



Ministerie van Financiën
t.a.v. de Minister van Financiën
mr. drs. J.C. de Jager
Postbus 20201
2500 EE Den Haag

Datum 10 januari 2012
Ons kenmerk SBI-SVe-12010100
Pagina 1 van 5
Betreft Financiële transactiebelasting

Geachte heer De Jager,

De AFM reageert hierbij op het door de Europese Commissie gepubliceerde voorstel tot het invoeren van een financiële transactiebelasting (Financial Transaction Tax, hierna: FTT). Oordelend vanuit de doelstellingen van de AFM met betrekking tot de financiële markten komen wij tot de conclusie dat het onwenselijk is om de voorgestelde FTT in te voeren, gezien de aanzienlijke averechtse gevolgen van een dergelijke maatregel op het transparant en efficiënt functioneren van financiële markten, de financiële stabiliteit, en uiteindelijk tevens de reële economie en de pensioenzekerheid van de Nederlandse burger. Wij maken ons hierbij met name zorgen over de adverse gedragseffecten waartoe een FTT zou uitnodigen.

Alles overziende, is de AFM van mening dat een FTT niet het juiste instrument is om de drie doelen te realiseren die de Commissie zegt te beogen, te weten:

1. Bijdrage van de financiële sector aan de kosten gemaakt in de financiële crisis,
2. Harmonisatie van bestaande nationale regelingen¹ en versterking van de Interne Markt, en,
3. Ontmoedigen van ongewenst marktgedrag en daarmee bevorderen van financiële stabiliteit.

Hieronder volgen onze bevindingen en standpunten ten aanzien van het FTT-voorstel.

1. Effecten op de efficiënte en ordelijke werking van financiële markten

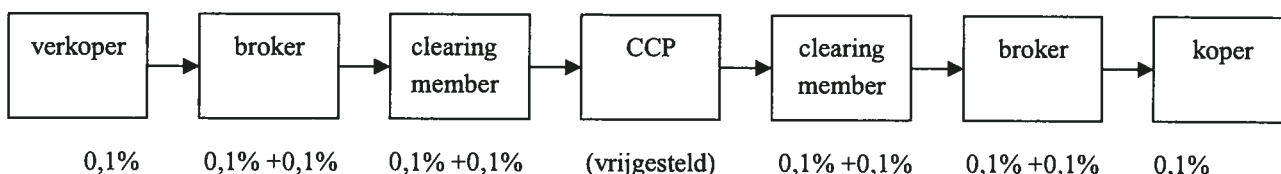
Het directe effect van de FTT op de financiële sector hangt af van de precieze invulling van het voorstel en uitvoering daarvan. EU-brede invoering van de FTT zal gevolgen hebben voor het functioneren van de financiële

¹ België, Cyprus, Frankrijk, Finland, Griekenland, Ierland, Italië, Roemenië, Polen en het Verenigd Koninkrijk kennen al verschillende vormen van belasting op financiële transacties.

markten. Ons basierend op het impact assessment van de Commissie, de CPB-studie, en onze eigen analyse, verwachten wij het volgende:

- Verplaatsing en afname van handel in aandelen (10%) en handel in derivaten (70% - 90%).
- Hogere rente op staatsobligaties door additionele kosten van de verhandeling op de secundaire markt. Marktpartijen zullen een opslag ter grootte van de FTT op de yield van staatsobligaties vragen. Dit resulteert indirect in hogere rentekosten bij uitgifte van nieuwe staatsobligaties. In het kader van de huidige schuldencrisis is dit een ongewenste bijkomstigheid.
- De liquiditeit van de aandelenmarkten zal verminderen, waardoor de kapitaalkosten van beursgenoteerde ondernemingen zullen toenemen. Dit zal vooral gelden voor markten die toch al minder liquide zijn, zoals die voor small caps. Voor MKB-bedrijven zal het hierdoor lastiger worden om alternatieven te vinden voor bankfinanciering die als gevolg van de crisis schaars is.
- De werkelijke belasting op het tot stand brengen van een economische transactie tussen twee financiële instellingen zal vaak hoger liggen dan het 'enkelvoudige' tarief omdat de belasting doorgaans meerdere malen zal moeten worden betaald. Dit is het zogenoemde 'watervaleffect'. Dit effect wordt veroorzaakt door het aantal schakels tussen twee handelende financiële instellingen, die ieder apart belaste handelingen verrichten, zie onderstaande figuur. In dit verband wijzen wij op economisch onderzoek waarin wordt geconcludeerd dat belastingen op intermediaire transacties bij voorkeur vermeden moeten worden. Dit punt wordt tevens benadrukt door het IMF in een recent working paper over financiële transactiebelastingen.²

Watervaleffect van de FTT. Bron: Clifford Chance



Invoering van een FTT in *alleen de eurozone* zou de Europese interne markt ernstig verstoren. Het verwachte effect van een eurozone-FTT is dat veel financiële instellingen en een groot deel van de handel zich naar Londen zullen verplaatsten. De gevolgen voor de werkgelegenheid in de financiële sector en de kwaliteit van het vestigingsklimaat in Nederland zullen dan substantieel zijn.

Over de gevolgen van het verplaatsen van financiële instellingen en handel ten gevolge van een financiële transactiebelasting heerst enige verwarring. In Zweden werd in 1984 een financiële transactiebelasting ingevoerd. Dit had als effect dat binnen een week een belangrijk deel van de handel zich verplaatste naar het buitenland, met name naar Londen. De vraag komt op waarom een dergelijk effect zich niet heeft voortgedaan bij de zogeheten stamp duty in het Verenigd Koninkrijk. De belangrijkste reden hiervan is de vormgeving van de maatregel.³ De

² T. Matheson (2011), *Taxing Financial transactions: Issues and evidence*, IMF Working Paper WP/11/54. Zie: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1154.pdf>

³ Formeel gezien is de stamp duty geen transactiebelasting, maar een overdrachtsbelasting.

stamp duty belast iedereen die op de London Stock Exchange (LSE) handelt, waarbij de stamp duty via de centrale clearing wordt geïnd. De stamp duty is alleen van toepassing op aandelen en andere cash instrumenten. Voor deze instrumenten is het moeilijk om deze te ontwijken, behoudens de OTC-handel in zogeheten contracts for difference (cfd's), die in het VK dan ook een hoge vlucht heeft genomen. De vormgeving van de Zweedse transactiebelasting stond ontwijking relatief gemakkelijk toe, omdat deze zich richtte op in Zweden gevestigde handelende partijen. Deze problematiek wordt in het huidige Commissie-voorstel deels ondervangen door de FTT te heffen op *beide* tegenpartijen, indien één van deze tegenpartijen in een EU lidstaat gevestigd is. Hiermee wordt het moeilijker gemaakt de belasting te ontwijken, maar de prikkel (en de mogelijkheden) hiertoe zijn nog steeds aanwezig. Marktpartijen, zeker zij die nu reeds buiten de EU actief zijn, kunnen er immers voor kiezen de EU geheel te verlaten. Dit blijkt ook uit het impact assessment van de Commissie zelf. Het verplaatsingseffect zal uiteraard significant groter zijn als de FTT alleen in de eurozone wordt ingevoerd, omdat men dan gemakkelijk aan de FTT kan ontkomen door alle activiteiten naar bijvoorbeeld Londen te verplaatsen.

2. Ongewenst marktgedrag

Een belangrijke beoogde doelstelling van het FTT-voorstel is om ongewenst marktgedrag te ontmoedigen. In de ogen van de AFM is de FTT echter een te grof instrument om dergelijk effect te bewerkstelligen. De beoogde gedragseffecten zijn naar onze mening beter af te dwingen door gerichte prikkels, in combinatie met specifieke regelgeving. Gezien de beoogde doelstellingen van de FTT dient hierbij te worden gedacht aan de volgende reeds ontwikkelde of in ontwikkeling zijnde trajecten:

- Basel III/CRD IV en Solvency II voor kapitaaleisen en meer verantwoord gedrag van banken en verzekeringsmaatschappijen;
- AIFMD voor het gedrag van de managers van hedgefondsen en andere “alternative” investment funds;
- CRA Regulations voor het gedrag en de interne procedures van kredietbeoordelaars;
- MiFID II, MiFIR, MAD II en MAR voor het gedrag van HFT-partijen, het vergroten van transparantie van markten (equity, bonds, derivaten, commodities) en de stabiliteit van handelsplatformen;
- De nieuwe *ESMA guidelines for automated trading* voor het bevorderen van het eerlijk en ordelijk verloop van de handel in de geautomatiseerde handelsomgeving;
- EMIR en CSD Regulation voor het vergroten van de stabiliteit van de derivatenmarkt door het verplichtstellen van centrale clearing en het versterken van de post-trading infrastructuur.

Wij gaan nader in op de veelgehoorde stelling dat de FTT high frequency trading (HFT) zal tegengaan. Allereerst merken wij op dat HFT een *middel* is om bepaalde handelsstrategieën uit te voeren. Zolang deze strategieën legitiem zijn, kan HFT naar onze mening een nuttige functie in de markt vervullen.⁴ Hoewel de voorgestelde FTT een negatief effect zal hebben op het verdienmodel van HFT, zal HFT er naar onze inschatting niet door verdwijnen, aangezien het als verschijnsel voortvloeit uit de huidige marktstructuur en de nog steeds

⁴ Voor een evaluatie van de rol van HFT op de financiële markten verwijzen wij graag naar het HFT-rapport van de AFM: <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/rapporten/2010/hft-rapport.aspx>

voortschrijdende automatisering van de handel op de financiële markten.⁵ Daarbij merken wij tevens op dat veel van de zorgen rondom HFT verband houden met de hoge order-to-transaction ratio waarmee deze vorm van handel vaak gepaard gaat. Omdat de FTT alleen transacties belast en geen orders, zal de FTT naar verwachting geen impact hebben op deze ratio. De AFM erkent dat HFT niet zonder risico's is, maar is van mening dat deze op een betere manier kunnen worden geadresseerd in de specifiek daarvoor ontwikkelde of in ontwikkeling zijnde nieuwe regelgeving: MiFID II/MiFIR, MAD II/MAR en de recente *ESMA guidelines for automated trading*.

3. Ontwijkgedrag en financiële stabiliteit

De FTT zou volgens de door de Commissie verwoorde doelstellingen moeten bijdragen aan de financiële stabiliteit. Naar mening van de AFM zal de FTT echter eerder negatieve gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit:

- De FTT lokt naar verwachting de ontwikkeling van nieuwe complexe producten of handelspraktijken uit, die zo gestructureerd zijn dat zij niet of minder geraakt worden door de FTT. Financiële innovatie en marktgedrag die *regulatory arbitrage* (ontwijking) tot doel heeft, is onwenselijk en vergroot mogelijk het systeemrisico. Eén van de belangrijkste lessen uit de kredietcrisis is dat nieuwe regelgeving geen prikkels moet bevatten voor dergelijk ontwijkgedrag.
 - Op basis van het impact assessment van de Commissie verwachten wij dat bij invoering van een FTT 70% tot 90% van de handel op de derivatenmarkten zich zal verplaatsen buiten de EU. Daarmee zullen waarschijnlijk met name de risicovolle vormen van derivatenhandel zich buiten het Nederlandse en Europese toezicht gaan bewegen. Met de ervaring en kennis van de kredietcrisis in het achterhoofd, willen toezichhouders juist die delen van de derivatenmarkten op de radar blijven houden. Dit is de reden dat nieuw voorgestelde Europese regelgeving zoals EMIR, MiFID II en MiFIR krachtig inzet op het meer transparant maken van de OTC derivatenmarkt.
 - Voorts verwachten wij dat marktpartijen ook door middel van financiële innovatie of aangepast marktgedrag zullen proberen de FTT te ontwijken. Hierdoor wordt onnodige complexiteit toegevoegd aan het financiële systeem. Men kan hierbij denken aan het afwickelen van transacties door middel van internalisatie (deze transacties worden dan tevens minder transparant voor eindcliënten), of door het ontwikkelen van gesynthetiseerde financiële producten, die een bepaalde risico/rendementsopbrengst nabootsen waarvoor normaal gesproken een groot aantal onderliggende transacties benodigd zou zijn.
- In het kader van de ordelijke en efficiënte werking van de markten zijn de effecten van de FTT op de derivatenmarkten ook om andere redenen belangrijk. De kosten die de FTT met zich meebrengt, zullen de efficiënte en effectieve herallocatie van financiële risico's bemoeilijken of minder

⁵ Graag wijzen wij tevens op een beleidsmatige inconsequentie van de Commissie: In de aankondiging van het FTT-voorstel wordt het terugdringen van HFT als positief neveneffect van de FTT genoemd. Dit is strijdig met de benadering in het MiFID II voorstel, waarbij de Commissie zowel duidelijke voordelen als mogelijke risico's bij HFT ziet, maar zeker niet de conclusie trekt dat HFT per definitie schadelijk zou zijn.

aantrekkelijk maken. Het gevolg is dat risico's duurder, minder goed, of zelfs helemaal niet meer zullen worden afgedekt. Zowel het bedrijfsleven als de pensioenuitvoerders worden hierdoor getroffen.

4. Effect op de reële economie en pensioenen

De financiële markten leveren, mits goed ingericht, een wezenlijke bijdrage aan de reële economie. Zij maken de allocatie van risicodragend kapitaal en de herallocatie van financiële risico's mogelijk. Een goed ontwikkelde markt voor risicodragend kapitaal is gunstig voor het investeringsklimaat, met name ook voor jonge innovatieve bedrijven die zorgen voor dynamiek in de economie. Eerlijk, transparant en efficiënt werkende financiële markten dragen bij aan de economische groei en welvaart. Naar onze mening doet de FTT hieraan echter afbreuk. Ook brengt de FTT negatieve kosteneffecten met zich mee, die niet kunnen worden veronachtzaamd.

Uit de berekeningen van het CPB blijkt dat de indirecte kosten van de FTT door economische teruggang waarschijnlijk groter zijn dan de directe opbrengsten. (Het CPB verwacht een negatief effect van -0,9% bbp op lange termijn, terwijl de Commissie uitgaat van een opbrengst van 0,5% bbp op EU niveau). Om deze reden en vanwege de vele weglekeffecten, lijkt de FTT niet het geschikte instrument om de financiële sector een grotere bijdrage van te laten leveren aan de publieke financiën.

Daarnaast dienen de te verwachten reële negatieve gevolgen van een FTT voor de burger in het oog te worden gehouden. In de gehele keten zullen aanbieders van financiële dienstverlening worden geraakt door de kosten die de FTT met zich meebrengt. Zij zullen deze kosten doorberekenen aan consumenten en eindbeleggers. Een speciale categorie zijn pensioendeelnemers, die door de kredietcrisis en de Europese schulden crisis reeds zwaar geraakt zijn. De FTT zal naar onze inschatting pensioendeelnemers verder benadeln. De FTT gaat ten koste van het belegd vermogen c.q. het beleggingsrendement van pensioenuitvoerders. Voorts zullen pensioenuitvoerders minder goed in staat zijn om tegen redelijke kosten de financiële risico's af te dekken waaraan zij blootstaan. Dit betekent dat door de FTT de pensioenzekerheid voor de Nederlandse burger nog meer onder druk komt te staan.

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten



dr. R. Gerritse
Voorzitter van het Bestuur



prof. mr. R.H. Maatman
Lid van het Bestuur