



aan / datum

Aan de Minister van Financiën  
De heer mr. drs. J.K. de Jager  
Postbus 2020 I  
2500 EE Den Haag

adres  
Bordewijklaan 8  
2591 XR Den Haag  
Nederland  
telefoon  
+ 31 (0)70 333 87 79  
fax  
+ 31 (0)70 333 88 58  
e-mail  
info@dufas.nl  
website  
www.dufas.nl

Betreft: Financial Transaction Tax

Den Haag, 20 oktober 2011

Geachte heer De Jager,

De Europese Commissie stelt voor om een belasting te heffen op transacties in financiële instrumenten, de *Financial Transaction Tax* (FTT). De Nederlandse regering heeft daarover een negatief standpunt ingenomen. DUFAS is het daar mee eens. Er zijn echter geluiden dat met name Frankrijk en Duitsland deze maatregel toch willen doorzetten op de komende Europese top en de G-20 daarna. DUFAS wil daarom de Nederlandse regering argumenten aanreiken om aan zijn standpunt vast te houden.

De voordelen van een FTT zullen geheel worden teniet gedaan door de kosten ervan, voor elke economie, maar voor de Nederlandse in het bijzonder.

- Empirisch wetenschappelijk onderzoek in o.a. Zweden en India laat zien dat een FTT de *cost of capital* verhoogt, dus maakt ondernemingsfinanciering duurder, en vermindert de liquiditeit van financiële markten, wat kleinere ondernemingen harder raakt dan grotere.
- De kosten van beleggen zullen voor iedere belegger, institutioneel en particulier, stijgen en een poging particuliere beleggers uit te zonderen werkt in de praktijk niet. Nu achter institutionele beleggers altijd particuliere klanten zitten is de uitzondering ook niet te begrijpen.
- De FTT zal in de praktijk worden gedragen door gewone burgers, niet door financiële instellingen. De deelnemers in beleggingsinstellingen en pensioenfondsen worden hard geraakt terwijl beleggingsverzekeringen zijn uitgezonderd
- De FTT zal waarschijnlijk niet ontdoken worden, maar wel ontweken, o.a. door nieuwe gestructureerde producten rond obligaties (die van de FTT zijn uitgezonderd).
- De door de Commissie voorgestelde uitzondering voor obligaties maakt de economie en het bedrijfsleven kwetsbaar, omdat het tot meer schuldfinanciering (leverage) leidt.
- De scope van de FTT is breed, meer dan "flitskapitaal" (*high frequency trading* en *automated trading*), en daarmee wordt de verstoring van de interne markt ook groter. Bevordering van lange termijn aandeelhouderschap kan ook op andere manieren worden bereikt.



- Als ook derivaten met de FTT belast worden, wordt risico management voor financiële instellingen, institutionele beleggers en particuliere beleggers duurder.
- De FTT zal waarschijnlijk leiden tot een algemene koersdaling op de financiële markten in Europa, vermoedelijk met een bedrag dat door de markt vergelijkbaar wordt geacht met de totale contante waarde van alle in de toekomst te betalen FTT afdrachten aan de overheden.
- UCITS en AIFs zouden moeten worden uitgezonderd omdat anders beleggers daarin driemaal zouden worden getroffen (bij instappen, uitstappen en bij alle transacties van het fonds). Iets soortgelijks geldt voor pensioenfondsen en hun uitvoerders.
- De invoering van een FTT zou volgens het *impact assessment* van de Europese Commissie leiden tot een verlies aan economische groei van 0,5-1,8%. Ten opzichte van de verwachte groei lijkt dat ons niet aanvaardbaar.

Voorals wanneer het Verenigd Koninkrijk erin zou slagen buiten deze FTT te blijven en Nederland niet, betekent dat een zware slag voor de concurrentiepositie van Nederlandse financiële instellingen van allerlei aard.

In het licht van de huidige kwetsbare staat van de wereldwijde financiële markten en die van de Nederlandse en Europese economie zou de invoering van zo'n FTT bijzonder schadelijk zijn. In het ergste geval wordt de FTT niet alleen ontweken door het maken van nieuwe financiële instrumenten en -producten, maar verplaatst de handel zich van Nederland naar een buitenland waar de FTT niet wordt opgelegd. Dat is voor alle financiële instellingen in Nederland en hun klanten een hele slechte ontwikkeling, die ook asset managers zal raken.

Wij zijn gaarne bereid tot nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

J.H.M. Janssen Daalen  
Algemeen directeur  
Dutch Fund and Asset Management Association

c.c. mw. Drs G.J. Salden



## BIJLAGE: factsheet

*De FTT zal worden gedragen door gewone burgers, niet door financiële instellingen*

Het eerste doel van de FTT is "ensuring a contribution of the financial sector to public finances".<sup>1</sup> De FTT zal uiteindelijk worden gedragen door spaarders, particuliere beleggers, pensioenfondsen en hun deelnemers, en niet door de financiële instellingen die de belasting moeten afdragen. Dat wil zeggen, als zij hem niet kunnen ontwijken. Financiële instellingen zullen de FTT immers als onderdeel van de transactiekosten doorbelasten aan hun klanten. Dit doel van de FTT wordt met dit voorstel dus niet bereikt.

Zelfs als de particuliere fondsbelegger door de richtlijn formeel zou worden uitgezonderd, dan nog is die uitzondering in de praktijk niet werkbaar. Het is namelijk onwaarschijnlijk dat een kostenefficiënt administratiesysteem kan worden ontworpen dat particuliere beleggers hierbij zou kunnen helpen.<sup>2</sup>

*Geen ontduiking, wel ontwijking*

De FTT gebruikt het residentieprincipe om te voorkomen dat ontduiking plaatsvindt door Europese financiële instellingen, onafhankelijk van de plaats waar de transactie plaatsvindt. Het probleem daarvan is dat iedereen in de wereld die de keus heeft, zijn transactie zal laten uitvoeren door een niet Europese instelling, die dat goedkoper kan doen. In Zweden is tussen 1984 en 1990 de helft van de beurshandel verdwenen naar Londen en Zweedse particulieren handelden veel minder.<sup>3</sup> In India is een op de FTT lijkende belasting in 2004<sup>4</sup> ingevoerd, de STT (Securities Transaction Tax).

<sup>1</sup> p. 4, Explanatory Memorandum van de Europese Commissie.

<sup>2</sup> Niet elke deelnemer in een beleggingsfonds is particulier belegger en de beleggingen kunnen dagelijks fluctueren. Om de uitsluiting van particuliere fondsbeleggers te effectueren moeten fondsen berekenen hoeveel FTT van dag tot dag is betaald op de gehouden beleggingen en systemen bouwen om die informatie door te geven aan de distributeurs, beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders waar die particulier klant is. Dit is noodzakelijk om fondsadministrators, beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders te laten berekenen hoeveel FTT is betaald door elke individuele eigenaar van de deelnemingsrechten in dat beleggingsfonds.

Er moeten systemen en administraties worden gebouwd om de FTT te berekenen, te volgen naar de eindbelegger en aan hem te rapporteren. Daarvoor is zonder de FTT voor beleggingsfondsen geen goede zakelijke redding en het zou een bijzonder kostbaar systeem (infrastructuur en administratie) zijn waar de gehele bij een transactie betrokken keten van instellingen moet worden betrokken (broker/dealers, clearing & settlement bedrijven, banken, fondsbewaarders en fondsadministrateurs, beleggingsadviseurs, vermogensbeheerders, etc.). De kosten daarvan gaan ten koste van het rendement van de eindbelegger. Sterker nog, deze kosten zouden hoger kunnen zijn dan enig potentieel belastingvoordeel voor de particuliere belegger.

<sup>3</sup> p. 19, 24, Impact Assessment van de Europese Commissie.

<sup>4</sup> Zie <http://www.counter currents.org/eco-singh200704.htm>



Deze STT wordt binnenkort door de Indiase regering waarschijnlijk verlaagd, omdat het dagelijkse handelsvolume op de Indiase aandelenbeurs in het laatste jaar met 20% is gedaald.<sup>5</sup>

Veel beursgenoteerde bedrijven hebben niet allen noteringen in Europa, maar ook in Amerika en het Verre Oosten. Die ontwikkeling zal toenemen. Dit ontwijk-effect kan alleen voorkomen worden als de belasting wereldwijd – dus niet louter gesanctioneerd door de G20 – zou gelden, maar het IMF rapport aan de G20 van 2010 heeft de FTT al afgewezen.<sup>6</sup>

Daarnaast zal een FTT leiden tot het ontwerpen van nieuwe beleggingsproducten die de FTT kunnen omzeilen. Zo zijn er bijvoorbeeld manieren om beleggingen in aandelen (long posities) te repliceren door middel van obligaties (die in het Commissievoorstel zijn vrijgesteld) in combinatie met opties, waardoor de FTT-last voor die beleggingen aanzienlijk gereduceerd wordt, zelfs als opties toch FTT-belast worden. Ook kunnen er gestructureerde (complexe) producten worden ontworpen die het rendement van een aandeel of aandelenportefeuille reproduceren, en voor zover dergelijke *exchanged traded notes* (ETNs) er al zijn, zullen ze populairder worden.

Tenslotte zouden er transacties buiten de beurs om kunnen plaatsvinden en zullen transacties niet worden gedaan die men zonder de FTT wel had willen doen. In het ergste geval zullen ondernemingen hun activiteiten en wellicht zelfs hun zetel verplaatsen. Het probleem is dat het later weer intrekken van de FTT de gevluchte ondernemingen niet terug brengt, en de gevluchte transacties alleen als daar echte voordelen aan zitten voor de partijen die die transacties elders uitvoeren.

#### *De FTT verlegt transactiestromen*

Het derde doel van de FTT is “avoiding distortions on the internal market”.<sup>7</sup> Deze transactiebelasting zal in onze tijd van internet leiden tot het zoveel mogelijk verleggen van transactiestromen naar landen waar zo’n FTT niet bestaat.

Zou zo’n belasting bijvoorbeeld geheven worden op uitsluitend High Frequency Trades of Traders, of Automated Trading -- als men die al goed kan onderscheiden van andere handel c.q. handelaren -- dan leidt de belasting tot het verschuiven van HFT naar andere beurzen dan die waar de FTT geldt. De ongewenste transacties worden niet ontmoedigd, maar eenvoudig ergens anders uitgevoerd (behalve door partijen die dat niet kunnen, de particulieren).

Naar mate de scope van de FTT breder is, worden er meer en grotere handelsstromen verlegd. De verstoring van de interne markt wordt dus groter door de uitbreiding van de scope.

<sup>5</sup> *India zint op indammen ‘tobintaks’*, Financiële Dagblad 19 oktober 2011, p. 17, *Efforts on to rationalise STT, decision likely in next budget*, The Times of India, 17 oktober 2011.

<sup>6</sup> p. 11, Impact Assessment van de Europese Commissie.

<sup>7</sup> p. 4, Explanatory Memorandum van de Europese Commissie.



## *De FTT belast meer dan hij wil bestrijden en is overbodig*

Het tweede doel van de FTT is “limiting the undesirable market behavior and thereby stabilizing markets”.<sup>8</sup> Hiermee wordt kennelijk bedoeld op transacties die de Commissie als onnodig of speculaties beschouwt. Het is niet duidelijk welke transacties dat zouden zijn, maar het kan zijn dat bedoeld worden “implicit guarantees”, “automated trading”, “leverage”, “executive compensation”, “complex products”, “counterparty risk”, en “economic rents”,<sup>9</sup> allemaal onderwerpen die door andere maatregelen al effectief worden geadresseerd.

Het is daarnaast vrijwel onmogelijk om een goed onderscheid te maken tussen speculatieve “noise” handel en “normale” handel in financiële instrumenten. De Commissie realiseert zich dat kennelijk ook en lost het op door niet alleen de door haar ongewenste handel in financiële instrumenten te belasten, maar alle handel daarin.

## *Risico management voor financiële instellingen en particuliere beleggers wordt duurder*

Als wij het goed begrijpen vallen ook derivaten onder de FTT. Dat betekent dus dat het verzekeren van transacties tegen toekomstige risico's in al hun vormen, duurder wordt. Met andere woorden, het risicomangement wordt voor financiële instellingen duurder, maar ook voor particuliere beleggers, die voor dergelijke transacties financiële instellingen nodig hebben.

## *Algemene koersdaling op financiële markten in Europa*

Een dergelijke belasting zal vrijwel onmiddellijk in de koersen op financiële markten verwerkt worden.<sup>10</sup> Alleen de introductie al is voldoende om een algemene koersdaling te veroorzaken op de financiële markten waarvoor de FTT zal gaan gelden. In Zweden vond in 1984 een koersdaling plaats van 5,25% in de dertig dagen voor hij in ging en 2,2% op de dag van inwerking-treding. Dit kwam overeen met de contante waarde van de in de toekomst te betalen belasting.

## *Effect op mid cap en small cap groter dan op large cap*

Het effect van de FTT, in de vorm van liquiditeitsvermindering in de kapitaalmarkt, zal in de praktijk verhoudingsgewijs een sterker negatief effect hebben voor kleinere beursgenoteerde ondernemingen dan voor grotere, omdat bij kleinere de liquiditeit al geringer is.

## *Ring fencing ter bescherming particulier slaagt niet*

De Commissie stelt een “ring fencing” voor van “borrowing activities of private households,

<sup>8</sup> p. 4, Explanatory Memorandum van de Europese Commissie.

<sup>9</sup> p. 15-18, Impact Assessment van de Europese Commissie.

<sup>10</sup> Zie ook Shing-yang Hu, *The effects of the stock transaction tax on the stock market – Experiences from Asian markets*, Pacific-Basin Finance Journal, Volume 6, Issues 3-4, August 1998, p. 347-364 en Badi H. Baltagi, Dong Li en Qi Li, *Transaction tax and stock market behavior: evidence from an emerging market*, Empirical Economics, Volume 31, Number 2, p. 393-408.



enterprises or financial institutions".<sup>11</sup> Dat kan echter niet slagen, want de particulier leent van een bank, die daarvoor op de kapitaalmarkt geld gaat ophalen in de vorm van obligaties en risicodragend vermogen (aandelen). Indirect zullen zij de belasting dus voelen.

De particuliere belegger wordt ook geraakt, omdat hij niet zonder tussenkomst van een financiële instelling kan beleggen op de beurs.

### *Uitzondering voor obligaties maakt economie en bedrijfsleven kwetsbaar*

Door bedrijfsobligaties uit te zonderen van de FTT moedigt de FTT ondernemingsfinanciering met geleend geld aan. Bedrijven die meer leverage hebben zijn gevoeliger voor economische recessies. Een FTT maakt de gehele economie van een land dus kwetsbaarder.

### *De BTW-vrijstelling voor de financiële sector is geen goede reden voor een FTT*

De Commissie stelt dat de BTW vrijstelling voor de financiële sector de FTT rechtvaardigt, omdat de financiële sector daardoor te weinig belasting zou betalen.<sup>12</sup> Die vrijstelling is echter bedoeld ter voorkoming van dubbele belasting van de vermogens van -- uiteindelijk altijd -- particulieren. Financiële instellingen hoeven geen btw af te dragen en dus kunnen zij ook geen btw compenseren. Per saldo is het daardoor zeer wel mogelijk dat financiële instellingen per saldo meer btw betalen dan dat zij van BTW zijn vrijgesteld.

### *De Zweedse ervaring is ontmoedigend*

Het is opmerkelijk dat Zweden de invoering van de FTT niet steunt, omdat dat land een dergelijke belasting heeft gekend in de jaren 1984-1991. De belasting bracht 3.000 keer minder op dan was begroot, en transactie volumes daalden zo sterk dat andere belastinginkomsten ook verminderden.<sup>13</sup> De Commissie onderkent dat.<sup>14</sup>

### *FTT is een rem op de economische groei*

De invoering van een FTT zou volgens het impact assessment van de Europese Commissie leiden tot een verlies aan economische groei van 0,5-1,8%. Wij achten het – zeker in deze economisch moeilijke tijden – onverstandig om belastingmaatregelen in te voeren die leiden tot economische krimp en die zo per saldo meer kosten dan ze opleveren. De door de Commissie geschatte op-

<sup>11</sup> p. 4, Explanatory Memorandum van de Europese Commissie.

<sup>12</sup> p. 13-15, Impact Assessment van de Europese Commissie.

<sup>13</sup> Zie *Financial Transaction Taxes: The International Experience and the Lessons for Canada* at <http://dsp-psd.tpsgc.gc.ca/Collection-R/LoPBdP/BP/bp419-e.htm>; Campbell, John Y. and Froot, Kenneth A. *International Experiences with Securities Transaction Taxes* (December 1993), NBER Working Paper No. W4587 te vinden op [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=338864](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=338864) en Umlauf, Steven R. (1993). *Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market*, *Journal of Financial Economics*, 33, p. 227-240, te vinden op <http://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v33y1993i2p227-240.html>).

<sup>14</sup> p. 18-19, Impact Assessment van de Europese Commissie.



brengt van € 57 miljard per jaar<sup>15</sup> is dus veel te optimistisch. Immers, als de economische groei daalt, dalen overige belastinginkomsten van nationale overheden (en de Europese, via de BTW) ook.

*De FTT zondert collective investment undertakings ten onrechte niet uit*

Artikel 1, 4 (a) van de concept richtlijn bepaalt dat de richtlijn niet geldt voor transactie op de primaire markt, "except for the issue and redemption of shares and units of undertakings for ... UCITS ... and AIF...".

Beleggingsinstellingen kopen en verkopen financiële instrumenten in het kader van hun beleggingsbeleid voor hun deelnemers, die door collectief te beleggen schaalvoordelen willen bereiken. Er geldt ook een btw-vrijstelling, omdat het onlogisch zou zijn als collectief beleggen fiscaal zou worden benadeeld ten opzichte van het rechtstreeks beleggen in financiële waarden door beleggers.

Ook de FTT zou de keuze van beleggers tussen individueel en collectief beleggen niet moeten verstoren. Als de FTT wordt ingevoerd op zowel de handel in deelnemingsrechten in beleggingsfondsen als op de handel door dat fonds in aandelen (die gebeurd om geld van nieuwe deelnemers te beleggen, geld van uitstappende deelnemers terug te geven en om beleggingen te herschikken) dan worden beleggers in beleggingsfondsen belast bij instappen, uitstappen en tussendoor.

---

<sup>15</sup> p. 11, Impact Assessment van de Europese Commissie.