van de kaarten in Nederland betreft zogenaamd '*delayed debit cards*' kaarten. Het gaat hierbij om uitgesteld betalen, waarbij geen sprake is van een kredietovereenkomst. Alleen bij zogenaamde '*revolving cards*', waarbij een doorlopend krediet oftewel gespreid terugbetalen wordt aangeboden, is sprake van een kredietovereenkomst. Telefonische navraag leert dat bij de afdeling Markttoegang van DNB behalve banken geen kaartuitgevende instellingen bekend zijn die kredietlijnen op creditcards aanbieden.⁴⁶⁰

Totaalbeeld

De analyse van de onderdelen binnen de subsector 'financieringsmaatschappijen' geeft een indicatie van de orde van grootte van elk van deze onderdelen. Omdat gegevens over het algemeen niet exact te scheiden zijn naar het deel dat wel en het deel dat niet behoort tot de ofi-sector, en omdat niet zeker is dat hierin alle relevante kredietverlenende entiteiten zijn opgenomen, is het lastig de totale omvang van de subsector 'financieringsmaatschappijen' te kwantificeren.

DNB bepaalt de grootte van financieringsmaatschappijen door van de totale ofi-sector, de onderdelen die geen betrekking hebben op financieringsmaatschappijen af te trekken. Voor 2011 komen zij tot een inschatting van het balanstotaal van financieringsmaatschappijen van € 128 miljard (DNB, 2012, p.25).

Een alternatief is om te kijken naar financiële intermediairs en financiële leasemaatschappijen die geen bankvergunning hebben, maar wel onderdeel zijn van een bancaire groep. Over deze zogenaamde niet-MFI-dochters houdt DNB apart gegevens bij (zie Box 5). Hoewel deze schatting met meer onzekerheid is omgeven, geeft het de mogelijkheid meer omvangvariabelen te kwantificeren.

⁴⁵⁸ Meer specifiek betreft het de *funds in use*. De gegevens zijn ontvangen van FAAN, de branchevereniging van de vier grootste factoringbedrijven, naar aanleiding van een data-uitvraag in het kader van dit onderzoek.

⁴⁵⁹ Er is een verzoek tot informatie ingediend bij de Vereniging voor Financieringsondernemingen in Nederland (VFN). Het bleek echter niet mogelijk de gevraagde gegevens te leveren.

⁴⁶⁰ Zie verder bijvoorbeeld DNB (2010b).

Box 5 Niet-MFI-dochters als proxy voor financieringsmaatschappijen

DNB verzamelt gegevens over zogenaamde ‘niet-MFI-dochters’. Dat zijn dochters van banken (specifieker: van Monetair Financiële Instellingen, MFI’s), die zelf geen bankvergunning hebben. Deze niet-MFI-dochters bevatten onder andere de twee subcategorieën ‘Financiële Intermediairs’ en ‘Financial Leasing’. Deze twee subcategorieën worden hier als een ruwe proxy gebruikt bij het kwantificeren van financieringsmaatschappijen, omdat er een grote overlap is.

DNB definieert financiële intermediairs in dit kader als “alle financiële intermediairs met uitzondering van financiële lease- en verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen:

- instellingen met als hoofdfunctie huurkoop en het verlenen van consumenten- of handelskrediet;
- instellingen met als hoofdfunctie het verstrekken van hypotheekleningen en leningen;
- beleggingsfondsen (voor zover het belang van banken in beleggingsfondsen aansluit bij de definitie van een deelneming);
- instellingen met als hoofdfunctie factoring;
- handelaren (voor eigen rekening) in waardepapieren en derivaten;
- gespecialiseerde financiële instellingen, zoals risicokapitaal- en ontwikkelingskapitaalmaatschappijen, en export-/importfinancieringsmaatschappijen;
- financiële intermediairs die uitsluitend van MFI’s deposito’s ontvangen;
- holdings die uitsluitend het beheer hebben over een groep dochterondernemingen met als hoofdfunctie financiële intermediatie en/of financiële hulpbedrijven en/of financiële lease, maar die zelf geen financiële instelling zijn.”

De belangrijkste categorieën binnen de financieringsmaatschappijen zijn dus vertegenwoordigd in de twee subcategorieën. Consumptief krediet, hypotheekverstrekking, en factoring zijn onderdeel van ‘financiële intermediairs’ en financiële leasemaatschappijen zijn een aparte categorie. Wel blijkt uit bovenstaande opsomming dat er ook bedrijven tussen zitten die geen onderdeel zijn van financieringsmaatschappijen, zoals beleggingsfondsen. Tevens betreft de cijfers alleen dochters van banken. Financieringsmaatschappijen die geen onderdeel zijn van een bancaire groep, zijn dus niet in de dataverzameling inbegrepen.

Hoewel de gegevens dus bedrijven bevatten die geen betrekking hebben op financieringsmaatschappijen, en gegevens over sommige bedrijven die wel tot financieringsmaatschappijen behoren ontbreken, worden de gegevens gezien als een goede manier om de totale grootte van de subsector financieringsmaatschappijen in te schatten.⁴⁶¹

Bron: SEO Economisch Onderzoek, gebaseerd op DNB (2011).

Tabel 16 illustreert de resultaten. Op basis van de DNB-gegevens lijken de belangrijkste activiteiten zoals hierboven besproken – hypotheekleningen, consumptief krediet, lease en factoring – nog geen 50 procent van de uitstaande kredieten te bepalen.⁴⁶² Een belangrijke verklaring hiervoor is het grote aandeel kredieten dat de bedrijven in de DNB-cijfers verstrekken aan monetair financiële instellingen (grosso modo: aan banken). Veel financieringsmaatschappijen

⁴⁶¹ DNB gebruikt deze gegevens ook om haar berekening van financieringsmaatschappijen, als restpost van totale ofi’s minus ofi’s die geen financieringsmaatschappij, te toetsen.

⁴⁶² Uitgaande van een maximum van enkele miljarden aan uitstaande factoring kredieten (deze worden niet apart in de DNB-cijfers onderscheiden), € 20 miljard aan hypotheekleningen, € 2 miljard aan consumptief krediet en € 25 miljard aan leasing.

zijn eigendom van financiële instellingen. Hoewel zij zelf geen bankvergunning hebben, is de verwevenheid met de bancaire sector dus groot.⁴⁶³

Tabel 16 **Inschatting kerngegevens financieringsmaatschappijen (o.b.v. niet-MFI-dochters*, 2011, bedragen in € miljard)**

	Financiële intermediairs	Financiële leasing	Totaal
Aantal bedrijven	93	17	110
Balanstotaal	134	27	161
Uitstaand krediet&deposito's	101	25	127
Waarvan hypothecair	20		
Waarvan consumptief	2		

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over financiële intermediairs en financiële leasing bedrijven die dochter zijn van een bank maar zelf geen bankvergunning hebben (niet-MFI-dochters, *zie Box 5).

Risico

Het ontbreekt aan gedetailleerde balansgegevens om de in hoofdstuk 4 beschreven risico-indicatoren in te schatten voor elk van de belangrijkste activiteiten binnen de subcategorie 'financieringsmaatschappijen'. Daarom wordt wederom gebruikgemaakt van de DNB-gegevens over financiële intermediairs en financiële leasebedrijven, die dochter zijn van een bank maar zelf geen bankvergunning hebben, als proxy voor financieringsmaatschappijen (zie Box 5). Tabel 17 geeft de resultaten weer.

Tabel 17 **Inschatting risico-indicatoren financieringsmaatschappijen (o.b.v. niet-MFI dochters*, 2011, % balanstotaal)**

	Financiële Intermediairs	Financiële leasing
Uitstaand krediet en deposito's	75,8%	91,6%
Investerings in krediet	1,3%	0,0%
Kortlopende uitzettingen	21,2%	8,8%
Kortlopende verplichtingen	40,9%	16,4%
Looptijdtransformatie	-19,7%	-7,6%
Leverage	92%	95%
Investerings in/uitstaand krediet aan MFI's	58%	19%
Ontvangen kredieten van MFI's	85,1%	83,7%
PM Balanstotaal (€mln)	133.944	27.677

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over financiële intermediairs en financiële leasing bedrijven die dochter zijn van een bank maar zelf geen bankvergunning hebben (niet-MFI-dochters, *zie Box 5).

Op het eerste gezicht zijn de risico's in de subsector financieringsmaatschappijen substantieel. Een groot deel van de activiteiten bestaat uit het verstrekken van kredieten, of investeringen in kredietgerelateerde producten. Deze activiteiten worden met name met leningen gefinancierd, de leverage bedraagt ruim 90 procent voor beide groepen. Daarbij vindt, met name bij de financiële

⁴⁶³ Uit interne gegevens van DNB blijkt dat een groot deel van de kredieten en deposito's aan banken (bijna driekwart) betrekking heeft op één bank. Dit zou gaan om securitisaties door niet-MFI-dochters, waarvan de opbrengst als langlopend deposito wordt geplaatst bij de moederbank.

intermediairs, een hoge mate van looptijdtransformatie plaats. Ruim 40 procent van de verplichtingen van die groep is kortlopend, slechts tegenover de helft hiervan staan kortlopende activa. Dit betekent dat als onverwachts een groot deel van de verschaffers van kortlopende kredieten hun geld opvraagt, de mogelijkheden om hieraan te voldoen door snel activa te gelde te maken beperkt zijn. Het maximale tekort, de netto looptijdtransformatie, bedraagt bijna 20 procent van het balanstotaal. Voor leasemaatschappijen ligt dit risico lager, met 16,4 procent van het balanstotaal aan korte verplichtingen en looptijdtransformatie van 7,6 procent van het balanstotaal.

Een mogelijke nuancering is dat voor beide groepen ongeveer 85 procent van de ontvangen financiering afkomstig is van monetair financiële instellingen (grosso modo: van banken). Van de korte verplichtingen is slechts iets meer dan 1 procent afkomstig van de private sector. Een publieke *bank run* is daarmee geen realistisch scenario.

Dit betekent geenszins dat de risico's verwaarloosbaar zijn. Problemen zouden kunnen ontstaan indien de bancaire sector in zwaar weer belandt en korte middelen zou terugtrekken. Dit is systeemrisico dat voortkomt uit de sterke verwevenheid van financieringsbedrijven met de bancaire sector.

Bijlage D Beleggingsinstellingen en fondsen

In deze bijlage staan beleggingsinstellingen centraal. Achtereenvolgens wordt ingegaan op de definitie en activiteiten van deze instellingen, de structuur van deze subsector in Nederland en op de risico's die er spelen. In beginsel horen hedgefondsen en geldmarktfondsen tot de beleggingsinstellingen. In de statistieken van DNB worden eerstgenoemde wel meegenomen bij beleggingsinstellingen, terwijl de tweede categorie een aparte categorie is binnen de monetaire financiële instellingen.⁴⁶⁴ Hier worden ook geldmarktfondsen meegenomen in de analyse van beleggingsinstellingen, gezien hun belang in het schaduwbankwezen en omdat geldmarktfondsen in het buitenland wel vaak worden geschaard onder de ofi's.

Definitie en activiteiten

Beleggingsinstellingen

Beleggingsinstellingen zijn instellingen die “participaties uitgeven en daarmee collectieve beleggingen verrichten” (Broos et al, 2012, p.26). In de volksmond wordt ook wel gesproken over ‘beleggingsfondsen’.⁴⁶⁵

Beleggingsinstellingen brengen als het ware het vermogen van meerdere individuele beleggers samen om dat te beleggen. Beleggers kopen aandelen (of: participaties) in de beleggingsinstelling. Dit vermogen gebruikt de beleggingsinstelling om te investeren in aandelen, obligaties en/of andere activa. Voordelen voor de belegger zijn onder andere dat er spreiding van de beleggingen plaatsvindt – ook bij inleg van relatief kleine bedragen – en dat er gebruik kan worden gemaakt van de professionele kennis van de beleggingsinstelling.

Er is een grote diversiteit aan typen beleggingsinstellingen of -fondsen. Het onderscheid hangt over het algemeen samen met de activa waarin wordt belegd: aandelenfondsen, obligatiefondsen, vastgoedfondsen, of gemengde fondsen. Ook indelingen naar bijvoorbeeld geografie of sector komen voor. Twee typen beleggingsfondsen zijn in het bijzonder van belang in het kader van schaduwbankieren: hedgefondsen en geldmarktfondsen.⁴⁶⁶

Hedgefondsen

Er bestaat geen eenduidige definitie van een hedgefonds. DNB (2010c, p.77) stelt dat “[h]oewel een scherp afgebakende definitie niet bestaat, richten zij zich doorgaans op het ontwikkelen van arbitragestrategieën om prijsinefficiënties te benutten”. In ‘AIMA’s Roadmap to hedge funds’ waagt Ineichen zich liever niet aan een definitie, omdat hedgefondsen geen homogene groep

⁴⁶⁴ Maar zij zijn geen bank.

⁴⁶⁵ Meer specifiek kunnen beleggingsinstellingen worden gescheiden in beleggingsmaatschappijen (met rechtspersoonlijkheid) of beleggingsfondsen (zonder rechtspersoonlijkheid). Aan dit verschil wordt hier verder voorbij gegaan.

⁴⁶⁶ Hoewel geldmarktfondsen beleggingsfondsen zijn, en dus in beginsel onderdeel van ‘beleggingsinstellingen’, vallen zij in de statistieken van DNB onder Monetair Financiële Instellingen (MFI's). De reden hiervoor is dat geldmarktfondsen worden gezien als “close substitutes for deposits” (ECB/2001/13). In de DNB-statistieken behoren zij dan ook niet tot de Nederlandse ofi-sector. Gezien hun belang in het schaduwbankstelsel worden ze hier wel meegenomen in de analyse.

betreft. Indien echter daartoe gedwongen, zo stelt de auteur, zou deze hedgefondsen definiëren als “*an investment program whereby the managers or partners seek absolute returns by exploiting investment opportunities while protecting principal from potential financial loss*” (Ineichen, 2012, p.13).

Hoewel een eenduidige definitie dus ontbreekt, is wel een aantal kenmerkende elementen te noemen.⁴⁶⁷ Ten eerste zijn hedgefondsen niet gericht op het volgen of verslaan van een benchmark, zoals veel beleggingsfondsen, maar op het behalen van nominale rendementen. Vaak wordt een deel van de risico's afgedekt ('hedgen'), dat wil zeggen gereduceerd of weggenomen, door te investeren in andere activa of financiële instrumenten.⁴⁶⁸ Paradoxaal genoeg hanteren niet alle hedgefondsen een dergelijke strategie, en zeker is dat nooit al het risico wordt gehedged.⁴⁶⁹ Hedgefondsen werken verder vaak met geleend geld, en investeringen in de fondsen zijn over het algemeen niet op korte termijn te gelde te maken. Ten slotte is het kenmerkend voor hedgefondsen dat de portfolio managers zelf geld inleggen en dat er gewerkt wordt met *incentive fees* voor de managers.

Geldmarktfondsen

Geldmarktfondsen, of Money Market Funds (MMF's), nemen een prominente rol in in de meeste beschrijvingen van (risico's in) het schaduwbankwezen. Dit komt doordat zij een belangrijk aandeel hebben in de looptijdtransformatie in het systeem, een kenmerkend element voor de kredietintermediatiefunctie die traditioneel vooral door banken werd verzorgd.

Geldmarktfondsen “financieren zich met direct of op korte termijn opvorderbare gelden en zetten deze middelen uit in geldmarktpapier en kortlopende obligaties” (Broos et al., 2012, p.25).⁴⁷⁰ Deze fondsen bundelen door beleggers ingebrachte middelen en investeren deze in hoogwaardige waardepapieren met een korte looptijd. Met hoogwaardig wordt bedoeld dat het risicoprofiel van de waardepapieren laag is. Het gaat bijvoorbeeld om kortlopende overheidsobligaties of *commercial paper* met een hoge rating.⁴⁷¹ De investeringen van geldmarktfondsen zijn dus kortlopend. Hetzelfde geldt voor beleggingen in de geldmarktfondsen: beleggers kunnen hun aandeel in het fonds per direct opvragen.

Door de hoge kwaliteit van de waardepapieren en het kortlopende karakter vormen geldmarktfondsen een optie voor bedrijven die een (tijdelijk) liquiditeitoverschot hebben. Zij kunnen de liquiditeiten tegen een laag risico toch laten renderen, en per direct weer terugvorderen als de noodzaak zich daartoe aandient. De fondsen zijn hierdoor een aantrekkelijk alternatief voor het kort uitlenen van het geld aan banken (i.c. het aanhouden van deposito's). Traditioneel werd dit gezien als een risicovrij manier om overtollige middelen kort weg te zetten. Toen banken vatbaar bleken voor bank runs, hebben veel landen depositogarantiesystemen opgezet. Omdat garanties over het algemeen beperkt zijn tot een maximum bedrag, moesten grote bedrijven met

⁴⁶⁷ Op basis van Ineigen (2012), Broos et al., (2012) en DNB (2010c).

⁴⁶⁸ Een simpel voorbeeld is het risico van een investering in een autofabriek, die gevoelig is voor stijgingen in de olieprijs, te hedgen met investeringen in de energiesector. Vaker vindt hedging plaats via derivatentransacties of short-selling.

⁴⁶⁹ In dat laatste geval resteert er immers amper rendement – risico en rendement gaan hand in hand.

⁴⁷⁰ Ook wel Money Market Funds (MMF) of Money Market Mutual Fund (MMMMF) genoemd.

⁴⁷¹ *Commercial paper* betreft verhandelbare schuldpapieren, uitgegeven door bedrijven, veelal met een looptijd tussen de één en zes maanden, maar in ieder geval korter dan twee jaar.

overtollige liquiditeiten op zoek naar een alternatief, dat zij onder andere vonden in geldmarktfondsen (Noeth en Sengupta, 2011).⁴⁷²

Hoewel het kortlopende karakter van geldmarktfondsen voor de belegger (passiva-zijde van geldmarktfondsen) alsook de investering door het geldmarktfonds zelf (activa-zijde van geldmarktfondsen) in elkaars verlengde lijken te liggen, is de werkelijkheid genuanceerder. Geldmarktfondsen behoren tot de belangrijkste investeerders in kortlopend *Asset Backed Commercial Paper* (ABCP). Hoewel kortlopend, is de looptijd van ABCP langer dan de looptijd aan de passiva-zijde van de geldmarktfondsen. Beleggers in de fondsen kunnen immers per direct hun geld opvragen, terwijl het geldmarktfonds niet per direct de investeringen in ABCP te gelde kan maken. Geldmarktfondsen verzorgen dus looptijdtransformatie, en vervullen daarmee een gelijksoortige functie als banken.

Geldmarktfondsen zijn krachtens statistische regelgeving monetair-financiële instellingen (mfi's), net als banken, die relevant zijn voor monetaire aggregaten. In Nederland zijn de geldmarktfondsen echter zo klein dat ze geen monetaire rapportage hoeven in te dienen. Op jaarbasis worden de meest essentiële gegevens verzameld, waarna deze via versleuteling en ophogingsmethodiek wel in de monetaire statistiek worden opgenomen.

Sectorstructuur

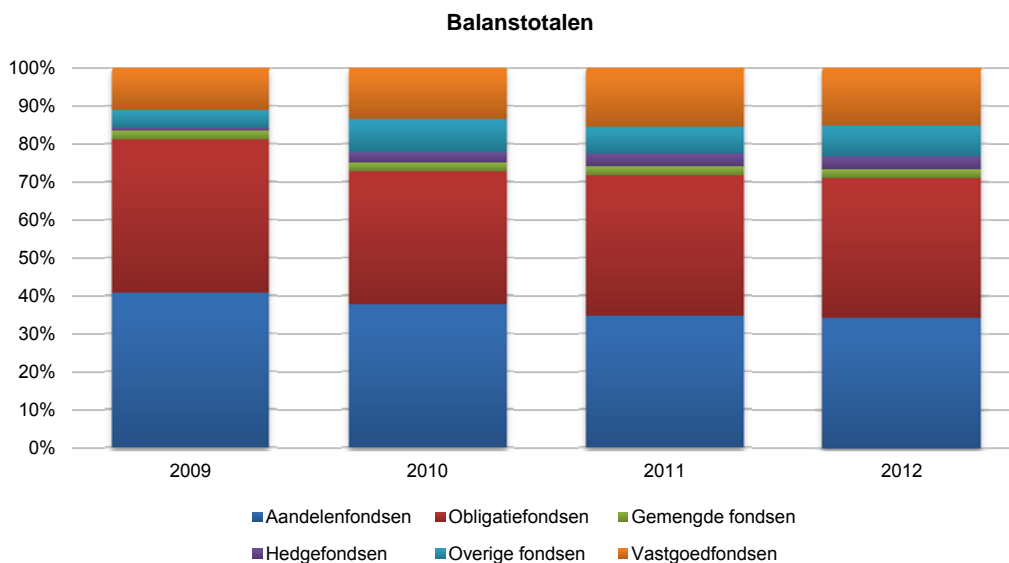
Beleggingsinstellingen⁴⁷³

Er zijn 1486 beleggingsinstellingen actief in Nederland met een balanstotaal van bijna € 513 miljard. Van dit balanstotaal komt ruim 70 procent voor rekening van aandelen- en obligatiefondsen (Figuur 10). In aantallen zijn vastgoedfondsen het grootst (Tabel 18).

⁴⁷² Poszar (2008, p.17) noemt geldmarktfondsen zelfs letterlijk “*the modern day equivalents of bank deposits*”. In Amerika gold overigens nog een aanvullende reden voor de groei van geldmarktfondsen, als alternatief voor bancaire deposito's, namelijk dat de overheid maxima had opgelegd aan de rente die banken mochten vergoeden op deposito's. Zogenaamde *regulatory caps*, zie Bakk-Simon et al. (2012).

⁴⁷³ Hedgefondsen zijn onderdeel van beleggingsfondsen. In de volgende paragraaf wordt hier in meer detail op ingegaan.

Figuur 3 Aandelen- en obligatiefondsen grootste type beleggingsfondsen (2011, aandeel in balanstotaal beleggingsinstellingen)



Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsinstellingen.

Tabel 18 Aantal beleggingsinstellingen naar type beleggingsfonds

	2009	2010	2011	2012
Aandelenfondsen	409	412	411	410
Obligatiefondsen	224	230	254	272
Vastgoedfondsen	391	399	445	448
Gemengde fondsen	93	94	82	97
Hedgefondsen	93	93	104	103
Overige fondsen	178	188	190	189
Totaal	1.388	1.416	1.486	1.519

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsinstellingen.

In lijn met de twee grootste fondstypen, aandelenfondsen en obligatiefondsen, wordt het grootste deel van het vermogen belegd in aandelen en kapitaalmarktpapier. Een derde grote investeringscategorie betreft 'participaties in beleggingsfondsen'. Hierbij investeren beleggingsinstellingen in andere beleggingsinstellingen, ook wel *'fund-of-fund'* investeringen genoemd (Tabel 19).

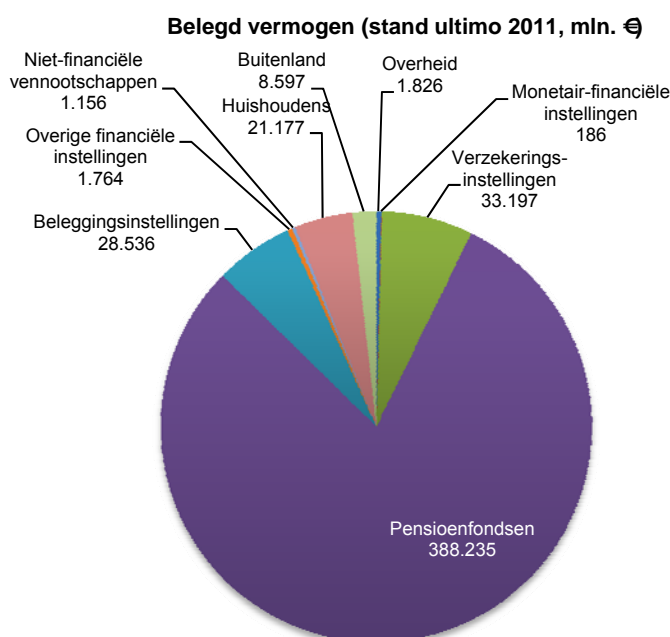
Tabel 19 Beleggingsfondsen investeren vooral in aandelen en kapitaalmarktpapier (eindstanden 2011, mln. €)

Investeringen in	Investeringen door						Totaal
	Aandelenfondsen	Gemengde fondsen	Hedgiefondsen	Obligatiefondsen	Overige fondsen	Vastgoedfondsen	
Aandelen	162.742	791	2.308	792	1.344	22.681	190.658
Kapitaalmarktpapier	158	974	34	163.484	1.746	106	166.502
Participaties in beleggingsfondsen	10.692	9.086	13.654	11.955	8.676	12.153	66.216
Overige	4.922	427	1.906	13.016	24.038	45.025	89.334
Totale activa	178.514	11.278	17.902	189.247	35.804	79.965	512.710

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsinstellingen.

Pensioenfondsen zijn veruit de grootste beleggers in beleggingsfondsen (Figuur 4). Zij zijn ook de enige partijen die de laatste jaren stelselmatig zijn blijven investeren in beleggingsfondsen. De meeste andere typen investeerders hebben eerder geld onttrokken aan de fondsen dan nieuwe bedragen ingebracht. Dit geldt bijvoorbeeld ook voor huishoudens, die in 2011 en 2012 forse bedragen hebben onttrokken.⁴⁷⁴

Figuur 4 Pensioenfondsen grootste beleggers in beleggingsinstellingen



Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsinstellingen.

⁴⁷⁴ De onttrekking in 2011 werd voor een groot deel veroorzaakt door de omwisseling van Rabo Ledencertificaten (zie passage uit Statistisch Nieuwsbericht van 16 februari 2012). Zie Bijlage H voor een overzicht van netto-inleg per beleggerstype.

Hedgefondsen⁴⁷⁵

Er zijn per 2011 104 hedgefondsen actief in Nederland met een balanstotaal van bijna € 18 miljard. In aantallen is dat nog geen 1 procent van het totaal aantal beleggingsinstellingen, in balanstotaal bijna 3 procent.

Hedgefondsen in Nederland investeren vooral in andere beleggingsinstellingen, zogenaamde *fund-in-fund* investeringen. Aandelen en deposito's vormen de twee andere hoofdcategorieën.⁴⁷⁶ Ook voor hedgefondsen geldt dat pensioenfondsen veruit de grootste beleggers zijn.⁴⁷⁷

Geldmarktfondsen

Per 2011 zijn er 16 geldmarktfondsen actief in Nederland met een balanstotaal van iets meer dan € 2 miljard.

DNB beschikt niet over aanvullende macrogegevens over dit type fondsen.⁴⁷⁸

Totaalbeeld

Tabel 20 vat het totaalbeeld over beleggingsfondsen samen.

Tabel 20 Kerngegevens beleggingsfondsen

	Beleggingsinstellingen		Geldmarktfondsen
	Totaal	Waarvan hedgefondsen	
Aantal bedrijven	1.486	104	16
Balanstotaal	512.710	17.902	2.024
Uitstaand krediet&deposito's	41.235	1.452	n.b.

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data. Geldmarktfondsen behoren tot de beleggingsfondsen maar vormen een aparte rapporteringseenheid binnen DNB, waarover minder data beschikbaar is.

Risico

Beleggingsinstellingen

Beleggingsinstelling verstrekken voor ruim € 41 miljard aan kredieten en deposito's, dat is ongeveer 8 procent van het balanstotaal. Investeringsinstellingen in kredietgerelateerde producten, met name in kapitaalmarktpapier, bedragen ongeveer 33 procent van het balanstotaal.⁴⁷⁹

Beleggingsinstellingen financieren zich vooral met eigen vermogen. Dat wil zeggen: hun voornaamste bron van financiering betreft de participaties door beleggers. Dit betekent ook een

⁴⁷⁵ Hedgefondsen zijn onderdeel van de beleggingsfondsen. Gezien de aandacht voor deze fondsen in het kader van schaduwbankieren worden zij hier apart toegelicht.

⁴⁷⁶ Zie Tabel 19 en Figuur 11 voor hedgefondsen in Bijlage H. Hedgefondsen houden over het algemeen een deel van hun kapitaal aan in liquide middelen om risico's af te dekken. De aandelen betreffen vooral niet-beursgenoteerde aandelen.

⁴⁷⁷ Zie Figuur 12 in Bijlage H voor een aparte tabel van grootste beleggers in hedgefondsen.

⁴⁷⁸ In een nadere analyse zou gekeken moeten worden naar individuele geldmarktfondsen, bijvoorbeeld op basis van jaarrapporten. Dit valt buiten de scope van dit onderzoek.

⁴⁷⁹ Indirect kan dit meer zijn, afhankelijk van waar de investeringen in andere (buitenlandse) beleggingsinstellingen naartoe gaan. Als beleggingsinstelling A investeert in beleggingsinstelling B en deze laatste gebruikt het vermogen om kredieten te verstrekken, investeert instelling A indirect in kredieten. Voor Nederlandse beleggingsinstellingen zou dit al in de cijfers moeten zitten, maar voor investeringen in buitenlandse beleggingsinstellingen geldt dit niet. Hier is geen verdere detailinformatie over beschikbaar.

lage leverage en vooral lange middelen, waardoor sprake is van een omgekeerde looptijdtransformatie. De risico's zijn beperkt.

Tabel 21 **Inschatting risico-indicatoren beleggingsinstellingen (2011, % balanstotaal)**

Beleggingsinstelling	
Uitstaand krediet en deposito's	8%
Investerings in krediet	33%
Kortlopende uitzettingen	7%
Kortlopende verplichtingen	2%
Looptijdtransformatie	5%
Leverage	5%
Investerings door MFI's	0,0%
Investerings door ofi's	0,3%
PM Balanstotaal (€ mln.)	512.710

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsinstellingen.

Hedgefondsen

Hedgefondsen verschaffen amper krediet en de kortlopende uitzettingen zijn groter dan de kortlopende verplichtingen, er is sprake van omgekeerde looptijdtransformatie. In tegenstelling tot de opinio communis is de leverage van hedgefondsen in Nederland laag. Ten slotte is er amper verwevenheid met het financieel systeem. Dit schetst een beeld van beperkte risico's in termen van financiële intermediatie. De enige nuance hier is dat een groot deel van de investeringen fund-in-funds betreffen waarvan niet duidelijk is waar deze in beleggen. Indirect kan er dus nog steeds sprake zijn van kredietverlening.⁴⁸⁰

Tabel 22 **Inschatting risico-indicatoren hedgefondsen (2011, % balanstotaal)**

Hedgefondsen	
Uitstaand krediet en deposito's	8%
Investerings in krediet	0%
Kortlopende uitzettingen	10%
Kortlopende verplichtingen	2%
Looptijdtransformatie	8%
Leverage	2%
Investerings door MFI's	0,0%
Investerings door ofi's	0,5%
PM Balanstotaal (€ mln.)	17.902

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsinstellingen.

Geldmarktfondsen

Voor geldmarktfondsen zijn geen additionele gegevens beschikbaar ten opzichte van de gegevens in de vorige paragraaf. Zowel in aantal als in balanstotaal betreft het een zeer beperkte groep in

⁴⁸⁰ Aan de passivazijde zijn de beleggers vooral pensioenfondsen. Van indirecte looptijdtransformatie is dus geen sprake.

het geheel. De uitzettingen van deze fondsen hebben over het algemeen een laag risicoprofiel. Tegelijkertijd verzorgen geldmarktfondsen in belangrijke mate de transformatiefunctie in het schaduwbankstelsel, en leert de ervaring van de financiële crisis dat niet alle activa altijd van onberispelijke kwaliteit zijn.

Bijlage E Overige ofi's

Deze bijlage gaat in op beleggingsondernemingen en enkele overige categorieën binnen de ofi-sector.

Beleggingsondernemingen

Beleggingsondernemingen zijn effectenbemiddelaars en vermogensbeheerders. Deze kunnen ruwweg onderverdeeld worden in partijen die voor eigen rekening handelen en partijen die dat niet doen.

De eerste categorie trekt middelen aan en neemt hiermee (kortlopende) posities in. Ook *market makers* behoren tot deze categorie. Beleggingsondernemingen die voor eigen rekening handelen verstrekken geen krediet. Als ze dat wel doen hebben ze een bankvergunning nodig. Wel lopen deze partijen handelsrisico's doordat ze posities innemen.

De tweede categorie beleggingsondernemingen verricht beleggingsdiensten voor andere partijen. Zij nemen zelf geen posities in en verstrekken ook geen krediet. Tabel 23 geeft een aantal kerngegevens van beleggingsondernemingen weer.

Tabel 23 Potentieel risico beleggingsondernemingen beperkt (2010, 2011, mln. €)

	Totaal beleggingsondernemingen		Beleggingsondernemingen voor eigen risico	
	2010	2011	2010	2011
Aantal	222	223	12	13
Balanstotaal	89.153	119.951	3.759	3.567

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsondernemingen.

Beleggingsondernemingen zonder bankvergunning verstrekken geen krediet. Er vindt dan ook geen kredietintermediatie plaats. Beleggingsondernemingen worden in dit rapport daarom niet tot het schaduwbankwezen gerekend. Dat wil niet zeggen dat er geen risico's zijn verbonden aan deze sector. Voor zover die er zijn, zitten die bij de beleggingsondernemingen die handelen voor eigen risico. Deze categorie vormt een zeer beperkt deel van de subsector beleggingsondernemingen.

En wat nog niet ter tafel kwam

De ofi-sector bevat formeel nog een aantal andere categorieën. Deze zijn eerder beschreven in Broos et al. (2012), waar werd geconcludeerd dat deze partijen niet tot het schaduwbankwezen behoren (Box 6). Die conclusie wordt hier gevolgd.

Box 6 Overige ofi-sectoren die niet tot het schaduwbankwezen behoren

“*Participatiemaatschappijen* (‘private equity’-maatschappijen) investeren in – veelal niet-beursgenoteerde – ondernemingen en verstrekken in die zin financiering.⁴⁸¹ Traditioneel is dit geen schuldfinanciering, waardoor deze instellingen niet als schaduwbank worden beschouwd. Niettemin is het goed denkbaar dat ze, als gevolg van de strengere regelgeving voor banken, in de toekomst een belangrijkere rol in de kredietintermediatie gaan vervullen. Daarnaast kunnen ze de financiële hefboomwerking in het systeem vergroten en risico’s verspreiden of versterken.

Holdings van financiële instellingen voeren het beheer en de leiding over een groep dochterondernemingen. Hun activa bestaan vooral uit deelnemingen in en leningen aan andere groepsonderdelen, vooral in Nederland gevestigde banken en verzekeraars die worden meegenomen in het geconsolideerde toezicht. Daarmee zijn zij in feite onderdeel van het reguliere Nederlandse bank- en verzekeringswezen.

Onder de *overige instellingen* vallen diverse financiële hulpbedrijven zoals adviseurs, tussenpersonen, bewaarbedrijven en effectenbeurzen. Deze spelen een belangrijke dienstverlenende rol maar verzorgen zelf geen financiële intermediatie.”

Het balanstotaal van deze subsectoren bedraagt respectievelijk: € 25 miljard, € 184 miljard en € 14 miljard.

Bron: Broos et al. (2012).

⁴⁸¹ Ook ontwikkelingsmaatschappijen die veelal in handen zijn van de overheid zijn hier inbegrepen.

Bijlage F Bankvergunningen

Tabel 24 Hypotheekverstrekkers met en zonder bankvergunning

Hypotheek verstrekkers	Eigen Bankvergunning	Opmerkingen
Rabobank	Ja	
ABN AMRO	Ja	
ING Bank	Ja	
Obvion	Nee	Dochter van NL Bank
Aegon	Ja (Aegon Bank NV, Den Haag.)	
Argenta Spaarbank	Nee	Dochter BU bank. Bijkantoor in Nederland staat uitsluitend onder liquiditeit- en integriteittoezicht van DNB.
Florius	Ja, (ABN AMRO Hypotheken Groep B.V. Florius, Amersfoort)	
Nationale Nederlanden	Ja (Nationale Nederlanden Bank NV, Den Haag)	
ASR Bank	Ja, (ASR Bank NV, Utrecht)	
Achmea Hypotheekbank	Ja (Achmea Hypotheekbank NV, Tilburg)	

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van DNB (2013).

Tabel 25 Factoringmaatschappijen met en zonder bankvergunning

Factoringmaatschappij	Eigen Bankvergunning	Opmerkingen
ABN AMRO Commercial Finance N.V.	Nee	Dochter van NL bank
Deutsche Bank Asset Based Finance	Ja (Deutsche Factoring Bank Deutsche Factoring GmbH & Co, Bremen)	EU paspoort, Deze bank staat niet onder toezicht van DNB
ING Commercial Finance B.V.	Nee	Dochter van NL bank

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van DNB (2013).

Tabel 26 Leasemaatschappijen met en zonder bankvergunning

Leasemaatschappij	Eigen Bankvergunning	Opmerkingen
Lage Landen	Ja (Lage landen international BV, Eindhoven)	
ABN AMRO Lease	Nee	Dochter van NL bank
ING Lease	Nee	Dochter van NL bank

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van DNB (2013).

Tabel 27 Autoleasemaatschappijen met en zonder bankvergunning

Autoleasemaatschappij	Eigen Bankvergunning	Opmerkingen
Alfabet	Nee	
Athlon	Nee	Dochter van NL Bank
Leaseplan	Ja (LeasePlan Corporation N.V., Almere)	

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van DNB (2013).

Bijlage G Casestudies

Hieronder wordt een viertal case studies uitgewerkt. De cases hebben als doelstelling om op basis van praktijkvoorbeelden handen en voeten te geven aan de soms complexe schaduwbankmaterie.

Abacus

Kerngegevens

Bedrijf: ABN AMRO/RBS (het gaat hier om ABN AMRO van voor de splitsing; de rechtsopvolger is RBS) en Goldman Sachs

Pijler: Schaduwbankwezen

Type: Synthetische CDO

Introductie

In augustus 2008 betaalt Royal Bank of Scotland (RBS) ongeveer \$ 840 miljoen aan Goldman Sachs om door ABN Amro (hierna: ABN) ingenomen posities in het financiële product *Abacus 2007AC1* (hierna Abacus) mee af te betalen. ABN is eerder dat jaar overgenomen door het bankenconsortium van Royal Bank of Scotland, Banco Santander en Fortis.

Anderhalf jaar later, in april 2010, klaagt de Amerikaanse *Securities and Exchange Commission* (SEC) de zakenbank Goldman Sachs en diens medewerker Fabrice Tourre aan voor fraude met het financiële product *Abacus 2007AC1*⁴⁸². Deze case beschrijft hoe een complex financieel product, opgezet door Goldman Sachs en het hedgefonds Paulson & Co, uiteindelijk indirect leidt tot grote verliezen bij ABN en RBS. De case toont de ondoorzichtigheid van sommige financiële producten aan, evenals de verregaande verbondenheid van het financiële systeem.

De structuur

Goldman Sachs wordt in 2007 benaderd door het hedgefonds Paulson & Co om een financieel product te creëren verbonden aan zogeheten *subprime mortgage backed securities*. Een *subprime mortgage* is een hypotheek die afgesloten is door mensen met een onbekende of slechte kredietwaardigheid. Paulson & Co is zelf intensief betrokken bij de selectie van de hypotheeken alvorens deze door Goldman Sachs worden gestructureerd. Paulson & Co speculeert vervolgens middels zogenoemde *credit default swaps* van Goldman Sachs op betalingsproblemen (een *default*) van de deels zelf geselecteerde Abacusportfolio. Kortom, Paulson & Co selecteert de hypotheeken en speculeert vervolgens op het falen ervan.

Om potentiële investeerders niet af te schrikken wordt ACA Management benaderd om op te treden als 'Portfolio Selection Agent'. ACA's goede reputatie op dit gebied maakt de portfolio aantrekkelijker voor investeerders. In de voorlichtingsdocumentatie wordt ACA opgeworpen als de samensteller van de portfolio. Paulson & Co's rol bij het selectieproces en diens speculatieve positie tegen de portfolio wordt niet naar investeerders toe gecommuniceerd. ACA zelf wordt

⁴⁸² United States District Court (2010a)

door Tourre en Goldman Sachs ook onjuist/onvolledig voorgelicht. In plaats van ACA op de hoogte te stellen van Paulson & Co's positie, vertellen zij ACA dat Paulson & Co voor ongeveer \$ 200 miljoen geïnvesteerd heeft in Abacus. Indien dit het geval was geweest waren de belangen van Paulson & Co en ACA dezelfde, in werkelijkheid waren deze tegengesteld.

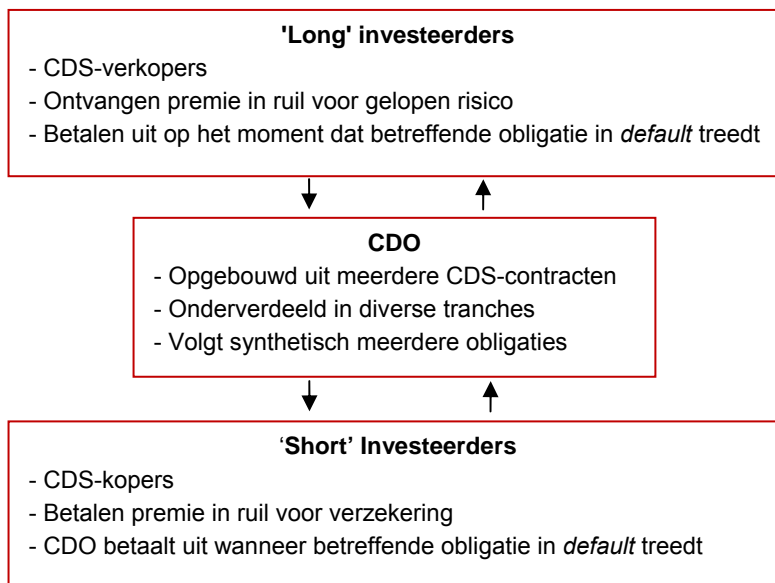
De Duitse bank IKB investeert voor ongeveer \$ 150 miljoen in Abacus en is daarmee één van de grootste investeerders. ACA Capital, het moederbedrijf van ACA Management, verkoopt daarnaast voor \$ 909 miljoen aan verzekeringen verbonden aan het product *Abacus*. Concreet neemt ACA Capital daarmee het aan *Abacus* verbonden kredietrisico op zich. In ruil voor dit risico ontvangt ACA Capital 50 basispunten per jaar aan vergoeding van investeerders. ABN bemiddelt deze transactie en komt voor 17 basispunten per jaar garant te staan voor ACA Capital in het geval dat deze niet aan haar verplichtingen kan voldoen.

Het door Goldman Sachs opgezette instrument *Abacus 2007AC1* is een zogenoemde synthetische *collateralized debt obligation* (CDO). CDO's worden na securitisatie uitgegeven door de SPV. De CDO's corresponderen met de onderliggende gesecuritiseerde activa. Investeerders investeren in deze CDO's en ontvangen periodiek rente en aflossingen. Een synthetische CDO is een speciale vorm van een CDO en een zeer complex financieel product. Het synthetische aspect houdt in dat CDO als het ware de prestatie van een gesecuritiseerde portfolio hypotheek volgt, *zonder* dat deze in bezit hoeven zijn van de CDO. Bij een synthetische CDO vindt risico-overdracht plaats middels *credit default swaps* (CDS) in plaats van door de aankoop van obligaties.

Een CDS kan het beste gezien worden als een verzekering tegen een bepaald risico, meestal het uitblijven van betaling (rente en aflossing) op een obligatie. Deze obligatie kan uitgegeven zijn door een bedrijf of gecreëerd zijn door een SPV met bijvoorbeeld een hypotheekportefeuille als onderpand. De verzekerde partij gaat 'short' en speculeert op het uitblijven van betaling (in het Engels *default* genoemd). Dit is de positie die Paulson & Co inneemt. Wanneer betaling inderdaad uitblijft, ontvangt de short-investeerder een vooraf afgesproken som van de CDS verkoper. De verkoper van de CDS gaat 'long' en speculeert dus dat de betreffende obligatie *wel* uitkeert. In ruil voor het risico dat de CDS-verkoper hiermee op zich neemt, ontvangt deze periodiek premie van de koper van de CDS. Dit is vergelijkbaar met de premie op een verzekering. IKB, ACA Capital en indirect ook ABN nemen de rol van 'verzekeraar' aan in de transactie.

Een synthetische CDO is een verzameling van deze CDS-contracten. Het bundelen heeft verschillende voordelen. In plaats van op één obligatie te speculeren kan middels een CDO worden gespeculeerd op een portfolio van obligaties. Dit is een vorm van risicodiversificatie. Daarbij is een CDO vaak verdeeld in diverse tranches. Elke tranche kent zijn eigen risico en verwachte opbrengst, afhankelijk van het risico dat ermee gemoeid is. De lagere tranches, zogeheten *subordinate* of *junior* tranches, absorberen geleden verliezen als eerste en dekken daarmee risico af voor de hogere *senior* tranches waarop pas bij grotere verliezen hoeft te worden afgeboekt. Een dergelijke tranchering splitst het totale risico van het pakket CDS-contracten dus uit in verschillende delen. Beleggers hebben daardoor meer keuze aan financiële producten en kunnen kiezen hoeveel risico ze op zich willen nemen en op welke manier ze eventuele andere blootstellingen kunnen afdekken.

Figuur 5 Vereenvoudigde weergave van de werking van een synthetische CDO



Bron: SEO Economisch Onderzoek

Op het moment dat er gedurende 2007 onrust ontstaat op de Amerikaanse woningmarkt, moet afgeschreven worden op de *subprime* hypotheek die dienen als onderpand voor *Abacus*. De partijen die middels CDS-contracten verzekeringen hebben verkocht tegen deze ontwikkeling, maken zware verliezen. De verzekeringnemers, met name Paulson & Co, maken hoge winsten.

In januari 2008 is de *Abacus* portfolio vrijwel geheel afgewaardeerd. IKB verliest haar hele investering ter waarde van \$ 150 miljoen. ACA Capital verkeert in financieel zwaar weer en kan niet voldoen aan haar verplichtingen als verzekeraar. ABN is als garantstaande partij inmiddels overgenomen door het bankenconsortium Royal Bank of Scotland (RBS), Banco Santander en Fortis. In augustus 2008 betaalt RBS ruim \$ 840 miljoen aan Goldman Sachs om te voldoen aan de garantstelling die ABN was aangegaan met ACA Capital. De speculatieve positie van Paulson & Co levert het hedgefonds ruim \$ 1 miljard op. Als directe tegenpartij van IKB, ACA Capital en ABN komt het grootste deel van deze winst voort uit de verliezen van deze drie partijen.

In juli 2010 schikt Goldman Sachs met de SEC en betaalt een boete van \$ 550 miljoen. Goldman Sachs bekennt noch ontkent, maar geeft in een verklaring aan te betreuren dat het voorlichtingsmateriaal incomplete informatie bevatte. Tevens kondigt de bank een bedrijfsbreed onderzoek naar de geldende bedrijfsactiviteiten aan⁴⁸³.

Omvang

Investeerders in *Abacus* verloren binnen een jaar tijd ongeveer \$ 1 miljard. De CDS-transacties waarmee Paulson & Co speculeert op een *default* van *Abacus* leveren het bedrijf een evenredig grote winst op. ABN, dat inmiddels was overgenomen door het bankenconsortium van Royal Bank of Scotland, Banco Santander en Fortis, heeft via Goldman Sachs ongeveer \$ 840 miljoen moeten betalen aan Paulson & Co voor de posities (ter waarde van \$ 909 miljoen) waarvoor ze

⁴⁸³ United States District Court (2010b)

zich garant heeft gesteld. IKB verliest vrijwel haar gehele geïnvesteerde bedrag, namelijk \$ 150 miljoen.

Risico's

Deze casus maakt inzichtelijk hoe synthetische financiële instrumenten kunnen leiden tot grote verliezen of winsten in een relatief korte tijd. Een synthetische CDO als *Abacus* maakt het mogelijk te investeren in, of te speculeren tegen, een portfolio hypotheek zonder dat (alle) bijbehorende obligaties aangeschaft hoeven worden. Hierdoor kan in theorie oneindig gespeculeerd worden op een hypotheekportfolio zonder dat nieuwe hypotheek uitgegeven hoeven te worden.

Een sterk versimpeld voorbeeld: huizenbezitter A, de hypotheekgever, sluit een hypotheeklening af bij bank B, de hypotheeknemer. Bank B financiert de aankoop van het huis en ontvangt in ruil een schuldbekentenis van partij A. Bank B laat deze schuldbekentenis omzetten in effecten door zijn hypotheekportfolio te securitiseren. Partijen C, D en E kopen de obligaties en financieren zo dus indirect de hypotheek van partij A. Maandelijks ontvangen zij aflossing en rentebetalingen van A. Synthetische derivaten maken het vervolgens mogelijk dat partijen F tot en met Z, zonder zelf obligaties in de hypotheek van A aan te schaffen, kunnen speculeren of A inderdaad aan zijn aflossings- en renteverplichtingen kan voldoen. Synthetische derivaten leiden zo tot een afgeleid risico, er is nu immers meer geld gemoeid met de financiering van de hypotheek van A dan alleen het obligatiebezit van partijen C, D en E. Wanneer A zijn hypotheek niet langer kan betalen, verliezen niet alleen C, D en E, maar ook de bezitters van de synthetische derivaten.

Naast de risico's van complexe financiële producten *an sich* maakt de door Goldman Sachs gefaciliteerde transactie, tussen Paulson & Co enerzijds en diverse professionele investeerders anderzijds, ook het risico op belangenverstrengeling duidelijk. Zakenbanken structureren financiële producten, zetten transacties op voor klanten, maar handelen tevens in eigen naam. De betrokkenheid van Paulson & Co bij het selecteren van de hypotheekportfolio geeft het hedgefonds een informatievoordeel ten opzichte van de overige investeerders. Als Goldman Sachs hier kennis van heeft gehad, zou het niet in haar voordeel zijn geweest dit te delen met ACA Capital en ABN Amro. De belangen van de bank als investeerder, als bemiddelaar en als 'structurer' van financiële derivaten kunnen tegengesteld aan elkaar zijn. De investeerders, in dit geval ACA Capital en ABN Amro, hebben een eigen verantwoordelijkheid zichzelf op de hoogte te stellen van de inhoud van het derivaat. De complexiteit van de producten, gecombineerd met de niet altijd inzichtelijke belangen van de andere betrokkenen, beperken echter de mogelijkheden om dat te doen. Het risico dat partijen risico's aangaan die ze zelf niet kunnen inschatten of niet (volledig) kunnen afdekken, neemt hiermee toe.

Economisch belang

Synthetische producten, zoals *Abacus*, dienen een aantal economische belangen. Synthetische producten faciliteren de effectieve distributie van risico's. Dat wil zeggen dat de partij die het meest geschikt is een bepaald risico te dragen in de positie wordt gesteld dat ook te doen. Enerzijds kunnen partijen die risicoavers zijn, of de juiste capaciteiten ontberen het betreffende risico te beheren, dit risico dankzij synthetische producten overdragen. Anderzijds kunnen gespecialiseerde partijen eenvoudiger risico's aangaan – tegen ontvangst van een vergoeding.

Daarnaast ontstaan meer mogelijkheden om investeringen door middel van variëteit van elkaar te differentiëren. Synthetische producten zijn er in veel verschillende verschijningsvormen en kunnen worden ontworpen een bepaald doel te dienen. Deze variëteit vergemakkelijkt het spreiden van risico's. Een investeerder is zo in staat om 'lang' te gaan – bijvoorbeeld door te investeren in aandelen – zonder dat deze aandelen daadwerkelijk gekocht en gefinancierd hoeven worden. De investeerder neemt dan alleen het risico op zich, niet het eigendom. Doordat deze transactie doorgang vindt, kan de investeerder een tegengesteld risico van een eerdere investering beter afdekken en zo zijn risico's efficiënter spreiden. Hoe beter een investeerder in staat is risico's af te dekken, hoe efficiënter de risico's van investeringen gemanaged kunnen worden.

Lehman Brothers Holding

Kerngegevens

Bedrijf: Lehman Brothers Holding

Pijler: Schaduwbankwezen

Type: Zakenbank/systeemrisico

Introductie

Op 15 september 2008 vraagt de Amerikaanse investeringsbank Lehman Brothers faillissement aan. De val van Lehman wordt vaak gezien als het begin van de kredietcrisis. De problemen waar Lehman in verzeild raakt, komen voort uit de financiële producten die de bank ontwikkelde en verkocht voor de Amerikaanse huizenmarkt. Ook de problemen op de Amerikaanse huizenmarkt speelden mee.

Lehman sloot het jaar 2007 af met een omzet van bijna \$ 60 miljard en een winst van meer dan \$ 4 miljard. Driekwart jaar later vroeg het bedrijf haar faillissement aan. Deze case laat zien hoe zakenbanken door middel van een grote hoeveelheid geleend geld ten opzichte van het eigen vermogen (een zogeheten hoge *leverage*) hoge winsten wisten te behalen, maar niet stabiel zijn. Bij een neergaande conjunctuur werkt dezelfde hefboomfunctie de andere kant op en kan deze in korte tijd de liquiditeit van een bank aantasten.

De structuur

Het businessmodel van Lehman Brothers draait, net als bij veel andere investeringsbanken, om risico. Het lopen van risico op investeringen levert rendement op. *Leverage* is het voornaamste middel het potentiële rendement van investeringen te maximaliseren. Lehman houdt ongeveer \$ 700 miljard aan activa (en passiva) aan op een eigen vermogen van ongeveer \$ 25 miljard. Hiermee is het verdienmodel van Lehman alleen duurzaam zolang de financiers vertrouwen hebben in de financiële markten en in de kredietwaardigheid van de bank zelf. De *leverage* van Lehman is hiermee $700/25 = 28$. Concreet betekent dit dat Lehman voor elke dollar eigen vermogen 28 dollar te investeren heeft. Dit 'hefboomeffect' verhoogt het behaalde rendement per dollar eigen vermogen dus effectief 28 keer. Voor de financiering van haar veelal langlopende vorderingen, bijvoorbeeld in de Amerikaanse huizenmarkt, is Lehman afhankelijk van

kortlopende leningen. Deze leningen worden afgesloten op de repo-markt.⁴⁸⁴ Op dagelijkse basis sluit Lehman hier contracten ter waarde van tientallen miljarden dollars af om haar activa mee te financieren. Een repocontract bestaat uit de overdracht van eigendom van Lehman (bijvoorbeeld hypotheek) aan een andere partij, en de gekoppelde belofte deze activa na een afgesproken tijd weer terug te kopen. Lehman ontvangt de verkoopprijs van het afgesproken onderpand en betaalt op een later moment de verkoopprijs plus een rentevergoeding. Een aaneenschakeling van repo-contracten is een door investeringsbanken veelgebruikte fundingmethode. Het vertrouwen van de overige spelers op deze markt in de kredietwaardigheid van Lehman is van belang voor zowel de kosten als voor de beschikbaarheid van deze vorm van financiering.

In maart 2008 valt investeringsbank Bear Stearns. Lehman heeft veel geld geïnvesteerd in de kwakkelende Amerikaanse huizenmarkt en heeft te weinig eigen vermogen. Deze combinatie leidt ertoe dat investeerders gedurende 2008 het vertrouwen in Lehman verliezen. De hefboomwerking werkt nu de andere kant op: Lehman heeft financiële verplichtingen die veel groter zijn dan het eigen vermogen en is sterk afhankelijk van de repomarkt voor haar korte termijn financiering. Om in de repomarkt geld aan te trekken is onderpand nodig ter waarde van de te ontvangen lening. Daar bovenop is extra onderpand vereist, de zogeheten *haircut*. De hoogte van de *haircut* is afhankelijk van het risico van de transactie en het type onderpand. Hoe risicovoller het onderpand, of hoe lager het vertrouwen in de tegenpartij, hoe hoger de *haircut*. Door het gekrenkte vertrouwen in Lehman eisen tegenpartijen hogere *haircuts* en moet Lehman meer onderpand leveren om financiering aan te trekken op de repomarkt. Lehman is gedwongen onderpand uit eerder aangegane transacties met verlies terug te trekken. Hierdoor werd het aantrekken van financiering in de repomarkt duurder voor Lehman. Omdat Lehman hierdoor verder onder druk komt te staan neemt het vertrouwen nog verder af, met als gevolg nog hogere *haircuts* en wederom minder vertrouwen. Deze zogenaemde *procyclische* werking van de markt brengt Lehman in ernstige problemen. Lehman verliest \$ 2,8 miljard in het tweede kwartaal van 2008, en nogmaals \$ 3,9 miljard in het derde kwartaal.

In deze periode leidt met name de hoge *leverage* van Lehman tot bezorgdheid bij investeerders. Om de *leverage* te verminderen en haar schuldeisers te betalen is Lehman gedwongen activa met verlies te verkopen. Daarnaast gebruikt Lehman een accountingmethode genaamd Repo 105 om de *leverage* verder te drukken.⁴⁸⁵ Repo 105 is een speciaal type repo-transactie waarbij accountingregels toestaan dat de transactie geregistreerd wordt als verkoop, zelfs als er een verplichting is om deze op een later moment terug te kopen. In een drietal Repo-105-transacties haalt Lehman respectievelijk \$ 38,6, \$ 49,1 en \$ 50 miljard (tijdelijk) van de balans. In een uiterste poging tijd te winnen doet Lehman de situatie zo rooskleuriger voorkomen dan deze eigenlijk is.

Gedurende de zomer zoekt Lehman naar partijen die bereid zijn (een deel van) haar investeringsportefeuille over te nemen. Nadat een deal met Barclays op het laatste moment afketst en de Amerikaanse overheid geen mogelijkheid ziet Lehman te redden, vraagt het bedrijf op 15 september 2008 haar faillissement aan.

⁴⁸⁴ Een *repurchase agreement*, of repo, is een afspraak waarbij het eigendom over een financieel instrument voor een vooraf afgesproken tijd van eigenaar wisselt. Na afloop wordt het instrument weer teruggekocht met betaling van rente.

⁴⁸⁵ Valukas (2010).

Omvang

Ten tijde van het faillissement heeft Lehman schulden ter waarde van \$ 619 miljard. Daar tegenover staat \$ 639 miljard aan activa. Hoewel de omvang van de activa groter is dan de schulden is dit een problematische situatie. Activa kan niet altijd snel verkocht worden, kent mogelijk andere looptijden dan de schuld en kan in waarde zijn gedaald.

Lehman is op dat moment de op drie na grootste zakenbank van Amerika. In de faillissementsprocedure is de totale schuld aan derde partijen in kaart gebracht. Ook is een plan opgesteld om deze schuld, middels het liquide maken van activa, ten dele te vereffenen.

De totale schuldssom, evenals het verwachte percentage daarvan dat Lehman terugbetaalt, zijn onderhevig aan fluctuatie. Professionele investeerders kopen de claims op in de hoop een positief rendement te behalen wanneer Lehman tot uitbetaling overgaat.

Tot op heden heeft Lehman \$ 47,2 miljard uitgekeerd.⁴⁸⁶

Risico's

Lehman financiert langlopende activa (bijvoorbeeld vastgoed) met kortlopende schulden. Er is dus sprake van looptijdtransformatie. Dit brengt renterisico en liquiditeitsrisico met zich mee. Voor korte financiering is Lehman sterk afhankelijk van de repomarkt. Zolang investeerders vertrouwen hebben in Lehman, is er voldoende financiering beschikbaar. Wanneer het vertrouwen door onrust en tegenvallende resultaten steeds verder afneemt, komt Lehman in de problemen. De financiering waarvan het bedrijf afhankelijk is, is niet langer of alleen tegen hoge kosten beschikbaar. Daarbij zijn de langlopende activa niet snel genoeg liquide te maken om aan de korte termijn betalingsverplichtingen te voldoen. Lehman gaat uiteindelijk failliet als gevolg van een liquiditeitstekort.

Wanneer een grote bank als Lehman failliet gaat, heeft dit ook gevolgen voor de rest van de financiële wereld. Het risico dat het faillissement van een bank leidt tot problemen bij andere financiële instellingen wordt *systemrisico* genoemd. Het faillissement van Lehman heeft grote onrust op de financiële markten veroorzaakt. In veel gevallen houdt dit in dat financiering wordt teruggetrokken of in mindere mate beschikbaar is. De onderlinge verbondenheid van het systeem zorgt er zo voor dat niet alleen directe schuldeisers maar ook financiële dienstverleners die verder van Lehman af staan, geconfronteerd worden met afnemende liquiditeit. De Dow Jones verliest diezelfde dag ruim 500 punten en onder andere AIG en *The Primary Fund* komen in ernstige financiële problemen. Iets meer dan twee weken na het faillissement van Lehman kondigt de overheid een reddingspakket ter waarde van \$ 700 miljard aan. Vrijwel alle grote financiële instellingen ontvangen steun uit het reddingspakket.⁴⁸⁷

De bovenmatige looptijdtransformatie en een zeer hoge *leverage* bij Lehman Brothers en andere zakenbanken was een van de hoofdoorzaken van de wereldwijde financiële crisis. Daarbij is tevens gebleken dat een gebrek aan transparantie en onvoldoende aandacht voor de onderlinge

⁴⁸⁶ Reuters (2013)

⁴⁸⁷ Valukas (2010), p 13-14

verbondenheid van het financiële systeem zeer grote gevolgen kan hebben.⁴⁸⁸ Onderlinge verbondenheid verhoogt niet alleen het systeemrisico, het maakt het ook ingewikkelder de overige risico's in te schatten. Toezichhouders en rating agencies maken schattingen van de kredietwaardigheid van instellingen en het risico van financiële producten. De *rating agencies* voorzien investeerders van een indicatie van het risico dat aan een instelling of product verbonden is. De financieringsmethodes en operationele activiteiten van Lehman en andere zakenbanken zorgen voor een complex netwerk van uitstaande leningen met bijbehorend onderpand. Dit maakt het voor toezichhouders, rating agencies en investeerders ingewikkelder risico's juist in te schatten. De complexe structuur en het daaruit voortvloeiende gebrek aan transparantie kunnen leiden tot gebrekkig toezicht en verkeerde investeringsbeslissingen. De val van Lehman en de gevolgen daarvan voor de financiële sector en de wereldeconomie als geheel zijn hier een goed voorbeeld van.

Economisch belang

Lehman Brothers is slechts in zeer beperkte mate actief geweest op de Nederlandse markt. Het economische belang voor Nederland is dan ook verwaarloosbaar.

In het algemeen geldt dat grote zakenbanken voorzien in financiële intermediatie. Ze faciliteren transacties, voorzien bedrijven van financiering en bieden investeringsmogelijkheden voor investeerders. Ze brengen spaarders en investeerders bijeen en verlagen zo de transactiekosten. Daarnaast spelen zakenbanken direct en indirect een rol in het 'selecteren' van goede investeringsmogelijkheden. Succesvolle investeringen leiden op termijn tot een toename van economische activiteit. Mits de bijbehorende risico's juist worden ingeschat en gemanaged dragen zakenbanken zo indirect bij aan de groei van de reële economie.

In directe zin bieden zakenbanken werk aan hun werknemers, dragen ze belasting af aan de staat en draagt de eigen productie bij aan het bruto nationaal product.

Lehman Brothers Treasury

Kerngegevens

Bedrijf: Lehman Brothers Treasury (LBT)

Pijler: Schaduwbankwezen – Financiële bfi

Type: Dochtervennootschap/gestructureerde leningen

Introductie

Lehman Brothers Treasury Co. B.V. (hierna: LBT) is een in Nederland gevestigde (indirecte) dochter van de Lehman Brothers Holdings Inc. (hierna: LBHI). LBT gaf gestructureerde leningen uit ter financiering van het totale Lehmanconcern. Deze case beschrijft de rol van LBT in het grotere geheel van de Lehman groep.

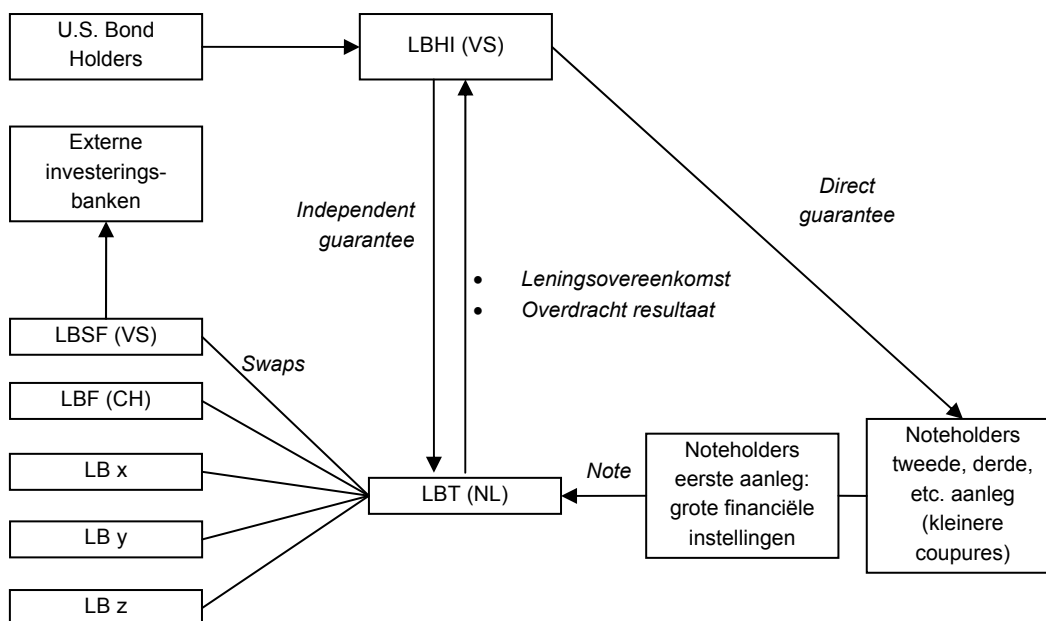
⁴⁸⁸ Hellwig, (2009) p 130-131.

De structuur

Lehman Brothers Treasury (LBT) wordt opgericht in 1995 en is één van de honderden dochtervennootschappen van LBHI. Een aantal van deze vennootschappen treedt op als financieringsvehikel voor de groep. LBT was ten tijde van het faillissement in 2008 de grootste van deze financieringsondernemingen. LBT heeft vier statutaire bestuurders maar geen personeel. Twee bestuurders zijn in dienst bij Equity Trust, een in Nederland gevestigd trustkantoor, de andere twee bij Europese takken van Lehman: Lehman Brothers Finance S.A. in Zwitserland en Lehman Brothers Bankhaus AG in Duitsland.. Met Equity Trust is een overeenkomst gesloten welke zich beperkt tot administratieve en secretariële taken. Feitelijk wordt LBT bestuurd door Lehman Brothers International Europe (LBIE). LBIE is gevestigd in Londen en kan gezien worden als de feitelijke uitvoerder van de LBT.

LBT geeft gestructureerde leningen uit ter financiering van de groep als geheel. LBT doet dit middels de uitgifte van schuldpapier, oftewel *notes*. Deze *notes* variëren van relatief simpel tot zeer complexe financiële instrumenten en worden vanuit Londen bedacht, ontworpen, gestructureerd en op de markt aangeboden. In essentie staat het kopen van een *note* gelijk aan het verschaffen van een lening aan LBT, ter hoogte van de waarde van de *note*. Een afzonderlijke *note* varieert in waarde van € 2 miljoen tot meer dan € 500 miljoen en werd verkocht aan professionele investeerders, zoals banken, pensioenfondsen en hedgefondsen. Deze instellingen konden (verhandelbare) deelrechten in de *notes* doorverkopen aan andere beleggers. Alle *notes* zijn synthetisch. Dat wil zeggen dat het behaalde rendement op de *notes* afhangt van de prestatie van bepaalde aandelen, indices, de goudprijs of andere financiële instrumenten. Sommige *notes* worden na afloop volledig afgelost. Hierbij geldt een garantie voor het ingelegde bedrag. Bij andere *notes* hangt niet alleen het rendement maar ook de aflossing samen met de prestatie van de onderliggende waarden en loopt de investeerder meer risico. *Notes* worden in bepaalde gevallen samengesteld naar wens van de investeerder.

Figuur 6 De inbedding van LBT in het Lehman Brothers concern



Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van interview Frédéric Verhoeven.

Wanneer LBT *notes* verkoopt, ontvangt het geld van investeerders en LBT geeft de investeerder in ruil daarvoor een schuldbekentenis. Deze schuldbekentenis brengt krediet-, liquiditeit- en renterisico met zich mee. Omdat LBT's hoofdactiviteit het aantrekken van financiering is, en niet het managen van risico, worden alle afgesloten leningen direct middels swaps 'doorgeleend' aan andere Lehman-vennootschappen. Voor elke door LBT afgesloten lening met een investeerder wordt een tegengestelde lening afgesloten met een andere Lehman-entiteit. Effectief neemt deze Lehman-vennootschap (bijvoorbeeld Lehman Brothers Special Financing, LBSF) zo de schuldbekentenis en het bijbehorende risico over, zie de schakels linksonder in Figuur 26. Alle risico's worden op deze manier intern doorgesluisd. LBSF, LBF (Lehman Brothers Finance AG) en de andere Lehman-entiteiten nemen het externe risicomanagement op zich. In het kader hiervan worden transacties aangegaan met externe marktpartijen, in veel gevallen andere zakenbanken.

Eventuele resultaten van de door LBT aangetrokken fondsen worden geboekt door het Lehman-onderdeel dat de schuld op zich heeft genomen. LBT zelf maakt in 2007 een relatief bescheiden winst van \$ 27 miljoen. Dit is het resultaat van afspraken gemaakt met de Nederlandse fiscus. Deze eist dat LBT een minimale spread (het verschil tussen ontvangen en betaalde rente) hanteert en dus een eigen resultaat boekt op haar activiteiten. Over dit resultaat betaalt LBT in Nederland een vooraf afgesproken belasting. In het kader van deze belastingafspraken heeft LBHI de vereiste *independent guarantee* aan LBT afgegeven. Het door LBT geboekte resultaat draagt op geconsolideerd niveau bij aan het door de Lehman groep geboekte jaarresultaat.

Op het moment dat LBHI, en in navolging daarvan LBIE, failliet gaan, komen de activiteiten van LBT tot stilstand. De grote mate van verwevenheid met overige Lehman-onderdelen maken het onmogelijk voor LBT om zelfstandig te opereren. Daarbij verricht ze uitsluitend ondersteunende taken voor de Lehman-groep die niet langer uitgevoerd dienen te worden. LBT speelt geen rol van betekenis bij het faillissement van de Lehman Group.

Omvang

De doorgeleende leningen betekenen dat LBT op het moment van faillissement een totale claim van \$ 34,5 miljard heeft op LBHI en andere Lehman-entiteiten. Hiermee is LBT de grootste schuldeiser van LBHI. De door LBT uitgeven *notes* zijn op basis van de door de curatoren geformuleerde waarderingsprincipes inmiddels gewaardeerd op € 21,5 miljard. Door deze waarderingsprincipes (en het faillissement) is de claim niet langer afhankelijk van de prestaties van de onderliggende (synthetische) aandelenposities.⁴⁸⁹

De noteholders van LBT hebben een betere positie dan 'reguliere' (Amerikaanse) noteholders met *notes* die direct uitgegeven zijn door LBHI. Ze hebben namelijk twee vorderingen: één direct op LBHI via de directe garantie van LBHI aan de noteholders en één indirect op LBHI *via* LBT vanwege de *Independent Guarantee* van LBHI aan LBT. Er is geen (sterke) economische ratio voor deze dubbele claim. Het betreft immers een zelfde type *note* van dezelfde geconsolideerde groep. Om deze reden is na het accepteren van de zogenaamde dubbele claim door LBHI onderhandeld

⁴⁸⁹ Tenzij de looptijd van het product nog niet is verstreken en er in de voorwaarden bepalingen zijn opgenomen over bijvoorbeeld *credit events* van de onderliggende financiële producten, zoals een faillissement, surseance van betaling of nationalisering van een bank. In dat geval is er, ondanks het akkoord met de schuldeisers, nog altijd schuldafwaardering mogelijk.

en een overeenkomst bereikt waarmee de reguliere (Amerikaanse) noteholders deels gecompenseerd worden.

Op 17 april 2012 en 1 oktober 2012 heeft LBHI respectievelijk 4,62 procent en 3,11 procent op de vordering LBT uitgekeerd. LBT wendt deze schuldbetalingen aan om aflossingen aan de noteholders te doen. Deze betalingen blijven tweejaarlijks plaatsvinden zolang voldoende liquide middelen voorhanden zijn. Op basis van de nog te liquideren activa is de verwachting dat 28-33 procent van de onder het faillissementsakkoord vastgestelde waarden van de *notes* uiteindelijk uitbetaald zal worden aan beleggers.

Risico's

Twee uitzonderingen plaatsen LBT buiten de Wet op financieel Toezicht (Wft). De eerste is dat LBHI een directe garantie geeft op alle door LBT aangegeane leningen. Daarnaast wordt 100 procent van de aangetrokken gelden intraconcern uitgezet. Als gevolg hiervan viel LBT niet onder het prudentieel toezicht van DNB. Ook de AFM hield geen toezicht op LBT omdat het alleen *notes* uitgeeft aan professionele beleggers. LBT heeft als zodanig alleen de plicht een prospectus op te stellen. De prospectus kan vervolgens door elke Europese toezichthouder worden gecontroleerd. In het geval van LBT is dit de Ierse toezichthouder. Goedkeuring door de Ierse toezichthouder geldt vervolgens voor de gehele EU.

De door LBT aangegeane leningen werden middels swaps met de rest van de groep volledig afgedekt. De activiteiten van LBT zijn in beginsel risiconutraal, daarbij geeft LBHI zowel een directe als een onafhankelijke garantie op de activiteiten van LBT. LBT heeft geen schuld gehad aan het faillissement van Lehman en er is geen reden aan te nemen dat LBT werd gebruikt voor andere doeleinden dan het aantrekken van financiering.

Deze case toont echter aan dat het interne risicomanagement implodeert op het moment dat de moederholding, door wie de garanties zijn afgegeven, failliet gaat. De interne afwenteling verandert in een web van onderlinge interne schuldclaims, zoals die van LBT op de diverse Lehman-entiteiten. Daarnaast kan een failliete holding niet langer garant staan voor aangegeane leningen.

LBT verkoopt haar *notes* aan grote financiële instellingen. Bij deze afnemers zijn mogelijk *wel* risico's ontstaan. In veel gevallen worden de *notes* niet volledig doorgrond door de professionele afnemers. Als gevolg hiervan zijn deze partijen niet goed in staat hun eigen (in sommige gevallen particuliere) klanten correct en/of volledig voor te lichten. Hierdoor ontstaat het risico dat niet-professionele beleggers investeren in *notes* die ze niet volledig begrijpen. De bijbehorende risico's worden dan niet juist ingeschat en beheerd. Deze interactie tussen financiële instellingen en hun klanten valt buiten Lehman's invloedssfeer. Desalniettemin toont de praktijk aan dat ook wanneer de uitgevende partij risiconutraal is, er stroomafwaarts risico's kunnen blijven ontstaan.

Economisch belang

Het economische belang van LBT voor Nederland is laag. Fiscaliteit was de voornaamste reden voor vestiging in Nederland. Fiscaliteit is vervolgens uit te splitsen in de lage belastingdruk enerzijds en de mogelijkheid afspraken te maken met de fiscus anderzijds. Het (beperkte) resultaat dat LBT maakte op de uitgifte van *notes* had zo een lage én een voorspelbare

belastingdruk. Doordat afspraken zijn gemaakt met de fiscus omtrent een minimale spread (0,125 procent) werd overigens wel een positief en belastbaar resultaat geboekt in Nederland. Hierover werd in belastingjaar 2005/2006 ruim € 4 miljoen belasting betaald. Buiten de winst gemaakt op de spread werd het bedrijfseconomisch resultaat vrijwel volledig ‘ondergebracht’ bij andere Lehman-onderdelen. LBT was in deze zin puur een financieringsvehikel.

LBT kende een beperkte interactie met de Nederlandse zakelijke dienstverlening. Behalve bemiddeling in de *tax ruling* en de trustdiensten van Equity Trust werd LBT inhoudelijk vanuit Engeland door LBIE bestuurd.

Amstelhuys

Kerngegevens

Bedrijf: Amstelhuys, Arena programma

Pijler: Schaduwbankwezen

Type: Securitatisatie/SPV

Introductie

Amstelhuys NV is een 100 procent dochter van Delta Lloyd en is volledig meegeconsolideerd op de balans. Naast het verstrekken van hypotheekleningen aan consumenten, is Amstelhuys ook een belangrijk financieringsvehikel binnen de Delta Lloyd groep. In deze rol brengt Amstelhuys een portefeuille van hypotheekleningen onder in een speciaal daarvoor gecreëerde aparte juridische entiteit, een zogeheten *Special Purpose Vehicle* (kortweg SPV). Om de aankoop van de hypotheekleningen te financieren geeft de SPV schuldpapieren (hierna: *notes*) uit met de hypotheekleningen als onderpand, dit wordt *securitatisatie* genoemd. De case geeft inzicht in de Nederlandse situatie voor wat betreft de constructie, de omvang, het risico en het economische belang van het securitiseren van hypotheekleningen.

De structuur

Amstelhuys securitiseert hypotheekleningen middels het Arenaprogramma. Tot op heden hebben binnen dit programma dertien securitiseringstransacties plaatsgevonden. Deze case betreft de *Arena 2011-II* securitiseringsactie, waarbij voor € 775 miljoen aan particuliere hypotheekleningen is gesecuritiseerd. Amstelhuys is geen bank en heeft geen bankvergunning.⁴⁹⁰

Amstelhuys verstrekt hypotheekleningen aan consumenten. De klant krijgt een lening ter grootte van de aangegeven hypotheek, in ruil daarvoor worden afspraken gemaakt over aflossing en rentebetaling. De verstrekte lening staat vervolgens als een vordering op de balans van Amstelhuys en zal over de loop van bijvoorbeeld dertig jaar worden afgelost.

In plaats van de verstrekte lening op de balans te laten staan wordt bij securitiseringsactie de debiteurenpost, bestaande uit de som van aflossingen en rentebetalingen op de verstrekte hypotheekleningen, doorverkocht aan een daarvoor opgezet *special purpose vehicle* (SPV) met de naam *Arena 2011-II BV*. *Arena 2011-II* bestaat uit 3493 hypotheekleningen met een gemiddelde waarde van

⁴⁹⁰ Als kredietverstrekker zijnde beschikt Amstelhuys wel over een Wft-vergunning.

€ 221.873. *Arena 2011-II* betaalt € 775 miljoen aan Amstelhuys voor de totale portefeuille en verwerft daarmee het recht op de rente- en afbetalingen door de consument.

Om de aankoop van de hypotheekportefeuille te kunnen financieren geeft de SPV *notes* uit op de kapitaalmarkt. De *notes* hebben een looptijd van 32 jaar en worden gedurende die periode afgelost. Na vijf jaar heeft de SPV de mogelijkheid de *notes* terug te roepen en in één keer af te lossen. Wanneer de SPV hier niet voor kiest en de *notes* door laat lopen wordt de rente op de *notes* verhoogd.

Voor de uitgifte van *notes* wordt de totale portefeuille als het ware opgeknipt in verschillende klassen *notes*, variërend van A1 (minste risico, laagste rente) tot en met F (hoogste risico, hoogste rente). Dit wordt *tranching* genoemd en stelt de SPV in staat de totale portefeuille, met bijbehorende totaal risico, door te verkopen als diverse pakketten (*tranches*) met ieder een eigen risicoprofiel. De A1 senior *notes* zijn het meest veilig om in te investeren, hebben een AAA-rating en geven Euribor plus 1,25 procent rente. De A2 *notes* zijn iets risicovoller en kennen een hoger rentepercentage. De A1 *notes* worden als eerste afgelost, pas wanneer deze volledig zijn afgelost worden de A2 *notes* afgelost. A2 *note*-houders ontvangen in eerste instantie dus alleen rente op de *notes* en geen aflossing.

De tranches B tot en met F hebben een Moody's rating van AA1 tot BAA3 en kennen een groter risico. Dit komt enerzijds doordat deze *notes* pas worden afgelost wanneer de A1 en A2 *notes* volledig zijn afbetaald, en anderzijds doordat deze tranches de verliezen voor de A1 en A2 *notes* opvangen. Verliezen geleden door bijvoorbeeld gedwongen verkoop van een huis zullen namelijk het eerst worden afgeschreven van de F-klasse achtergestelde (*subordinated*) *notes*. De tranches B tot en met F worden niet verkocht aan investeerders: deze zijn in bezit van Amstelhuys zelf. Amstelhuys voldoet hiermee aan de door de EU gestelde risicoretentie-eis. Deze stelt dat Amstelhuys minimaal 5 procent van de *notes* zelf moet houden. Amstelhuys is dus ook onderhevig aan de risico's die de onderste tranches met zich meebrengen. Op de *notes* die Amstelhuys in bezit heeft wordt geen rente betaald. Indirect zou dit immers rente zijn die Amstelhuys aan zichzelf uitkeert. Tabel 28 geeft een overzicht van de verschillende typen *notes*.

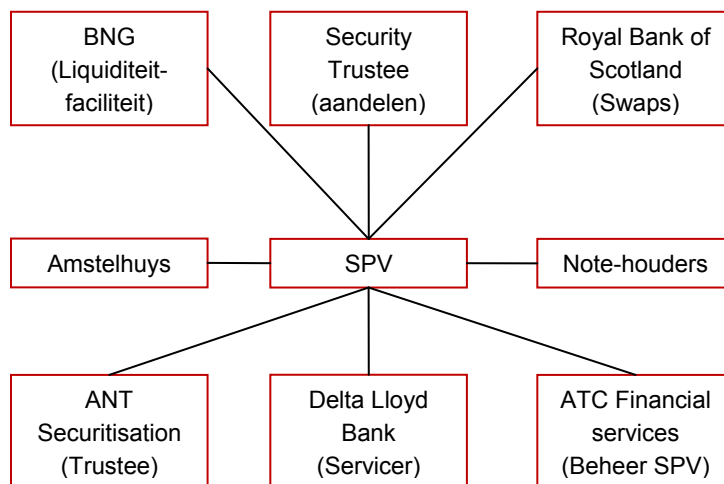
Tabel 28 De A1 senior *notes* kennen het laagste risico

Type note	Waarde (€)	Rente	Rating (Moody's)
A1 senior notes	155.000.000	Euribor + 1.25%	AAA
A2 senior notes	558.000.000	Euribor + 1.65%	AAA
B mezzanine notes	20.200.000	Euribor	AA1
C mezzanine notes	17.800.000	-	AA3
D mezzanine notes	15.500.000	-	A2
E junior notes	8.500.000	-	BAA3
F subordinated notes	15.500.000	-	-

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van, Prospectus *Arena 2011-II* B.V.

Note-houders ontvangen afbetaling en een variabele rente over hun *notes*. De hoogte hiervan hangt af van het type *note*. Figuur 7 geeft een overzicht van partijen die naast Amstelhuys, *Arena 2011-II* en de *note*-houders betrokken zijn bij de securitisatie.

Figuur 7 Betrokken partijen bij *Arena 2011-II*



Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van, Prospectus *Arena 2011-II* B.V.

Alle aandelen van *Arena 2011-II* zijn in handen van de stichting Security Trustee *Arena 2011-II*. Deze wordt beheerd door trustkantoor ATC Financial services. Een tweede trustkantoor, ANT Securitisation services, treedt op als Trustee: de belangenbehartiger namens alle betrokken partijen. Delta Lloyd Bank heeft de rol van ‘servicer’ en voert het dagelijkse beheer van de portefeuille. Delta Lloyd Bank en Amstelhuys hebben geen aandelenbelang in de SPV. De SPV is ‘bankruptcy remote’. Dit betekent dat aan de SPV verkochte activa niet onttrokken kunnen worden bij een eventueel faillissement van Amstelhuys, Delta Lloyd of een betrokken trustkantoor. Omgekeerd wordt de SPV wel meegeconsolideerd door Amstelhuys en staat deze dus als geheel op diens balans. Dit is primair het gevolg van IFRS-regels, die bepalen dat als een bedrijf ‘benefit & control’ uit/over een andere juridische entiteit heeft, het bedrijf deze entiteit moet meeconsolideren. De retentie-eis zorgt er vervolgens voor dat (nagenoeg) elk bedrijf dat IFRS toepast, securitisatievehikels moet meeconsolideren. Sinds 2003 consolideert Amstelhuys alle securitisaties mee.

De SPV ontvangt de rentebetalingen en aflossing van Amstelhuys. De ontvangen rente varieert per hypotheek.⁴⁹¹ De SPV heeft daarnaast de plicht om ontvangen rentebetalingen en aflossingen uit te betalen aan de *note*-houders. Deze rente verschilt per type *note* en fluctueert mee met Euribor. Om zich in te dekken tegen het renterisico waaraan de SPV onderhevig is, is een renteswap-overeenkomst⁴⁹² aangegaan met Royal Bank of Scotland. De SPV is er door deze constructie zeker van dat ze aan haar renteplichten kan voldoen, ook wanneer de ontvangen rente in een bepaalde periode lager uitvalt dan de te betalen rente. Om het risico af te dekken dat de SPV zijn betalingsverplichtingen aan *note*-houders niet kan nakomen, is een liquiditeitsovereenkomst aangegaan met de Bank Nederlandse Gemeenten. Wanneer de SPV door omstandigheden geconfronteerd wordt met een gebrek aan liquiditeit kan deze een beroep doen op de BNG.

⁴⁹¹ De verwachte gemiddeld te ontvangen rente bedraagt 4,62 procent voor deze portefeuille.

⁴⁹² In een rente Swap overeenkomst spreken twee partijen af voor een bepaalde tijd een variabele rente (bijvoorbeeld Euribor) te ‘ruilen’ voor een vaste rente. In ruil voor een vooraf afgesproken vast rentepercentage betaalt de bank, in dit geval RBS, periodiek de variabele rente uit.

Omvang

De beschreven securitisatieronde heeft een waarde van € 775 miljoen en betreft 3493 hypotheek met een waarde tot € 770.000 euro. Per 31 december 2011 heeft de Delta Lloyd Groep 12 miljard euro aan hypothecaire activa waarvan ruim € 9 miljard ondergebracht in SPV's zoals *Arena 2011-II*.⁴⁹³

Risico's

Amstelhuys gebruikt de *Arena 2011-II* SPV om financiering aan te trekken. Met de aankoop van *notes* financieren veelal buitenlandse institutionele beleggers (zie Tabel 29) zo gezamenlijk een portefeuille Nederlandse hypotheek. De risico's die verbonden zijn aan het financieren van hypotheek zijn hiermee overgedragen op de *note*-houders. Wanneer hypotheekgevers niet kunnen voldoen aan rente- en afbetalingsplichten, valt het rendement op de *notes* mogelijk tegen. De prospectus licht potentiële *note*-houders in over de risico's die verbonden zijn aan de *notes*. In ruil voor de risico's die deze partijen lopen ontvangen ze een vooraf afgesproken rente. Ook wordt afgelost op de verstrekte lening.

Risico's waar de SPV direct mee te maken heeft, zijn liquiditeitsrisico en renterisico. Concreet gaat het bij liquiditeitsrisico om het risico dat de inkomsten (rentebetalingen en aflossingen) gedurende een bepaalde periode onvoldoende zijn om de *note*-houders te betalen. Bij renterisico speelt dat de inkomende rentebetalingen mogelijk onvoldoende zijn om aan de variabele renteverplichtingen naar de *note*-houders toe te voldoen. Renterisico en liquiditeitsrisico zijn afgedekt middels respectievelijk een renteswap-overeenkomst met Royal Bank of Scotland en een liquiditeitsovereenkomst met BNG.

Zolang de Royal Bank of Scotland en BNG het rente- en liquiditeitsrisico afdekken door renteswaps en liquiditeitsovereenkomsten, lijken de risico's die verbonden zijn aan de SPV relatief beperkt. Daarnaast is het van belang dat de *note*-houders goed voorgelicht zijn over de aan de *notes* verbonden risico's en hierdoor de risico's beter kunnen inschatten. Wel is sprake van mogelijke risico's verderop in de keten. Wanneer de *note*-houders op hun beurt financiering aantrekken bij derden kunnen de *notes* indirect systeemrisico veroorzaken. Ook wanneer *notes* na aanschaf (in delen) worden doorverkocht – lees: er een secundaire markt voor *notes* ontstaat – wordt het aantal schuldeisers, en daarmee mogelijk ook het risico, hoger. Amstelhuys of de SPV hebben geen invloed op de manier waarop de *note*-houders zichzelf financieren of eventuele doorverkoop van de *notes*.⁴⁹⁴ Sinds de kredietcrisis is het herverpakken van *notes* echter tot stilstand gekomen: de CDO-markt⁴⁹⁵ is tegenwoordig zeer marginaal. Hier zou in de toekomst verandering in kunnen komen.

Economisch belang

Door de hypotheekportefeuille onder te brengen in de SPV, en deze vervolgens *notes* uit te laten geven, trekt Amstelhuys financiering aan. Securitatie biedt tevens de mogelijkheid financiering aan te trekken vanuit andere landen wanneer investeerders in eigen land moeilijk te vinden zijn.

⁴⁹³ Van deze € 9 miljard is € 5,3 miljard in de markt geplaatst.

⁴⁹⁴ Er is hierbij geen centrale prijsregistratie maar sprake van *over the counter* (OTC) handel via de *Euronext* clearing. Bij *Euronext* is tevens bekend wie de eigenaar is van de *notes*.

⁴⁹⁵ CDO staat voor Collateralized Debt Obligation

Tabel 29 maakt duidelijk dat 70 procent van de financiering voor *Arena 2011-II* uit het buitenland komt. Daarnaast is het goedkoper dan het aangaan van een (ongedekte) lening bij een banken.

Tabel 29 Geografische herkomst van A1- en A2-notes (% geplaatst kapitaal)

	A1 senior notes	A2 senior notes	Totaal
Nederland	22%	41%	31%
België	10%	4%	6%
Frankrijk	29%	12%	18%
Groot-Brittannië	39%	42%	46%
Totaal	100%	100%	100%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van documentatie over *Arena 2011-II* B.V.

Met name de mogelijkheid financiering uit andere landen aan te trekken is relevant. Binnen Nederland hebben banken niet genoeg depositogelden tot hun beschikking om de door hen verstrekte hypotheekleningen te financieren, met name omdat de pensioenfondsen een groot deel van de spaargelden absorberen en in het buitenland beleggen.

De hypotheekrenteaftrek, soepele kredietstandaarden en de beschikbaarheid van goedkope marktfinanciering hebben in de periode vóór de crisis bovendien geleid tot een steeds grotere hypotheekportefeuille bij banken. Hierdoor is het tekort aan beschikbaar binnenlands spaargeld nog nijpender geworden. *Senior unsecured debt (wholesale funding)* is een relatief duur alternatief voor spaargelden en eindig in aanbod.

Securitisatie voorziet in een belangrijke financieringsbehoefte doordat een nieuwe kapitaalbron (de institutionele belegger) wordt aangeboord. Via securitisatie worden bovendien lagere financieringskosten gerealiseerd (het renteverskil tussen *senior unsecured debt* en de rente op de uitgegeven *notes*) en wordt *senior unsecured debt* afgelost, dat op die manier weer voor andere activiteiten kan worden aangewend.

Bijlage H Ondersteunende tabellen en figuren

Special Purpose Vehicles

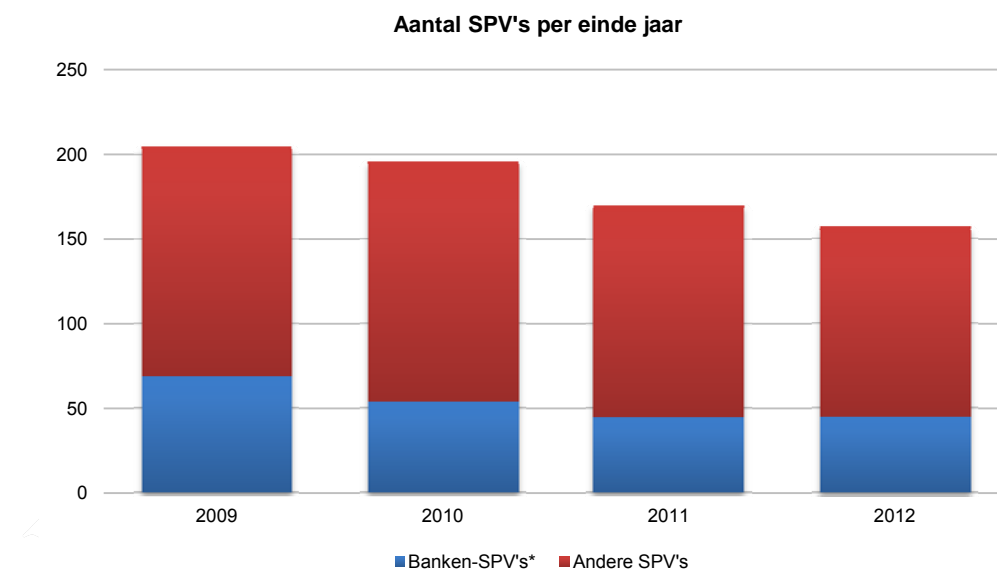
Hieronder volgen aanvullende cijfers over SPV's en SPV-bfi's.⁴⁹⁶

Tabel 30 Kerngegevens SPV's en SPV-bfi's (2011 resp. 2010, bedragen × mln. €)

	SPV's met Nederlandse originator (cijfers 2011)			SPV's met buitenlandse originator SPV-bfi's** (cijfers 2010)		
	True Sale	Synthetisch	Totaal*	True Sale	Synthetisch	Totaal
Aantal SPV's			170	243	12	255
Balanstotaal	320.247	10.757	331.004	90.009	6.548	96.557

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over spv's respectievelijk op basis van door DNB beschikbaar gestelde microdata over bfi's; *er zijn geen gegevens beschikbaar om een uitsplitsing te maken van het totale aantal SPV's in 2011. Ter referentie: in 2012 waren er 153 true sale SPV's en 4 synthetische SPV's; **gebaseerd op alle SPV-bfi's.

Figuur 8 Aantal SPV's



Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over spv's; *inclusief niet-MFI dochters.

⁴⁹⁶ Met SPV's wordt bedoeld op SPV's met een Nederlandse *originator*. Met SPV-bfi's wordt bedoeld op SPV's met een buitenlandse *originator*.

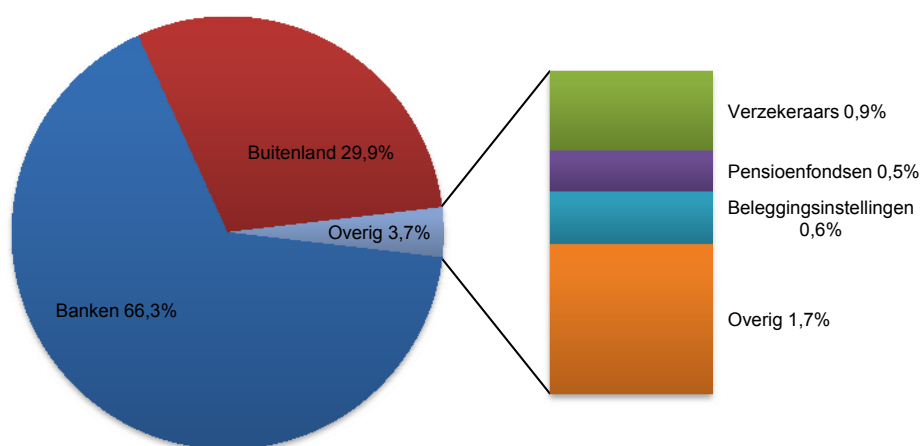
Tabel 31 Aantal securisatietransacties naar sector originator

Sector originator	2009	2010	2011	2012	Totaal '09-'12
MFI	13	15	18	9	55
ofi	3	8	12	13	36
VZK	0	3	1	1	5
Totaal per jaar	16	26	31	23	96

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over spv's.

Figuur 9 Tweederde van beleggers in securisaties betreft Nederlandse banken

Beleggers in securisaties met NLse originator naar sector (NL) en buitenland (% van totaal, ultimo 2011)

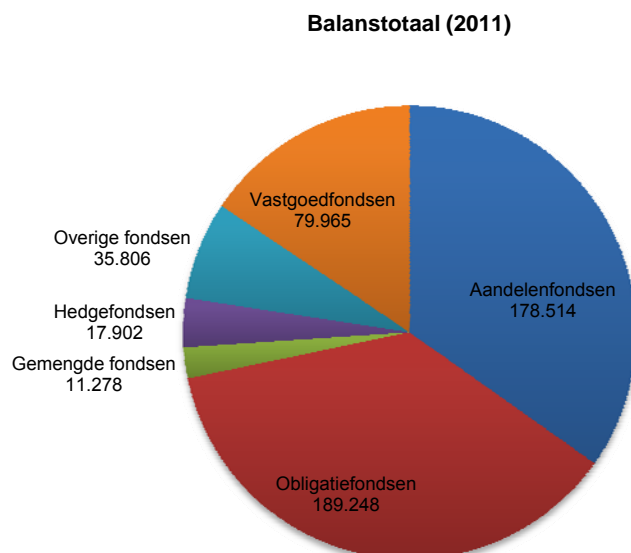


Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over spv's.

Beleggingsinstellingen

Hieronder volgen aanvullende cijfers over beleggingsinstellingen.

Figuur 10 Balanstotaal naar type beleggingsfonds (2011, mln. €)



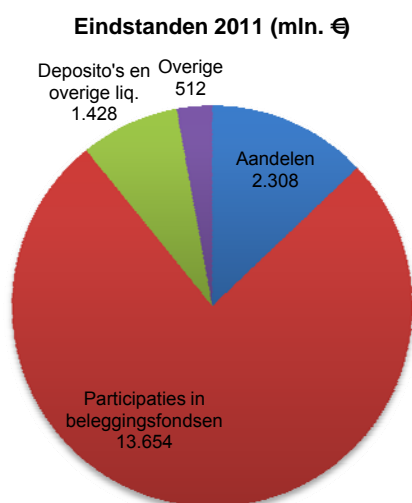
Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsinstellingen.

Tabel 32 Netto inleg naar sector (mln. €)

	2009	2010	2011	2012
Overheid	19	-164	-326	-320
Monetair financiële instellingen	-34	89	-75	-23
Verzekeringsinstellingen	-334	2.020	2.947	-66
Pensioenfondsen	177.332	492	33.208	23.288
Beleggingsinstellingen	-116	-2.252	-634	106
Overige financiële instellingen	-1.288	215	98	-142
Niet-financiële vennootschappen	80	0	-1.081	361
Huishoudens	205	11	-7.928	-1.520
Buitenland	2.195	842	215	-234
Totaal	178.060	1.253	26.425	21.449

Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsinstellingen.

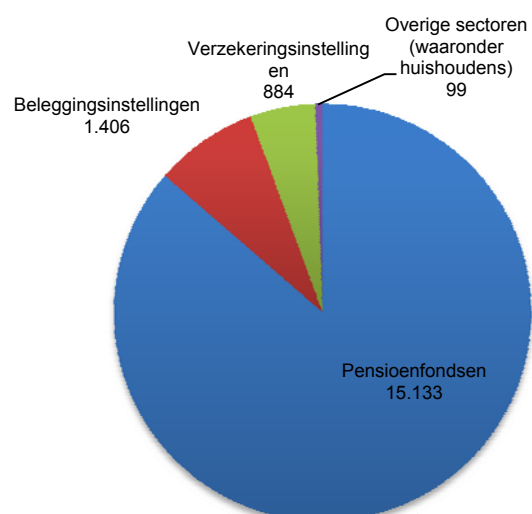
Figuur 11 Hedgefondsen investeren vooral in andere beleggingsinstellingen



Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsinstellingen.

Figuur 12 Pensioenfondsen grootste beleggers in hedgefondsen

Participaties in beleggingsinstellingen, binnenland (2011, mln. €)



Bron: SEO Economisch Onderzoek, op basis van door DNB beschikbaar gestelde data over beleggingsinstellingen.



seo economisch onderzoek

Roetersstraat 29 . 1018 WB Amsterdam . T (+31) 20 525 16 30 . F (+31) 20 525 16 86 . www.seo.nl