



Schaduwbankieren en belastingontwijking

Een obscuur Nederlands tafereel

SOMO Paper | September 2014

Schaduwbanken...

Met het uitbreken van de kredietcrisis heeft het grote publiek kennisgemaakt met het schaduwbankwezen, een complex financieel systeem dat hypotheekverpakke en verhandelde. Banken werden geraakt en moesten met publieke middelen gered worden. De economie stortte in de ergste en langste economische crisis sinds de depressie in de jaren 30. Het verpakken en verkopen van hypotheekverpakke, het zogenaamde securitiseren, is onderdeel van een breder financieel systeem dat nu bekend staat als het schaduwbankwezen. In beleidsdiscussies is er voornamelijk geen aandacht voor de overlap tussen de problematiek van belastingontwijking en het schaduwbankwezen. Het doel van deze publicatie is om inzicht te geven in de specifieke rol van doorsluitlanden bij het schaduwbankwezen, de risico's daarvan voor de financiële stabiliteit en reële economie en mogelijkheden voor beleidsmakers om deze in te dammen.

Het schaduwbankwezen wordt omschreven als het uitgeven en verhandelen van krediet buiten het gereguleerde bankwezen. Dit financiële systeem opereert parallel aan het conventionele bankwezen en is hier sterk mee verweven. Systeemrisico's in het schaduwbankwezen zijn daarom ook een risico voor het reguliere bankwezen en

uiteindelijk voor de reële economie en maatschappij waar deze banken deel van uitmaken.

Sinds de crisis wordt in verschillende internationale gremia gesproken over de aanpak van de risico's van dit financiële schaduwbankwezen. De G20 heeft in november 2010, op de top in Seoul, de Financial Stability Board (FSB) de opdracht gegeven om een overzicht te geven van het schaduwbankwezen en problemen in kaart te brengen. Inmiddels heeft de FSB jaarlijks een rapportage gemaakt en een algemeen actieplan met vijf punten opgesteld (FSB 2013b). Ook de Europese Commissie (EC) heeft een traject achter de rug van consultaties en het publiceren van een actieplan met vijftien punten (EC 2013). Helaas lijkt één onderdeel van het schaduwbankwezen tussen wal en schip te vallen.

...en hun knooppunten

Het schaduwbankwezen is namelijk geconcentreerd op een aantal locaties. Naast de grote financiële centra als New York en Londen spelen ook zogenaamde doorsluitlanden een cruciale rol. Deze groep landen, waaronder Ierland, Luxemburg en Nederland, kent grote financiële stromen die vanuit fiscale motieven het land passeren. Deze fiscaal gedreven grensoverschrijdende bedrijfsstructuren hebben direct en indirect relaties met het schaduwbankwezen. Voornamelijk maken deze financiële activiteiten

echter geen deel uit van de aanpak van het schaduwbankwezen. Wel is een parallel proces van de OESO en eveneens de Europese Commissie gaande op het gebied van belastingontwijking (OECD 2013b). Maar deze beleidsdiscussies hebben geen aandacht voor de overlap tussen de problematiek van belastingontwijking en het schaduwbankwezen.

Doel van de publicatie en leeswijzer

Deze publicatie gaat in op het onderdeel van het schaduwbankwezen dat geconcentreerd is in doorsluislanden, in het bijzonder Nederland. Het deel dat door de bestaande beleidsdiscussies over belastingontwijking genegeerd dreigt te worden. Dit zou een groot gemis zijn omdat het wel degelijke onderdeel is van het schaduwbankwezen en de 'window of opportunity' om dit te agenderen dreigt te verdwijnen.

Eerst wordt een overzicht van zowel de grootte als specifieke kenmerken van het schaduwbanksysteem gegeven. Vervolgens wordt ingegaan op de Nederlandse rol hierin. Ter afsluiting worden een aantal aanbevelingen gedaan.

Wat is schaduwbankieren?

Niet-bank die bankiert...

Het schaduwbanksysteem wordt door de *Financial Stability Board* (FSB)¹ omschreven als een netwerk van niet-bancaire instellingen of entiteiten die krediet verhandelen buiten het reguliere banksysteem. Conventionele banken doen aan looptijdtransformatie door tegoeden met een korte looptijd (deposito's) om te zetten in tegoeden met een lange looptijd (hypotheken). Het schaduwbanksysteem doet hetzelfde als een individuele bank, maar dan als netwerk. Tot het schaduwbanksysteem kunnen dus niet-bancaire entiteiten gerekend worden die activiteiten faciliteren die tot de intermediatie van krediet leiden. Voorbeelden van dergelijke entiteiten zijn securitisering-vehikels en hedgefondsen.

...en nauw verweven is met de banken

Volgens Adair Turner, de voormalige voorzitter van de Britse Financial Services Authority, is het weliswaar in theorie mogelijk om een apart schaduwbanksysteem te hebben, maar is dit in de praktijk niet het geval. De grotere systeembanken zijn op verschillende manieren betrokken en afhankelijk van het netwerk van schaduwbankentiteiten. Met het omvallen van Lehman Brothers werd duidelijk hoe belangrijk de Nederlandse BV (Lehman Brothers Treasury B.V.) was geweest. Deze BV was niet meer dan een brievenbusfirma, zonder medewerkers, maar was door het moederconcern en het in Londen gevestigde Lehman Brothers gemachtigd om \$ 100 miljard aan schuld uit te geven. Bij het faillissement in 2008 had

de Nederlandse BV \$ 34 miljard aan complexe schuld-papieren uitgegeven om de liquiditeitspositie van het moederbedrijf te versterken. Als het faillissement langer op zich had laten wachten dan was de uitgegeven schuld nog hoger geweest. Het moederconcern was voor haar liquiditeitspositie steeds meer afhankelijk geworden van vreemd vermogen dat door deze Nederlandse brievenbusfirma werd uitgegeven. Door deze verstrengeling zijn de risico's die het schaduwbanksysteem kent belangrijk voor het bredere financiële systeem. We hebben dit gezien toen de markt voor *subprime* hypotheeklen in de VS in korte tijd het bredere wereldwijde financiële systeem 'besmette'.

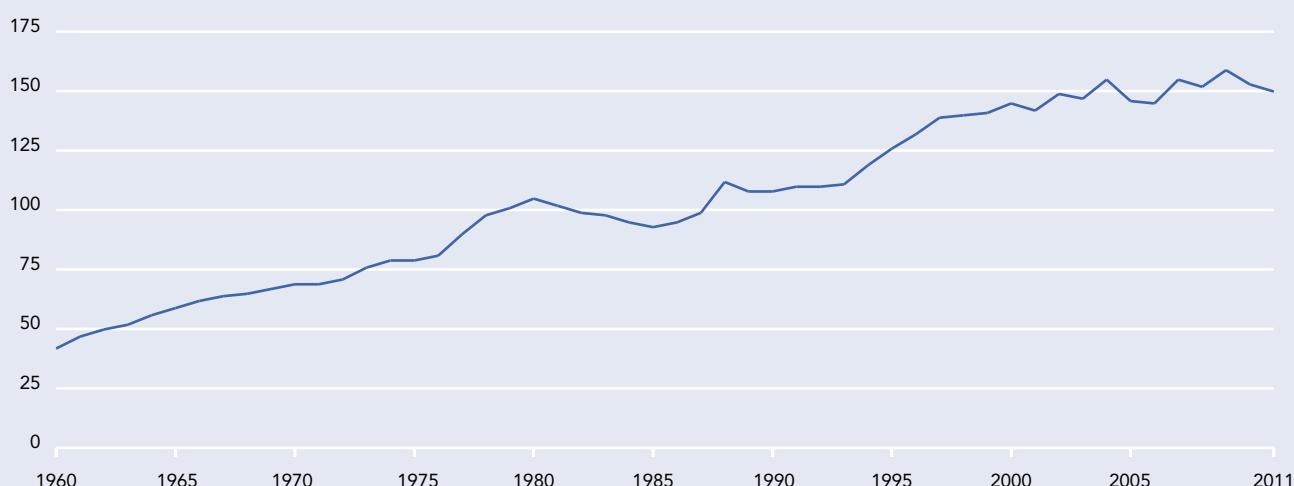
*We need to understand shadow banking not as something parallel to and separate from the core banking system, but deeply intertwined with it.(...)
Shadow banking could, at least theoretically, exist as a standalone system parallel to but quite separate from banking. But in practice it didn't; rather the shadow banking system which actually developed involved complex interconnections between the banking system and shadow banks. (Adair Turner²)*

De omvang van het schaduwbanksysteem is in het nieuwe millennium wereldwijd sterk gegroeid. Het is grotendeels een grensoverschrijdend financieel systeem waarbij actoren van verschillende landen met elkaar in interactie zijn. Nederlandse institutionele beleggers kunnen bijvoorbeeld obligaties uitlenen aan een vermogensbeheerder uit het Verenigd Koninkrijk die dit als onderpand kan gebruiken voor transacties met geldmarktfondsen uit de VS die door een Franse bank worden gebruikt voor de liquiditeitspositie. We zien spelers uit verschillende landen die ieder onafhankelijk onder toezicht staan en opereren binnen een gereguleerd kader. Maar collectief ontstaat een keten waarbij het geheel groter is dan de som der delen. Het gaat daarom ook niet om schaduwbanken maar een schaduwbanksysteem.

Waar komt het vandaan?

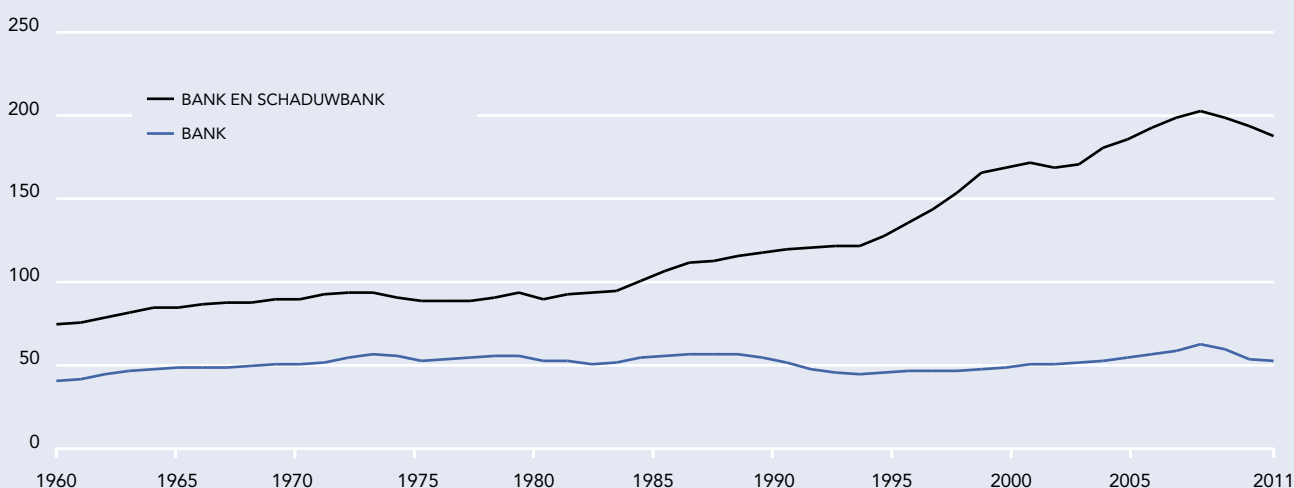
Het financiële systeem was in de naoorlogse periode tot het begin van de jaren 70 nationaal georiënteerd. De strikte regulering van grensoverschrijdende kapitaalstromen in ontwikkelde economieën maakte onderdeel uit van de internationale Bretton Woods structuur. Daarin kregen nationale staten een grotere rol om de economie vorm te geven en een Keynesiaanse politieke agenda te volgen van volledige werkgelegenheid. Vanaf de jaren 70 worden restricties op het internationale kapitaalverkeer geleidelijk opgeheven en breekt een periode aan waarin effectenmarkten en het bankwezen worden gedereguleerd.² In Nederland werd in 1983 een bestaand vergunningsstelsel voor grensoverschrijdende financiële transacties

Grafiek 1 Private leningen als percentage van deposito's bij commerciële banken in Nederland



Bron: *Financial Development and Structure Dataset, World Bank*

Grafiek 2 Uitgifte van private schuld in de VS als % van het BNP, met en zonder schaduwbanken



Bron: *Financial Development and Structure Dataset, World Bank*

van juridische entiteiten van buitenlandse multinationals, zogenaamde brievenbusfirma's afgeschaft. Dit leidde tot een sterke toename van dit type instellingen.⁴

Binnen deze nieuwe institutionele omgeving, waarin globalisering en deregulering steeds dominanter werden, groeien in de jaren 90 ook de balansen van banken. Een belangrijke rol is weggelegd voor de groei van hypotheek van huishoudens. Vooral de opkomst van het securitiseren, het verpakken en verhandelen van krediet, in het bijzonder hypotheek, maakte een snelle groei van privaat krediet mogelijk. Tussen 1996 en 2009 steeg het uitstaande gesecuritiseerde bedrag van nul tot € 350 miljard in Nederland. In de VS en het Verenigd Koninkrijk neemt het securitiseren al eerder een vlucht en is ook een sterke groei van private

schuld zichtbaar. In deze periode wordt het verschil in de uitgifte van krediet enerzijds en deposito's bij banken anderzijds, de zogenaamde 'funding gap', steeds groter. Securitiseren en interbancaire leningen worden steeds belangrijker voor banken om liquiditeitspositie bij deze groeiende kredietverstrekking op peil te houden.

In het nieuwe millennium zien we dat dit proces, waarbij banken steeds minder steunen op het traditionele bankieren dat gebaseerd is op deposito's, zich versterkt. Vreemd vermogen wordt belangrijker. Het financiële landschap wordt meer divers en manifesteert zich steeds sterker naast het reguliere banksysteem. Dit betekent dat steeds meer niet-bancaire financiële instellingen betrokken zijn bij het verstrekken en verhandelen van krediet. Deze activiteiten

worden later als schaduwbankactiviteiten omschreven. Zolang een door schuld gedreven economisch model dominant blijft, met een centrale rol voor hypotheeken, blijft het schaduwbanksysteem noodzakelijk om naast het conventionele banksysteem krediet te verstrekken. Het schaduwbanksysteem zorgt er dus voor dat de totale hoeveelheid schuld verder toeneemt dan het conventionele banksysteem zou toelaten. Hieronder is dit geïllustreerd voor de VS waarbij te zien is dat het conventionele banksysteem vanaf het midden van de jaren 90 relatief een steeds kleiner deel van het totale uitstaande krediet uitsteekt.

The interlinkages between the financial sector, and in particular between the “bank regulated” institutions and other financial intermediaries, have increased considerably over the last decade, presumably increasing the risk of contagion through transmission of shocks across institutions. Euro area banks rely more on funding from the financial sector (including other banks) than in the past. The increase is due to financing from the other financial intermediaries (OFI) sector, which includes shadow banking entities. This funding is mainly short-term and therefore more susceptible to runs and to the drying-up of liquidity. (ECB 2012)

Wat is het probleem?

Wel de bancaire risico's, niet het vangnet

Het cruciale probleem van het schaduwbanksysteem is dat naast het gereguleerde en conventionele banksysteem een financieel systeem opereert dat niet kan terugvallen op garanties en liquiditeitssteun van een centrale bank. Systeemrisico's kunnen hierdoor heel moeilijk ingedamd worden, terwijl besmetting vanuit het schaduwbankwezen naar het conventionele financiële systeem heel snel kan gaan, zoals in 2008 duidelijk werd. Dit financiële systeem is hiermee te vergelijken met de situatie voor het bestaan van het depositogarantiestelsel en voordat centrale banken als 'lender of last resort' voor banken optraden. Met het depositogarantiestelsel worden banktegoeden tot een bepaalde hoogte gegarandeerd zodat een verlies van vertrouwen in een bank minder snel tot een 'bankrun' leidt. Het ontbreken van deze publieke vangnetten is een belangrijke eigenschap van het schaduwbanksysteem.

Inherent instabiel en procyclisch

Naast het ontbreken van garanties en directe liquiditeitssteun, is het schaduwbanksysteem inherent instabiel en procyclisch. Dit komt door een aantal eigenschappen van dit complexe en dynamische netwerk.⁵ In de eerste plaats is er sprake van een sterke vorm van informatie asymmetrie. Dit wil zeggen dat bij transacties de informatiepositie

ongelijk is. De waardering van financiële instrumenten is lastig objectief vast te stellen doordat veel onderhands geplaatst wordt en door het ontbreken van een liquide markt. Het gaat vaak ook om complexe, samengestelde producten die niet goed te vergelijken zijn.⁶

Het probleem van een procyclische markt wordt versterkt doordat instellingen die actief zijn binnen dit systeem sterk leunen op kort vreemd vermogen. Hierdoor kan een kleine negatieve waardeontwikkeling van het eigen vermogen zich vertalen in een 'rush to the exit'. Hierbij proberen verschillende spelers tegelijkertijd activa te verkopen waardoor de prijs zakt. Solvabele partijen kunnen hierdoor in directe liquiditeitsproblemen komen waardoor het proces van gedwongen verkopen wordt versterkt.

Shadow banking activities are exposed to similar financial risks as banks, without being subject to comparable constraints imposed by banking regulation and supervision. For example, certain shadow banking activities are financed by short-term funding, which is prone to risks of sudden and massive withdrawals of funds by clients. (EC 2012)

High leverage can increase the fragility of the financial sector and be a source of systemic risk. Shadow banking activities can be highly leveraged with collateral funding being churned several times, without being subject to the limits imposed by regulation and supervision. (EC 2012)

En een uitstraling naar het reguliere bankwezen

Het schaduwbankwezen heeft een mengeling van eigenschappen die inherent instabiel zijn zonder dat een werkbare publiek vangnet een uitdijend vertrouwensverlies in kan dammen. Doordat bovendien conventionele banken afhankelijk zijn van het schaduwbanksysteem zijn er grote verwevenheden. Ten slotte is het de vraag wat de politiek-economische effecten zijn van een conventioneel banksysteem dat onder toezicht en controle staat en een parallel financieel systeem dat opereert in een regelarme omgeving. Een mogelijk resultaat is regelgevingsarbitrage waarbij financiële activiteiten verschuiven van het gereguleerde domein naar het minder gereguleerde domein. Hierdoor worden de middelen en mogelijkheden voor toezichthouders om hun controle taak uit te oefenen in het kader van macroprudentieel toezicht minder effectief. Het kan ook een 'chilling effect' hebben op regelgeving en toezicht op reguliere banken, vanuit de gedachte dat deze activiteiten anders naar het geheel ongeregelde schaduwbankwezen verhuizen en daarmee per saldo de risico's doen toenemen.

Tabel 1 Activa als % van het BNP in 2012, top 9

Land	OFI-sector	Conventionele banken
Nederland	564,7	370,4
Verenigd Koninkrijk	354,4	800,5
Zwitserland	233,5	353,4
Eurogebied	183,7	302,5
Hong Kong	171,4	728,3
Verenigde Staten	165,9	95,6
Zuid-Korea	108,3	195,5
Frankrijk	96,2	366,1
Canada	92,1	217,6

Bron: FSB 2013

The financial crisis has highlighted the systemic risks that shadow banking can pose. The securitization function to create private "safe" assets broke down before the crisis, as it became apparent that the process ignored some aggregate risks. The breakdown had significant real and financial spillovers. There are systemic risks in collateral intermediation, too, notably the inherent instability of the dealer-bank business model with risk of runs by customers and providers of short-term funding. Finally, the crisis revealed widespread regulatory arbitrage, a high procyclicality of shadow banking (with implications for monetary policy), and fiscal risks associated with crisis management in shadow banking. These risks, spillovers, and regulatory arbitrages call for policy responses. (IMF 2012)

Omvang en locatie van het schaduwbanksysteem

Om de omvang van het schaduwbanksysteem te meten gebruikt de FSB de categorie 'overige financiële instellingen' (OFI). Deze categorie bestaat uit alle financiële instellingen behalve banken en institutionele beleggers. In het 'Shadow banking monitoring report 2013' van de FSB staat beschreven hoe de omvang van de OFI-sector zich heeft ontwikkeld in de laatste jaren. In de FSB-landen plus alle EU-landen samen, groeide de omvang van de OFI-sector van \$26 biljoen in 2002 tot ruim \$71 biljoen in 2012.

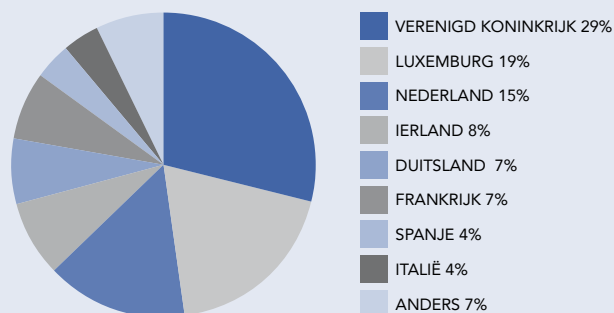
Schaduwbanksysteem geografisch geconcentreerd...

Het is van belang om te zien dat het schaduwbanksysteem niet gelijk verdeeld is over de verschillende nationale economieën. Sommige landen hebben een veel grotere OFI-sector dan andere. Het zijn in de eerste plaats ontwikkelde economieën met diepe (grote liquide) kapitaalmarkten die een grotere schaduwbanksector hebben. Tabel 1, met data uit hetzelfde FSB-rapport, laat de negen FSB-landen zien met de grootste schaduwbankactiva als gedeelte van hun bruto nationale inkomen (BNP). Nederland voert deze lijst aan met relatief de grootste schaduwbanksector. Op deze lijst staan echter alleen de landen die lid zijn van de FSB, hierdoor worden een aantal belangrijke landen niet meegenomen. Uit cijfers van de EC hieronder blijkt dat Ierland en Luxemburg ook een bijzonder grote schaduwbanksector hebben.

...in de bekende financiële centra en doorsluislonden

Het schaduwbanksysteem is grensoverschrijdend van aard en is daarom ook georganiseerd in internationale financiële centra zoals New York, Londen en Hong Kong. Op deze locaties vinden we de belangrijkste vermogensbeheerders, banken, dealers en geldmarktfondsen. Naast deze knooppunten in het financiële verkeer spelen ook zogenaamde doorsluislonden een rol bij OFI-activiteiten. Dit zijn financiële centra die disproportioneel veel diensten aanbieden aan buitenlandse partijen. Kapitaal wordt aangetrokken en uitgezet door partijen die niet ingezet zijn. De omvang van de financiële stromen vanuit en naar het buitenland staan niet in verhouding tot de nationale economie. In het taartdiagram 'grafiek 3' is te zien hoe de OFI-sector is verdeeld over verschillende landen in de EU. Het is duidelijk te zien dat na het Verenigd Koninkrijk, de doorsluislonden – Ierland, Nederland en Luxemburg – een

Grafiek 3 Omvang van OFI-sector in de EU 27 in 2010



Bron: EC 2012a

disproportioneel grote OFI-sector hebben ten opzichte van hun economische gewicht.⁷

De doorsluislanden worden vooral gekarakteriseerd door de aanwezigheid van zogenaamde *special purpose entities* (SPE's)⁸. Dit zijn juridische entiteiten, meestal zonder personeel of enige reële economische activiteit, die een bedrijf of instelling in eigendom van niet ingezetenen een domicilie geeft in een bepaalde jurisdictie. Deze SPE's worden, volgens het *Base Erosion and Profit Shifting* rapport van de OESO uit 2013, op grote schaal door multinationale ondernemingen gebruikt om de belastingdruk internationaal te verlagen. Het zijn juridische containers (brievenbusfirma's) die als schakel dienen voor financiële en economische activiteiten in verschillende landen, zonder dat hierbij ook noodzakelijk een economische aanwezigheid is.

In general terms SPE's are entities with no or few employees, little or no physical presence in the host economy, whose assets and liabilities represent investments in or from other countries, and whose core business consists of group financing or holding activities. (OESO 2013)

Schaduwbankactiviteiten in Nederland

Financiële en niet-financiële special purpose entities (brievenbusfirma's)

De SPE's en de achterliggende dienstverlenende industrie, zoals advocaten-, trust- en accountancykantoren, zijn in Nederland betrokken bij een grote verscheidenheid aan activiteiten. Variërend van het functioneren als financieringsmaatschappij tot houdstermaatschappij. De groep van SPE's in Nederland is dus niet homogeen, maar kan voor

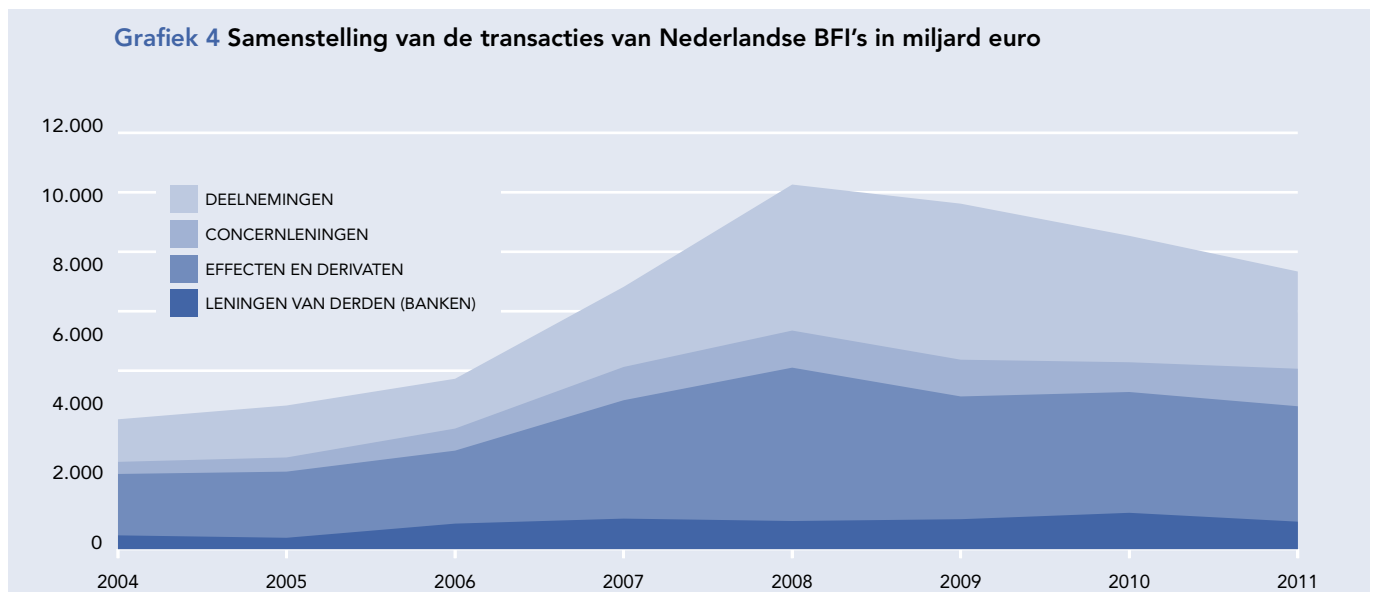
verschillende doelen worden ingezet door de buitenlandse aandeelhouder. Volgens De Nederlandse Bank (DNB) is het van belang om een onderscheid te maken tussen financiële SPE's en niet-financiële SPE's. Volgens DNB behoren alleen financiële SPE's tot het schaduwbankwezen. Dit onderscheid wordt gemaakt op basis van de aard van de buitenlandse eigenaar van de Nederlandse SPE.

Als de Nederlandse SPE een buitenlandse eigenaar heeft die een bank of een financiële instelling is (bancair of niet), dan betreft het een 'financiële SPE'. In het geval dat het eigendom afkomstig is van een niet-financiële instelling dan betreft het een 'niet-financiële SPE'. Door dit onderscheid te maken heeft DNB het aandeel van Nederland in de schaduwbankstatistieken van de FSB aanzienlijk verlaagd. Het balanstotaal van niet-financiële SPE's (€ 1.500 miljard) is 75 procent van het totale balanstotaal van SPE's in Nederland.⁹ Hiernaast heeft DNB een aantal specifieke sectoren geïdentificeerd, naast de financiële SPE's, die ook onder het schaduwbanksysteem gerekend kunnen worden waaronder securitiseringsvehikels en hedgefondsen met een totaal balanstotaal van € 478 miljard.¹⁰ Deze nuancering van DNB is belangrijk. Hiermee laat DNB zien dat de OFI-sector waarschijnlijk te breed is om de omvang van het schaduwbankwezen effectief te meten omdat het ook activiteiten omvat die niet onder schaduwbanken vallen. Dit betekent dat ook in de andere doorsluislanden met een omvangrijke SPE-sector, zoals Ierland en Luxemburg, de gemeten schaduwbank volumes wellicht kleiner zijn omdat in de brede OFI-categorie niet het onderscheid wordt gemaakt die DNB wel maakt.

Onderscheid daartussen niet altijd helder

De stelligheid waarmee DNB de grens trekt tussen SPE's die 'financieel' en 'niet-financieel' zijn om de omvang van

Grafiek 4 Samenstelling van de transacties van Nederlandse BFI's in miljard euro



Bron: De Nederlandsche Bank (http://www.dnb.nl/binaries/Tabellen_tcm46-284530.pdf)

het schaduwbankwezen te meten is echter problematisch. Ten eerste geeft de manier waarop Bijzondere Financiële Instellingen (BFI's) worden geclassificeerd door DNB slechts de mogelijkheid om één classificeringscode op te nemen. Een multinationale onderneming die niet als primaire activiteit financiële activiteiten ontplooit en een BFI in Nederland heeft, kan door deze vorm van classificeren onder een niet-financiële BFI vallen terwijl de Nederlandse SPE schuld uitgeeft of verhandelt. Deze categorisering is minder geschikt voor bedrijfsstructuren waarin financiële activiteiten een steeds nadrukkelijker rol zijn gaan spelen in de bedrijfsvoering. Het securitiseren van autoleningen en ander consumptief krediet door niet-financiële instellingen, waarbij een autoproducent betrokken is, is bijvoorbeeld geen uitzondering.¹¹ Ook is bij handelsmaatschappijen voor grondstoffen zichtbaar dat innovatieve financiële transacties die handelsvolumes als onderpand gebruiken steeds meer lijken op schaduwbankactiviteiten.¹² Financieringsmaatschappijen die buitenlands kapitaal aantrekken doen dit ook onderhands via niet-bancaire financiële instellingen zoals participatiemaatschappijen. Het is niet duidelijk of het classificerende kader van DNB geschikt is om bedrijven in het tijdperk van financialisering in sluitende binaire categorieën op te delen van 'niet-financieel' en 'financieel'. In plaats van een zwart-witbeeld is er sprake van veel meer grijswaarde.

Een tweede punt is de 'cash pool' functie die veel Nederlandse SPE's van niet financiële instellingen hebben. Dit zijn *treasury* activiteiten die erop gericht zijn financiële verplichtingen binnen een concern te beheren en tegen elkaar weg te strepen. Het heeft de functie van een 'bank' binnen een multinationaal bedrijf, waarbij een 'cash pool' als intermediair kan optreden tussen tijdelijke overschotten en financieringsbehoeften. De omvang van de overschotten is wereldwijd sinds de financiële crisis sterk toegenomen. De OESO maakte in het BEPS-rapport in 2013 melding van \$ 1.700 miljard aan inkomsten die om fiscale redenen geparkeerd staan in offshore jurisdicties¹³. Een voorbeeld is Apple dat in 2014 \$ 130 miljard in het buitenland heeft geparkeerd omdat het repatriëren naar de VS zou betekenen dat hier belasting over betaald moet worden.¹⁴ Volgens een studie behoren Amsterdam samen met Londen en Singapore wereldwijd tot de meest geschikte locaties voor een cash pool vanwege de specifieke regelgeving, het fiscale klimaat en de kwaliteit van de financiële dienstverlening.¹⁵

In een IMF studie wordt gewezen op de rol van cash pools bij het schaduw banksysteem doordat deze overschotten aan liquide middelen worden uitgeleend aan derden.¹⁶ De cash pools zijn daarmee zelf een actief onderdeel van het schaduwbanksysteem Dit betekent dat ook het aandeel van niet schaduwbank gerelateerde SPE's in Nederland niet direct valt uit te sluiten van de risico's die door het schaduwbanksysteem worden gecreëerd.

FSB overschat en DNB onderschat omvang Nederlandse schaduwbanken

Kortom, de omvang van het schaduwbankwezen in Nederland wordt door de FSB waarschijnlijk overschat omdat het SPE's meetelt die geen rol hebben in het schaduwbanksysteem. Nederland kent wereldwijd de grootste fiscaal gedreven stromen van buitenlandse directe investeringen in SPE's. De grafiek hieronder geeft een overzicht van de waarde van de transacties van alle Nederlandse SPE's, opgesplitst naar het type transactie. Het laat duidelijk zien dat de grootste omzet plaatsvindt in het aantrekken en uitlenen van kapitaal. Deze cijfers geven de jaarlijkse inkomende en uitgaande stromen aan, waardoor het een dubbeltelling is. In 2011 betrof de doorstroom ruim €4.000 miljard, waarbij de categorie concernleningen en leningen van derden de grootste omzet genereerden. Deze enorme brievenbussector is verantwoordelijk voor een groot deel van de financiële activiteiten die door de FSB onder de noemer van OFI-activiteiten worden geteld. Aan de andere kant onderschat DNB waarschijnlijk de omvang door een te zwart-witbeeld te schetsen van de zeer omvangrijke en diverse Nederlandse SPE-sector.

Onvoldoende toezicht op SPE's in Nederland

Ten slotte is de rol van de financiële SPE's in Nederland ook een belangrijke factor in het schaduwbankwezen. De structuur die Lehman Brothers gebruikte om buiten de VS via een netwerk van SPE's, met een centrale rol voor de Nederlandse BV, vreemd vermogen op te halen is niet uniek. In Nederland zijn alle wereldwijde systeembanken op een soortgelijke manier actief. De structuren die deze banken gebruiken maken allemaal gebruik van Londen als aansturend financieel centrum. Hier worden partijen bij elkaar gebracht, de taken verdeeld en vindt de administratieve afhandeling en verkoop plaats. In Amsterdam wordt de SPE geplaatst die formeel de schuld uitgeeft. De Beurs van Dublin (en meestal Luxemburg als tweede locatie) is vrijwel zonder uitzondering de locatie waar de effecten van de Nederlandse SPE worden genoteerd. Het toezicht op dit netwerk van grensoverschrijdende activiteiten vindt plaats in het land van herkomst van de buitenlandse bank (*'home supervisor'*) waar deze activiteiten worden geconsolideerd. Hierdoor is er geen direct toezicht vanuit DNB op de activiteiten die de financiële SPE's verrichten in Nederland.

Het faillissement van Lehman Brothers heeft aangetoond dat de complexe grensoverschrijdende kluwen van bankonderdelen veel tijd vergt om te ontrafelen. Dit geldt in het bijzonder voor complexere samengestelde financiële producten waarbij een breder netwerk van instellingen betrokken is als tegenpartij voor derivaten. Het is de vraag

of de onnodig complexe structuur waarbij een fiscaal gedreven netwerk van SPE's zorgt voor de liquiditeits-behoefte van systeembanken bijdraagt aan het verminderen van systeemrisico's. Deze vraag is voor Nederland bijzonder relevant omdat buitenlandse banken de Nederlandse jurisdictie gebruiken voor de uitgifte van schuld om wereldwijde operaties met vreemd vermogen te financieren.

De beleidsdiscussies

Over schaduwbankieren...

Het schaduwbankwezen is geconcentreerd in de grote financiële centra en doorsluislanden. Het gedeelte dat plaatsvindt in doorsluislanden is vaak niet meer dan een SPE dat een domicilie biedt aan het netwerk van financiële activiteiten in een land dat fiscaal aantrekkelijke structuren toestaat. De beleidsdiscussie die sinds het uitbreken van de kredietcrisis over het schaduwbankwezen heeft plaatsgevonden in internationale fora als de G20, de FSB, het IMF en de EC, heeft echter vooralsnog geen aandacht besteed aan de ruimtelijke concentratie van OFI-activiteiten in doorsluislanden. De focus ligt vooralsnog op de algemene kenmerken van het schaduwbankwezen en hoe deze te koppelen aan specifieke activiteiten en actoren. De problematische kenmerken zijn volgens de FSB en de EC: (A) de verwevenheid tussen het reguleren bankwezen met het schaduwbanksysteem; (B) het inherent instabiele karakter; (C) en het gebruik van excessief veel vreemd vermogen. Naast de FSB zijn ook de International Organization of Securities Commissions (IOSCO) en de Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) onderdeel van het G20 initiatief. Het is hun taak om in samenspraak met de FSB in specifieke deelmarkten en voor specifieke actoren regelgeving en toezicht te ontwikkelen. De nadruk wordt vooralsnog gelegd op geldmarktfondsen, securitiseringsvehikels en het uitlenen van effecten. Een van de vijf aandachtspunten van de FSB zijn 'andere' OFI-entiteiten, wat nog niet verder is uitgewerkt.¹⁷

... en over belastingontwijking...

Een ander debat dat parallel wordt gevoerd bij de G20, de OESO, de EC en sinds kort ook het IMF en de VN, gaat over de uitholling van publieke financiën door de sterk toegenomen agressieve fiscale planning door multinationale ondernemingen. Het ontwijken van belasting door multinationale ondernemingen hangt zeer sterk samen met het gebruik van SPE's in doorsluislanden. Deze beleidsdiscussie, gericht op het indammen van mogelijkheden om door middel van arbitrage (het schuiven met winsten over landsgrenzen) belasting te ontwijken in landen waar economische activiteiten plaatsvinden, is op dit moment gescheiden van de beleidsdiscussies over het schaduwbankwezen. Het gevolg van deze gescheiden beleidsdiscussies is dat de rol van SPE's in het schaduwbankwezen niet aan de orde wordt gesteld.

... raakt elkaar

Dit is onterecht omdat SPE's in doorsluislanden wel degelijk een aanzienlijk deel van de OFI-kapitaalstromen faciliteren. Een groot deel van deze OFI-kapitaalstromen die door SPE's stroomt, is niet gerelateerd aan het schaduwbankwezen, zoals DNB heeft laten zien. Maar het deel dat direct en indirect wel betrokken is bij het schaduwbankwezen blijft, gezien de omvang van de kapitaalstromen, te groot om te negeren. Het is ook van belang om vast te stellen dat het grotendeels dezelfde vestigingsfactoren zijn die de schaduwbank gerelateerde en de niet schaduwbank gerelateerde OFI-activiteiten aantrekken. Het fiscale klimaat, de kwaliteit van de financiële dienstverlening en gunstige institutionele voorwaarden spelen een centrale rol bij OFI-activiteiten die in de doorsluislanden gevestigd zijn. Het faciliteren van fiscale arbitrage door de doorsluislanden is dus direct gerelateerd aan het aantrekken van schaduwbankactiviteiten.

Ten slotte blijft het schaduwbankwezen tot op heden een lastig te omschrijven en te meten marktomgeving.¹⁸ Het is ook aan verandering onderhevig. En een niet onbelangrijk deel van de wereldwijde OFI-activiteiten zijn niet in duidelijke categorieën te plaatsen. De grootste subcategorie in de 2013 FSB-monitoring van schaduwbankactiviteiten betreffen twee restcategorieën die samen 44 procent van het wereldwijde OFI-balanstotaal uitmaken.¹⁹ Het basisprincipe dat de FSB hanteert om de omvang en rol van de verschillende OFI-onderdelen bij het schaduwbankieren te bepalen, is het systeem in eerste instantie breed definiëren ('cast the net wide') om het later af te bakenen.²⁰

Given the fluid, evolving nature of financial systems, it is crucial for the authorities to take a practical two-step approach in defining the shadow banking system. First, authorities should cast the net wide, looking at all non-bank credit intermediation to ensure that data gathering and surveillance cover all areas where shadow banking-related risks to the financial system might potentially arise. Second, authorities should narrow the focus for policy purposes to the subset of non-bank credit intermediation where there are (i) developments that increase systemic risk (in particular maturity/liquidity transformation, imperfect credit risk transfer and/or leverage), and/or (ii) indications of regulatory arbitrage that is undermining the benefits of financial regulation. (FSB 2011)

De vraag is of het macroprudentieel toezicht – dat behoort te kijken naar de risico's die systeem breed tot stand komen en in eerste instantie niet goed te benaderen zijn vanuit individuele instellingen, entiteiten en activiteiten – gebaat is bij de ex ante strakke afbakening van DNB. Een benadering die achteraf te breed blijkt te zijn (voorzorgsprincipe) is hier wellicht beter op zijn plaats dan een benadering die

achteraf te smal bleek te zijn. De kosten van het te breed definiëren is dat SPE's die om fiscale redenen een brievenbusfirma's in Nederland hebben, worden meegenomen in de analyse en aanbevelingen, zonder dat ze ertoe doen. De kosten van het te smal definiëren is dat instellingen die risico's herbergen buiten het zicht blijven, met alle maatschappelijke repercussies van dien. De vraag is welk belang het primaat hier heeft. Het belang van het faciliteren van belastingontwijking of dat van financiële stabiliteit.

Conclusie

De financiële crisis heeft laten zien hoe dramatisch de effecten kunnen zijn van een financieel systeem dat te groot, complex en instabiel is. De economische crisis en de euro-crisis die het gevolg waren van de financiële crisis zullen nog lang hun sporen nalaten. Terwijl de rol van het reguliere bankwezen uitgebreid aan de orde is gekomen in bijvoorbeeld de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel en de behandeling van de commissie structuur Nederlandse banken, heeft het schaduwbankwezen in studies en debatten van het Nederlandse parlement weinig aandacht gehad. Doordat de sector van fiscaal gedreven SPE's vooralsnog niet in verband wordt gebracht met het schaduwbankwezen, valt het debat hierover tussen twee parallel aan elkaar lopende beleidsdiscussies.

De ene beleidsdiscussie richt zich op het wereldwijde schaduwbankwezen en het andere debat richt zich op belastingontwijking. In Nederland komen de praktijken van schaduwbankieren en belastingontwijking samen. En daarom moet ook het debat in Nederland zich toespitsen op de activiteiten die door het Nederlandse vestigingsklimaat, regelgeving en competitieve dienstverlenende sector mogelijk worden gemaakt. De aanzet die DNB gaf om de omvang van het schaduwbankwezen in Nederland te kwantificeren zou niet het einde maar juist het begin moeten zijn van een publieke en politieke discussie over de aard en de omvang van het schaduwbankwezen in Nederland. Te meer de rol van Nederland als vestigingsplaats voor de financieringsmaatschappij voor het Lehman Brothers concern heeft aangetoond dat activiteiten in Nederland een aanwijsbaar negatieve bijdrage kunnen leveren aan de opbouw van wereldwijde systeemrisico's. Het schaduwbankwezen is een dynamische marktomgeving die verweven is met het conventionele banksysteem. De private schuldquote is nog steeds structureel hoger dan het conventionele bankwezen kan financieren. Met name hypotheek blijven een bijzonder groot deel van de totale uitstaande schuld. Als gevolg van de financiële crisis is het regelgevende kader van banken aangescherpt en zijn kapitaaleisen verhoogt. Dit kan tot een verschuiving leiden van de uitgifte van krediet door het conventionele banksysteem naar schaduwbankentiteiten die in een regel

arme omgeving opereren. Het gevaar van een 'waterbed effect', waarbij de aanscherping van de regulering in één domein leidt tot de verschuiving van activiteiten naar het minder gereguleerde domein, ligt hier op de loer.

Het bestaan van twee verschillende financiële domeinen die verweven zijn met elkaar en de complexe grensoverschrijdende structuur die het totaaloverzicht bij nationale toezichthouders kan ontnemen, is in 2008 gevaarlijk gebleken. Het ontbreken van middelen om een uitdijend vertrouwensverlies in het schaduwbankwezen in te dammen kan zo uiteindelijk de kosten hiervan weer op het bord van de belastingbetaler terecht doen komen. Om dit te voorkomen is het beter om vooralsnog een breed blikveld te hebben over entiteiten, activiteiten en markten die risico's kunnen voeden, versterken en verbergen. In dit kader worden hier een aantal aanbevelingen gedaan.

Aanbevelingen

❑ **Neem de concentratie van OFI-activiteiten in doorsluitlanden op in de analyse van het schaduwbankwezen.**

De grote omvang van de OFI-sector in Nederland,erland en Luxemburg stelt financiële en niet financiële ondernemingen in staat om complexe grensoverschrijdende bedrijfsstructuren op te zetten. Het voornaamste doel van deze complexe structuren is het verlagen van de wereldwijde belastingdruk. Deze groep van fiscaal gedreven structuren is divers. Enerzijds zijn er duidelijk aanwijsbare verbindingen te leggen met het schaduwbankwezen als het structuren betreft van financiële instellingen of banken. Anderzijds zijn ook de activiteiten van niet-financiële ondernemingen niet volledig uit te sluiten van deelname aan schaduwbankactiviteiten.

❑ **De rol van SPE's moet op de schaduwbankagenda van de FSB en de EC komen te staan.**

Het gat tussen de twee beleidsdiscussies moet worden overbrugd. De rol van SPE's moet naast de bestaande aandachtsgebieden een rol krijgen in de beleidsdiscussie en actiepunten wat betreft schaduwbankieren. DNB heeft vooralsnog een actieve rol gespeeld in het buiten de FSB-discussie houden van de Nederlandse SPE-sector. Doordat Ierland en Luxemburg geen lid zijn van de FSB worden de SPE-sectoren van deze landen niet opgenomen in de analyse van de FSB. DNB zou juist vanwege haar opgave om een effectief macro-prudentieel toezichtkader te ontwikkelen de negatieve externaliteiten van de grote SPE-sector in Nederland moeten betrekken bij de analyse van het schaduwbankwezen in Nederland.

□ **De potentiële verwevenheid tussen belastingontwijking en het schaduwbankwezen moet betrokken worden bij de BEPS-agenda van de EC en de OESO**

De discussie over belastingontwijking en de ontwikkeling van een effectief actieplan door de OESO en de EC is gebaat bij het betrekken van het schaduwbankwezen. Het betrekken van de effecten van grootschalige kapitaalstromen die fiscaal gedreven zijn op systeemrisico's in financiële markten kan tot specifieke aanbevelingen en acties leiden. Bijzondere aandacht hierbij verdient het idee om hogere kapitaaleisen te stellen aan SPE's die betrokken zijn bij intra-firma financiële transacties en het extern aantrekken van financiële middelen. Ook moeten de verschillende type regelgeving per lidstaat ten aanzien van (nationale) cash pools onderzocht worden op onwenselijke vormen van regelgevingsarbitrage.

□ **Monitoring van activiteiten blijft noodzakelijk.**

Meten is weten. De grote omvang van de SPE-sectoren in de doorsluislanden verdienen blijvende aandacht. In dit kader is het van belang dat Ierland, Luxemburg en het Verenigd Koninkrijk openbaar toegankelijke data presenteren die vergelijkbaar zijn met de SPE-gegevens van DNB. Het is van belang dat de nationale toezichthouders en statistische bureaus een breed blikveld blijven hanteren en niet te snel overgaan tot het vernauwen van de definitie van het schaduwbankwezen. De rol van financiële constructies binnen niet financiële multinationale ondernemingen is aan verandering onderhevig. De zoektocht naar fiscale en regelgevingsarbitrage door financiële instellingen en banken en de zeer dynamische markt van niet bancaire-financiële entiteiten maken een terugkerende analyse onontbeerlijk.

Referenties

- DNB (2012). Het schaduwbankwezen: een verkenning. DNB Occasional Studies, DNB.
- DNB (2008). Nederland nog steeds aantrekkelijk voor bfi's. Statistisch bulletin september 2008.
- DNB (2000). Special Financial Institutions in the Netherlands. Statistical Bulletin March 2000.
- ECB (2012). Shadow banking in the euro area an overview. Occasional paper series, no 133/April 2012.
- European Commission (2013). Commission's roadmap for tackling the risks inherent in shadow banking. Brussels, 4 September 2013.
- EC (2012a). Non-bank financial institutions: assessment of their impact on the stability of the financial system. Economic papers 427, November 2012.
- EC (2012b). Green Paper Shadow Banking, Brussels 19.3.2012, COM (2012) 102 final.
- FSB (2013). Global Shadow Banking Monitoring Report 2013: Underlying data for Exhibits 2-1, 2-2, and 3-1. FSB
- FSB (2013b). Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. An Overview of Policy Recommendations. FSB
- FSB (2012a). Global Shadow Banking Monitoring Report 2012. FSB
- FSB (2012b). Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking. FSB
- FSB (2011a). Shadow Banking: Scoping the Issues, Financial Stability Board. FSB
- FSB (2011b). Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. FSB
- IMF (2014). What Is Shadow Banking? IMF Working Paper. WP/14/25
- IMF (2012). Shadow Banking: Economics and Policy. IMF Staff Discussion Note. SDN/12/12
- IMF (2011a). Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System. IMF Working Paper, WP/11/190
- IMF (2011b). The Non-Bank-Bank Nexus and the Shadow Banking, IMF Working Paper 11/289, 2011.
- IMF (2008). A New Database of Financial Reforms. IMF Working Paper, WP/08/266
- IMF (2007). Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition. Working Paper No. 07/87.
- OECD (2013). Addressing Base Erosion and Profit Shifting. OECD
- OECD (2013b). Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting. OECD
- SEO (2013). Uit de schaduw van het bankwezen. SEO-rapport nr 2013-31.
- Sinha, A. (2013). Regulation of Shadow Banking – Issues and challenges. BIS central bankers speeches.
- Turner, A. (2012). Shadow banking and financial instability. Speech at Cass Business School on March 14.
- New York Fed (2010). Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458, 2010.

Eindnoten

- 1 De FSB is door de G20 belast met het in kaart brengen van de risico's van het schaduw bancaire stelsel en formuleren van maatregelen om de systeemrisico's in te dammen.
- 2 Turner, A. (2012). Shadow banking and financial instability. Speech at Cass Business School on March 14: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/0314-at.pdf>
- 3 IMF (2008). A New Database of Financial Reforms. IMF Working Paper, WP/08/266
- 4 DNB (2000). Bijzondere Financiële Instellingen in Nederland. Statistisch Bulletin Maart 2000
- 5 Een goed overzicht van de inherente instabiliteit van het schaduw-bankwezen is te lezen in: (2012b). Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking. FSB (2011a). Shadow Banking: Scoping the Issues. European Commission (2012b). Green Paper Shadow Banking, Brussels 19.3.2012, COM (2012) 102.
- 6 New York Fed (2010).). Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458, 2010.
- 7 Landen met een disproportioneel grote financiële sector die voornamelijk diensten aanbied aan niet ingezetenen worden ook wel als 'offshore financial center' getypeerd door het IMF (2007).
- 8 In deze tekst wordt het SPE begrip van de OESO en de FSB gebruikt dat aansluit bij de in Nederland gangbare statistische categorie van DNB en CBS, bijzondere financiële instelling (BFI).
- 9 SEO (2013). Uit de schaduw van het bankwezen. SEO-rapport nr 2013-31
- 10 DNB (2012). Het schaduwbankwezen: een verkenning voor Nederland. DNB occasional studies.
- 11 Een voorbeeld is het Amerikaanse Ford concern dat 100 procent eigenaar is van een bank in Londen (FCE Bank) die schuld uitgeeft via een Nederlandse SPE (Globaldrive Auto Receivables B.V). Deze uitgegeven schuld wordt gebruikt voor het financieren van consumptief krediet van klanten van het Ford concern. Bij het securitiseren waren onder andere Barclays, Deutsche Bank en HSBC betrokken.
- 12 Financial Times (28-04-2014). Financial intermediation and shadow banking through commodities.
- 13 OESO (2013). Addressing Base Erosion and Profit Shifting. OESO, p 70.
- 14 Financial Times (27-04-2014). Apple prepares for \$17bn jumbo bond sale. http://www.treasuryalliance.com/assets/publications/cash/Treasury_Alliance_Notional_Physical_Pooling_Revisited.pdf
- 16 IMF (2013). Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System. IMF Working Paper WP/11/190
- 17 FSB (2013). Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities.
- 18 IMF (2014). What Is Shadow Banking? IMF Working Paper. WP/14/25
- 19 FSB (2013). Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.
- 20 FSB (2011). Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation Recommendations of the Financial Stability Board.

Colofon

Auteur: Rodrigo Fernandez

Layout: Frans Schupp

Foto: Getty Images

ISBN: 978-94-6207-045-5

Met dank aan Ewald Engelen en Rens van Tilburg voor hun inhoudelijke bijdrage.

Deze publicatie is tot stand gekomen met financiële ondersteuning van het Nederlandse Ministerie van Buitenlandse Zaken en het Sigrid Rausing Fonds.

De inhoud van dit paper is de verantwoordelijkheid van SOMO en geeft niet noodzakelijkerwijs de mening weer van het Nederlandse Ministerie van Buitenlandse Zaken of van het Sigrid Rausing Fonds.



Stichting Onderzoek Multinationale Ondernemingen
Centre for Research on Multinational Corporations

Sarphatistraat 30
1018 GL Amsterdam

The Netherlands

T: +31 (0)20 639 12 91

F: +31 (0)20 639 13 21

info@somo.nl

www.somo.nl

SOMO is een onafhankelijke not-for-profit onderzoeks- en netwerkorganisatie. SOMO richt zich op duurzame ontwikkeling, zowel sociaal, ecologisch als economisch.

