

Vergaderjaar 2011–2012

**32 013**

## **Toekomst financiële sector**

**Nr. 23**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 20 maart 2012

Naar aanleiding van een Europees Commissievoorstel over de invoering van een Financiële Transactiebelasting (hierna FTT) heeft de Minister President tijdens het plenaire debat van 1 november 2011 over de Europese Top van 26 oktober 2011 (Handelingen II 2011/12, nr. 17, item 29, blz. 78–114) toegezegd het CPB om een studie te vragen over de economische gevolgen van een FTT voor Nederland en vooral voor het Nederlandse pensioenstelsel. Op 21 december heeft het CPB de studie openbaar gemaakt<sup>1</sup>. In deze brief geef ik namens het kabinet gevolg aan uw verzoek om een schriftelijke reactie op de evaluatie van het CPB. Naast de CPB analyse heb ik ook gebruik gemaakt van een analyse van DNB en verder heb ik een brief van de AFM ontvangen. Ik zal deze ook in deze brief adresseren. Zowel de analyse van DNB als de brief van de AFM is aan deze brief als bijlage toegevoegd<sup>1</sup>.

Het kabinet onderschrijft de genoemde doelen van een FTT: een bijdrage van de financiële sector aan de publieke middelen en het verbeteren van de financiële stabiliteit. Echter, de analyses van het CPB, DNB en de AFM brengen aan het licht dat een FTT niet een efficiënte manier is om een goede bijdrage van de financiële sector aan de publieke middelen te bewerkstelligen. Daarnaast draagt een FTT volgens genoemde organisaties niet bij aan een stabielere financiële sector. Aangezien het kabinet beide doelen onderschrijft, is het kabinet voornemens de Europese Commissie te verzoeken om minder marktversturende alternatieven voor een FTT te laten onderzoeken zoals bijvoorbeeld een Financial Activity Tax, een (Europees gecoördineerde) bankenbelasting of een Stamp Duty naar Brits voorbeeld.

### **Wat is de FTT en welke doelen kent de FTT?**

De Europese Commissie heeft vorig jaar een richtlijnvoorstel over een FTT gedaan. In het voorstel gaat de Europese Commissie uit van een FTT die verschuldigd is door elke financiële instelling die direct of indirect optreedt als partij bij een financiële transactie. De tarieven worden door

<sup>1</sup> Ter inzage gelegd bij het Centraal Informatiepunt Tweede Kamer.

de lidstaten vastgesteld, maar mogen niet lager zijn dan 0,01% voor financiële transacties met betrekking tot derivatenovereenkomsten en 0,1% in geval van andere financiële transacties, waarbij zowel de kopende als verkopende partij de belasting verschuldigd is. Transacties met de ECB en nationale centrale banken zijn uitgezonderd van een FTT, alsmede transacties op de primaire markt en op de (spot) valutamarkt. Met de invoering van een FTT wenst de Commissie twee doelen te bewerkstelligen: op een efficiënte manier een belasting aan de financiële sector opleggen en een bijdrage leveren aan een stabielere financiële sector.

In het vervolg van deze brief wordt nader ingegaan op de gevolgen van een FTT invoering voor Nederland. Hierbij worden eerst de macro-economische gevolgen besproken. Vervolgens zal er nader worden ingegaan op de gevolgen voor Nederland en in het bijzonder de Nederlandse financiële sector in brede zin, het bedrijfsleven en de gevolgen voor de Nederlandse burger. Daarna wordt de bijdrage van een FTT aan de financiële stabiliteit belicht. Tot slot wordt nog het verschil in effecten voor Nederland op basis van een invoering op EU-27 niveau ten opzichte van een eurozone (EU-17) niveau besproken.

### **Macro-economische gevolgen**

Hieronder worden de belangrijkste uitkomsten van het CPB onderzoek besproken. Daarbij moet worden opgemerkt dat het CPB aangeeft dat er wel grote onzekerheden zijn m.b.t. de exacte gevolgen.

Het CPB heeft de door de Commissie gebruikte macro-economische evenwichtsformule beoordeeld en stelt dat de Commissie redelijke aannames heeft gebruikt. Op basis van de geschatte opbrengst van € 57 miljard in de EU en er vanuit gaande dat de opbrengst naar de lidstaat gaat waar geheven wordt, berekent het CPB voor Nederland directe inkomsten ter grootte van 0,6% tot 1,2% van het BBP. Deze schatting is echter zeer onzeker, omdat bijvoorbeeld, zoals het CPB opmerkt, niet duidelijk is hoe groot de watervaleffecten zijn die ontstaan doordat de belasting meerdere malen betaald moet worden om één transactie uit te voeren en omdat niet duidelijk is in welke mate de belasting ontweken zal worden. Het CPB geeft aan dat de grondslag van de belasting zeer elastisch is en ontwijkingsstrategieën kunnen leiden tot de opkomst van nieuwe en complexere vormen van financiering. Bovendien moet rekening worden gehouden met een fors negatieve impact van een FTT op de economie als geheel. Het CPB wijst op negatieve effecten vanwege een lager BBP, waardoor de belastingopbrengsten afnemen vanwege lagere lonen, lagere pensioenen en lagere winsten. Het is daarmee zeer lastig om de per saldo opbrengsten van een FTT te ramen.

Zoals het CPB opmerkt staan tegenover de directe inkomsten van een FTT negatieve effecten. Ten eerste werkt een FTT drukkend op een economie. Dit komt doordat bedrijfsleven en burgers uiteindelijk geconfronteerd zullen worden met hogere financieringskosten voor investeringen en leningen als gevolg van de FTT. De financieringskosten zullen naar verwachting stijgen doordat een hoger rendement geëist zal worden om de opgelegde FTT te compenseren. De verwachte stijging in financieringskosten is met veel onzekerheid omgeven, maar zal volgens het CPB tussen de 0,15 tot 0,3 procentpunt bedragen als gevolg van het watervaleffect. Het watervaleffect ontstaat doordat bepaalde transacties tussen financiële instellingen via effectenmakelaars en clearing members lopen die allen stuk voor stuk worden belast. Hierdoor kan voor in wezen een enkele transactie de effectieve belasting oplopen tot wel 1%. Dit alles heeft volgens het CPB voor Nederland een lange termijn effect op het BBP van -0,4% tot -1,2% tot gevolg en leidt tot een structureel effect op de

werkloosheid oplopend tot 0,5 procentpunt. Door deze daling van het BBP zullen de belastinginkomsten in Nederland met 0,2% tot 0,7% dalen.

Het CPB alsmede de AFM geven daarnaast aan dat de overheid zelf ook te maken zal krijgen met stijgende financieringskosten. Hoewel het plaatsen van obligaties zelf onbelast is als gevolg van de uitzondering van een FTT op primaire markten, zullen marktpartijen mogelijk bij uitgifte een hoger rendement vragen, omdat zij zodra ze de obligaties weer verhandelen zelf belast worden met een FTT. Het CPB kwantificeert dit effect niet. Het CPB stelt wel dat het effect op het rendement van overheidsobligaties lager zal zijn dan het effect op het rendement van aandelen aangezien aandelen een hogere omloopsnelheid hebben in vergelijking tot overheidsobligaties.

Het kabinet onderschrijft de bovenstaande analyse van het CPB en de aanvullende analyses van AFM en deelt de zorg over de mogelijke negatieve impact op de Nederlandse economie. Het kabinet deelt ook de kanttekening dat gezien de complexiteit van de financiële markten en het daarmee verbonden groot aantal transacties er grote onzekerheden zijn rondom de berekende effecten op de economie.

### **Specifieke gevolgen voor Nederland**

Een FTT brengt directe kosten met zich mee voor financiële instellingen wat er voor zorgt dat het aantal financiële transacties als gevolg van gedragseffecten zal afnemen. Zo zullen financiële instellingen wegtrekken naar landen waar geen FTT wordt geheven. Het CPB acht deze kans vooral aanwezig voor beurzen, brokers, vermogensbeheerders en derivatenhandelshuizen. De financiële transacties van financiële instellingen die niet wegtrekken worden onderworpen aan een FTT. Voor hen geldt het gedragseffect dat financiële instellingen uit efficiëntie-overwegingen minder financiële transacties zullen afsluiten of zullen zoeken naar onbelaste substituten.

Ten aanzien van de financiële instellingen die niet wegtrekken heeft DNB een schatting gemaakt voor de Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars. Uit de ramingen van DNB blijkt dat een FTT de Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars jaarlijks ongeveer EUR 4 miljard zal kosten. Hiervan komt ongeveer EUR 2,0 miljard van de banken, EUR 1,7 miljard van pensioenfondsen en EUR 0,3 miljard van verzekeraars. De heffing bij banken grijpt voornamelijk aan bij de handel in aandelen en schuldpapier, terwijl pensioenfondsen relatief veel derivatencontracten afsluiten. De totale opbrengst van een FTT in Nederland zal hoger uitvallen omdat ook nog andere sectoren (zoals beleggingsondernemingen) aan een FTT zullen afdragen. Het CPB, de AFM en DNB geven aan dat deze bedragen op korte termijn gedragen zullen worden door de bezitters van financiële titels zelf, maar dat op de lange termijn deze kosten zullen worden doorberekend aan de eindgebruikers. Dit betekent dat consumenten en bedrijven geconfronteerd worden met bijvoorbeeld lagere spaarrentes, hogere leenkosten en hogere investeringskosten.

Zoals hierboven is aangegeven, heeft een FTT significante gevolgen voor de pensioensector. De Nederlandse pensioensector is relatief groot in vergelijking tot die in andere EU-lidstaten. Het CPB geeft daarom ook aan dat Nederland via zijn pensioenfondsen een relatief grote bijdrage zal leveren aan de opbrengsten uit de FTT. Naast de omvang van de pensioensector is van belang dat pensioenfondsen relatief veel gebruik maken van derivaten om risico's af te dekken om beoogde pensioenuitkomsten met meer zekerheid te kunnen behalen. De Nederlandse pensioenfondsen zijn eerder dempers van risico dan veroorzakers van

risico omdat uit de Europese regelgeving voortvloeit dat zij prudent moeten beleggen en bijvoorbeeld alleen derivaten mogen aangaan vanuit het oogpunt van risicodekking of doeltreffend (niet speculatief) portefeuillebeheer. Ook is van belang dat CPB en DNB de directe kosten van een FTT in kaart hebben gebracht, maar de zogenaamde watervaleffecten nog buiten beschouwing hebben gelaten. Aannemelijk is dat pensioenfondsen – die net als andere eindbeleggers afhankelijk zijn van financiële tussenpartijen voor het aangaan en afwikkelen van transacties – zullen worden geconfronteerd met dienstverleners die de lasten die voor hen volgen uit een FTT zullen doorberekenen. Dit kan de gepresenteerde kosten van een FTT voor pensioenfondsen en andere eindbeleggers verveelvoudigen.

Mogelijkheden tot gedragsverandering door pensioenfondsen lijken beperkt vanwege de sterke band met de Nederlandse pensioendeelnemers en -gerechtigden en de opdracht om beleggings- en risicobeleid nauw af te stemmen op de geambieerde pensioenresultaten. Pensioenfondsen kunnen de toenemende kosten op beleggingstransacties niet vermijden door zetelverplaatsing en de mogelijkheden om het aantal transacties te verminderen is beperkt. Het CPB gaat er desondanks van uit dat pensioenfondsen evenals andere financiële instellingen hun transacties in aandelen en schuldpapier met 10% tot 15% kunnen verminderen en hun derivatentransacties met 70% tot 90% kunnen verminderen. DNB schat in dat de vermindering van het aantal derivatentransacties voor pensioenfondsen aanzienlijk lager zal liggen. Indien deze gedragseffecten zich niet (volledig) voordoen komen de kosten van een FTT voor de pensioensector aanmerkelijk hoger uit.

Voor zover de kosten die volgen uit een FTT niet kunnen worden vermeden of gecompenseerd door een verhoging van de premie zullen deze ten koste gaan van het beleggingsrendement respectievelijk het belegd vermogen van pensioenfondsen. De AFM geeft aan te verwachten dat pensioenfondsen door een FTT bovendien minder goed in staat zullen zijn om tegen redelijke kosten de financiële risico's af te dekken waaraan zij blootstaan. Dit kan tot gevolg hebben dat pensioenfondsen financiële risico's meer open zullen laten waardoor de pensioenzekerheid voor de Nederlandse burger ook hierdoor nog meer onder druk komt te staan. Het kabinet deelt de inschatting van de AFM dat de FTT pensioendeelnemers, die reeds geconfronteerd worden met de gevolgen van onder meer de kredietcrisis en de Europese schuldencrisis, verder zal benadelen. Lagere beleggingsrendementen en meer pensioenrisico's leiden immers tot hogere premies of tot een lagere pensioenuitkering en tot meer onzekerheid over de pensioenuitkering.

Verder geeft het CPB aan dat het duidelijk is dat een FTT door de sterke afname in het aantal transacties leidt tot minder werkgelegenheid bij de beurs en bij effectenmakelaars in Nederland. Een FTT heeft volgens het CPB waarschijnlijk weinig effect op de verplaatsing van banken en bedrijven naar het buitenland. Financiële instellingen, die vermogensbeheer, aandelenhandel en derivatenhandel als kernactiviteit hebben, hebben echter een grotere prikkel om zich naar het buitenland te verplaatsen. DNB tekent daarbij aan dat de invoering van een FTT door alle EU-Lidstaten een barrière kan vormen voor partijen die van buiten de EU afkomstig zijn om zich te vestigen en/of te handelen in Nederland.

Verder gaat het CPB kort in op de regeldruk en de daaraan gekoppelde uitvoeringskosten. Het CPB stelt dat de wijze waarop de belastingheffing plaatsvindt bepaalt hoe zwaar deze druk zal zijn. Navraag bij de Belastingdienst heeft opgeleverd dat een FTT voor een substantiële stijging van de uitvoeringskosten zal zorgen omdat de Belastingdienst een compleet nieuw apart werkend heffings- en inningssysteem dient op te zetten. Deze

nieuwe systemen kunnen niet aansluiten bij de huidige systemen omdat de huidige aanlevering van betalingen op een andere wijze plaatsvindt dan zoals voorgesteld voor een FTT. Het feit dat elke lidstaat verantwoordelijk is voor zijn eigen regelgeving en inrichting betekent een extra uitdaging in het proces als het gaat om het opzetten van een EU breed afgestemd heffings- en inningssysteem. Verder zal de benodigde expertise moeten worden aangetrokken die de transacties kan controleren. Het meeliften op een elektronisch clearingsysteem kan voor bepaalde transacties uitkomst bieden, maar dekt niet alle mogelijkheden waarop een transactie plaats kan vinden. Hierbij dient met name gedacht te worden aan de zogenaamde «over the counter» (OTC) transacties waar volgens de cijfers van het CPB grote handelsvolumes- en bedragen mee gemoeid zijn. Naast de OTC-transacties is er ook geen heffingssysteem voor belaste transacties die plaatsvinden in een land waar de FTT niet wordt geheven. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan een Nederlandse handelaar die op een Amerikaanse beurs handelt. Deze landen zullen naar verwachting geen koppeling van de FTT opnemen in hun elektronische handelssystemen. Ten aanzien van genoemde financiële transacties is er een verhoogd risico en zal de Belastingdienst extra kosten moeten maken om te achterhalen welke belaste transacties hebben plaatsgevonden.

### **Gevolgen voor de financiële stabiliteit**

Een tweede doel van de FTT is het bijdragen aan de financiële stabiliteit. Het CPB geeft aan niet overtuigd te zijn dat de FTT daaraan zal bijdragen. Zo stelt het CPB dat de belasting zich niet richt op de problemen die aan overmatige risico's ten grondslag liggen, en deze daarmee ook niet oplost. De AFM en DNB stellen bovendien dat een FTT eerder negatieve effecten op de stabiliteit zal hebben.

Systeemrisico wordt voor een groot deel veroorzaakt doordat banken prikkels hebben om te veel risico te nemen. Zowel CPB als DNB geven aan dat een FTT deze prikkels niet vermindert. Ook wijzen CPB en DNB op verschillende wetenschappelijke studies die aantonen dat er geen bewijs is dat een FTT, via hogere transactiekosten, volatiliteit in financiële markten verlaagt. Volgens de AFM is het eerder aannemelijk dat hogere transactiekosten leiden tot hogere volatiliteit. Daarnaast wijst het CPB er op dat het fenomeen zeepbellen zich vaak voordoet in de vastgoedsector, terwijl vastgoedtransacties nu al bij uitstek gepaard gaan met hoge transactiekosten. Hiernaast geeft DNB aan dat de FTT het gewenste bufferherstel van de banken belemmert.

De AFM stelt verder dat een FTT de ontwikkeling stimuleert van nieuwe financiële producten die zo zijn vormgegeven dat zij niet of minder geraakt worden door de FTT. Deze financiële innovatie met als doel om de FTT te ontwijken, voegt complexiteit toe aan het financiële systeem en is zodoende onwenselijk, omdat dit het systeemrisico kan vergroten.

In hoeverre een FTT een positief effect zal hebben op ongewenst marktgedrag, is discutabel. De Commissie verwijst bij ongewenst marktgedrag naar High Frequency Trading (hierna HFT). De AFM merkt hierbij op dat HFT een middel is om bepaalde handelsstrategieën uit te voeren en is van mening dat, zolang deze strategieën geoorloofd zijn, HFT een nuttige functie in de markt kan vervullen. Een FTT zal een negatief effect hebben op het verdienmodel van HFT. Als gevolg zou HFT onaantrekkelijker worden, maar gezien de functie van HFT in de markt betwijfelt de AFM of HFT als gevolg van een FTT zou verdwijnen. Ook zouden door een FTT de handelshuizen hun strategieën kunnen aanpassen: hun tijdshorizon wordt langer of ze leggen meer de focus op transacties met

hoger risico om op die manier een hoger rendement te halen waarmee de kosten van een FTT kunnen worden opgevangen. Zeker de laatstgenoemde strategie draagt niet bij aan het versterken van de financiële stabiliteit.

Net als de AFM erkent het kabinet dat HFT niet zonder risico's is. Het kabinet is echter, in lijn met de AFM, van mening dat de risico's door middel van regulering en niet een belasting het beste kunnen worden geadresseerd. Hiervoor lopen nu verschillende Europese regelgevingstrajecten die ertoe zullen bijdragen dat de regulering van HFT zal worden aangescherpt. Daarbij moet worden gedacht aan de nieuwe richtlijn markten voor financiële instrumenten (Mifid 2), de nieuwe richtlijn marktmisbruik (MAD 2) en de recente ESMA *guidelines for automated trading*.

Ook zal naar verwachting door de invoering van een FTT de derivatenhandel zich grotendeels verplaatsen naar buiten de EU. De FTT-vormgeving bevat prikkels waardoor in het bijzonder risicovolle handel zich buiten het Nederlandse en EU toezicht zal gaan bewegen. Dit terwijl toezichthouders juist op die delen van de derivatenmarkten toezicht willen blijven houden. Om deze reden wordt er in Brussel aan meerdere toezichtrichtlijnen gewerkt om de derivatenmarkt transparanter te maken, zoals de eerder genoemde Mifid 2 en EMIR, waar krachtig wordt ingezet op het transparant maken van OTC-markten.

Het kabinet is bezorgd over de mogelijk grote negatieve gevolgen voor de financiële stabiliteit van de met een FTT gepaard gaande uitholling van het Europese toezicht. Als het gaat om de financiële stabiliteit wordt er zowel in Europees als nationaal verband al veel regulering opgezet om het toezicht te verbeteren en de interventiemogelijkheden ingeval van een crisis te versterken. De reikwijdte van het financieel toezicht wordt ook verbreed, zoals blijkt uit de in de maak zijnde regels ten aanzien van HFT en de centrale clearing van derivaten. Het kabinet vreest dat een FTT de werking van deze regelgeving zal verstoren omdat financiële instellingen als gevolg van een FTT weg zullen trekken naar landen waar geen FTT wordt geheven en zich daarmee ook onttrekken aan de Europese toezicht. Het kabinet wil geen maatregelen nemen die vanuit prudentieel oogpunt onwenselijk zijn.

## **EU 27 versus de eurozone**

Het Commissievoorstel gaat ervan uit dat een FTT wordt ingevoerd door alle Europese lidstaten. Het CPB geeft in zijn studie aan dat de wegtrekeffecten zullen toenemen op het moment dat de FTT alleen voor de eurozone zal worden toegepast. Hierdoor zal de budgettaire opbrengst afnemen. Bovendien zal er dan een ongelijk speelveld worden gecreëerd binnen de EU waar de niet-euro-lidstaten het meeste van zullen profiteren. De AFM en DNB onderschrijven de analyse van het CPB dat een FTT in alleen de eurozone de negatieve effecten van een FTT versterken. De AFM verwacht dat bij invoering van een FTT op eurozone-niveau veel financiële instellingen en een groot deel van de handel zich naar Londen zullen verplaatsen.

## **Conclusie**

Zoals het kabinet al eerder aan de Tweede Kamer heeft aangegeven onderschrijft het kabinet de doelen van een FTT, een bijdrage van de financiële sector aan de publieke middelen en het verbeteren van de financiële stabiliteit. Zoals de Minister President tijdens het plenaire debat over de Eurotop van 1 november jl. al had aangegeven, wilde het kabinet

een hele goede beoordeling van de effecten van een FTT voor het Nederlandse financiële stelsel en vooral voor het pensioenstelsel.

De analyses van het CPB, DNB en de AFM en financiële sector brengen aan het licht dat een FTT de bovengestelde doelen niet of op een niet-efficiënte manier bewerkstelligt. Volgens genoemde organisaties draagt een FTT niet bij aan een stabielere financiële sector. Op dit moment wordt een breed scala aan maatregelen ontwikkeld dat zal bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector, zoals de hiervoor genoemde Mifid 2 en EMIR, die de derivatenmarkt transparanter zullen maken. Het CPB geeft aan dat de FTT wel potentie heeft om een goede inkomstenbron te zijn om een substantiële bijdrage van de financiële sector te verkrijgen, maar zegt tegelijkertijd dat er duidelijk minder marktversturende alternatieven zijn die hetzelfde doel nastreven. Het CPB verwijst daarbij naar een Financial Activity Tax, een bankenbelasting of een BTW op financiële diensten. In dit licht is het kabinet voornemens de Europese Commissie te verzoeken om minder marktversturende alternatieven met minder risico voor economische ontwikkelingen voor een FTT te laten onderzoeken, zoals een Financial Activity Tax, een (Europees gecoördineerde) bankenbelasting of een Stamp Duty naar Brits voorbeeld.

Volledigheidshalve dient gesteld te worden dat het kabinet, conform de motie van de Leden Dijkhoff en Ormel van 22 juni 2011, zich tegen het voorstel uitspreekt van de Commissie om een gedeelte van de FTT opbrengst als eigen middel van de Europese Unie te gebruiken.

De minister van Financiën,  
J. C. de Jager