

Uitverkoop NL: Beleggingsinstellingen

Stonden of staan Nederlandse beleggingsinstellingen in de uitverkoop? Of hebben Nederlandse beleggingsfondsen juist een “comeback” gemaakt? Dit zijn de centrale vragen in dit artikel. Een aantal jaren geleden schreef Piet Sebrechts van het Holland Financial Centre (HFC) een opiniestuk in Het Financieel Dagblad (Sebrechts, 2010) waarin hij zich zeer tevreden toonde met de verbeteringen die sinds 2005 waren doorgevoerd in het vestigingsklimaat van beleggingsfondsen in Nederland. Met die verbeteringen zou Nederland aantoonbaar beter “scoren” dan Luxemburg, hét beleggingsfondsenland in Europa bij uitstek. De van origine voor de retailmarkt bedoelde beleggingsfondsen, zo stelde Sebrechts in een separaat HFC persbericht uit dezelfde periode (HFC, 2011), zouden zich ook steeds meer ontwikkelen tot een standaard voor de professionele markt. Daar waar Luxemburg dominant is op de markt voor retailfondsen, zou Nederland door de efficiënte, grote en hoogwaardige professionele vermogensbeheermarkt goede kaarten in handen hebben om zich te ontwikkelen tot dé voorkeurslocatie voor professionele fondsen. Op basis daarvan pleitte Sebrechts voor het verplaatsen van Luxemburgse beleggingsfondsen naar Nederland. HFC zou hierin een actieve rol gaan vervullen.

Auteur
Willem van der Scheer¹

In dit artikel wordt een poging gedaan om aan hand van een beschrijving van de ontwikkeling van de Nederlandse beleggingsfondsenmarkt een verklaring te geven voor het feit dat in tegenstelling tot de doelstelling van het HFC er niet *meer* maar juist steeds *minder* vermogen zit in Nederland gedomicilieerde fondsen. Tevens wordt er ingegaan op de vraag of deze ontwikkeling alleen voor Nederland geldt, of dat op andere Europese fondsenmarkten een soortgelijke trend waarneembaar is.

De lokale Nederlandse beleggingsfondsenmarkt vóór de internationalisering

Groei van de Nederlandse beleggingsfondsenmarkt
In haar lijvige proefschrift *Iedereen kapitalist, de ontwikkeling van het beleggingsfonds in Nederland gedurende de 20ste eeuw* geeft Brigitte Slot (Slot, 2004) aan de hand van een aantal tijdsperioden een uitvoerige beschrijving van de opkomst van het fenomeen beleggingsfonds in Nederland. Zo stelt zij dat de eerste op moderne leest geschoeide Nederlandse beleggingsfondsen ontstonden met de oprichting van het Rotterdamsch Beleggingsconsortium (Robeco) eind 1929 en de Hollandsche Belegging en Beheermaatschappij in 1930 (later onderdeel van ABN). De Nederlandse markt voor beleggingsfondsen groeide in de jaren



dertig van 25 miljoen gulden in minder dan tien fondsen (wat neerkomt op ongeveer 0,4% van het toenmalige Bruto Binnenlands Product (BBP)) naar 56 miljoen gulden (0,9% van het BBP) in ruim dertig beleggingsfondsen. Alle grote Nederlandse banken waren bij de oprichting van deze fondsen betrokken. De grootste drie fondsen waren aan het einde van die periode: Robeco (14,9 miljoen gulden), het Algemeen Nederlandsch Beleggingsdepot (7,0 miljoen gulden) en Springbokken (4,9 miljoen gulden). Als een tweede belangrijke periode voor de ontwikkeling van de Nederlandse markt voor beleggingsfondsen wordt de periode na de Tweede Wereldoorlog tot het begin van de jaren zestig beschouwd. Door Slot wordt deze periode aangeduid als de ‘acceptatiefase’ van het beleggings-

‘de omvang van de lokale Nederlandse beleggingsfondsenmarkt is van eind 2001 tot eind 2013 van EUR 60,5 miljard tot EUR 47,0 miljard gedaald’

fonds in Nederland, aangezien men de fondsen beschouwde als een belangrijke katalysator voor de wederopbouw en industrialisatie van Nederland. In die periode groeide de Nederlandse markt van ruim 100 miljoen (0,9% van het BBP) naar ruim twee miljard gulden (3,9% van het BBP), al was een belangrijk deel van deze groei te danken aan de zeer goede beleggingsresultaten tijdens de beurshausse van de jaren vijftig. Na deze periode van acceptatie volgden er twee perioden van sterke groei, enerzijds de jaren 1963 tot 1973, doordat een aantal belangrijke barrières voor deelname aan een beleggingsfonds werd weggenomen (onder andere door de invoering van het girale salarissysteem in het midden van de jaren zestig) en anderzijds de jaren tachtig, toen de start van de wereldwijde haussemarkt

voor aandelen en obligaties een keerpunt in de ontwikkeling van de markt voor beleggingsfondsen betekende. Het laatste decennium van de twintigste eeuw kan worden gekenmerkt als het volwassen worden van de Nederlandse beleggingsfondsenmarkt, vanwege het steeds uniformer worden van de fondsen, hetgeen op zijn beurt weer kwam door toenemende concurrentie tussen fondshuizen. Uit tabel 1 blijkt de spectaculaire groei van de markt in de periode 1973 tot 2000, waaruit ook valt af te leiden dat de sterke concentratie van aanbieders (weergegeven door de top drie Robeco, ABN AMRO en ING) is afgenomen. In die tijd bestond de Nederlandse markt nagenoeg uitsluitend uit Nederlandse fondsen van Nederlandse aanbieders.

Nederlandse beleggingsfondsenstructuren

Nederland kent sinds 1969 de Fiscale Beleggingsinstelling (FBI). Deze structuur is voor Nederlandse beleggers gunstig, aangezien de FBI toegang heeft tot de Nederlandse belastingverdragen. Op basis daarvan wordt bronbelasting op ontvangen dividenden beperkt en bovendien kan toch betaalde bronbelasting op een gunstige manier verreken worden. FBI's kennen de zogenaamde doorstootverplichting. Door de FBI ontvangen inkomsten (dividenden, interest, etc.) moeten, na aftrek van de kosten van het fonds, als dividend worden uitgekeerd. Op dat dividend wordt 15% dividendbelasting ingehouden. Voor Nederlandse particuliere beleggers is dat niet erg, aangezien zij de dividendbelasting kunnen verrekenen met hun inkomstenbelasting.

Al met al is de FBI een uitstekende structuur, zolang de Nederlandse markt wordt bediend. Problemen ontstaan voor de fonds-aanbieder met ambities buiten Nederland. De FBI is daarvoor minder geschikt. Dat komt met name doordat de dividendbelasting van 15% over dividend voor buitenlandse beleggers vaak niet gunstig uitpakt, aangezien zij in het algemeen beperkte verrekeningsmogelijkheden en/of teruggaafmogelijkheden hebben.

Deze nadelen van de FBI zijn destijds onderkend. Het antwoord hierop was de introductie van de Vrijgestelde Beleggingsinstelling (VBI) in 2007. Anders dan de FBI kent de VBI geen aandeelhouders. Ook hoeft geen dividend te worden uitgekeerd. Dit is zijn twee van de ‘gescoorde’ punten waaraan Sebrechts (2010) refereert. Hij vergeet daarbij echter te vermelden dat de VBI in het geheel geen toegang heeft tot de prachtige belastingverdragen van Nederland. Het omzetten van een FBI naar een ‘exporteerbare’ VBI is voor de Nederlandse belegger zéér ongunstig doordat de toegang tot belastingverdragen vervalt. In de praktijk blijkt dat de VBI vooral wordt toegepast als fondsstructuur voor vastrentende beleggingen, waar de toegang tot belastingverdragen geen of een veel geringere rol speelt. Voor beleggingen in aandelen is de VBI daarmee feitelijk een dode mus. Aan de andere kant kan de Luxemburgse Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV) wel degelijk van belastingverdragen profiteren, zij het niet in dezelfde

Tabel 1 Marktaandeel beleggingsfondsen naar aanbieders, 1973-2000 (%)

	1973	1982	1992	2000
Robeco Groep	79	71	45	36
ABN AMRO	13	12	24	17
ING Groep	0	0	6	12
Overige aanbieders	8	17	25	35
Totaal	100	100	100	100
Marktomvang (mln NLG)	8.350	18.635	67.484	270.285
Marktomvang (% van BBP)	4,5%	4,8%	11,4%	29,3%

Bron: Slot (2004)

mate als de FBI. In Nederland verliest de VBI van de FBI en internationaal van de SICAV.

Als derde belangrijke fondsvorm bestaat in Nederland het fonds voor gemene rekening (FGR). Mede door de fiscale transparantie leek de besloten FGR een geschikte structuur voor het bundelen van internationaal pensioenvermogen, het zogenoemde ‘asset pooling’. Het HFC had deze fondsvorm aangemerkt als een van de speerpunten van het beleid om Nederland als vestigingsland voor fondsen te promoten, maar helaas heeft deze commerciële propositie buiten Nederland geen grote vlucht genomen, dit onder andere door concurrentie van de bekendere Luxemburgse tegenhanger Fonds Commun de Placement (FCP).²

UCITS Directive

In 1985 introduceerde de Europese Commissie de zogenaamde *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities* (UCITS) – richtlijn. De voornaamste doelstelling van deze richtlijn voor ICBE’s (Instellingen voor Collectieve Beleggingen in Effecten) – zoals UCITS structuren in Nederland formeel genoemd worden – was het tot stand brengen van een interne Europese markt voor beleggingsfondsen. Voor aanbieders betekende dat zij Pan-Europees konden gaan opereren. Bijkomend voordeel van deze richtlijn was dat de (particuliere) belegger tegen onnodige risico’s zou worden beschermd. Luxemburg was het eerste land in Europa dat deze richtlijn in 1988 in lokale wetgeving verankerde en creëerde daarmee een ‘*first-mover advantage*’. In tegenstelling tot wat vaak gedacht wordt, speelt het fiscale aspect hierbij geen rol. Ierland, een andere belangrijke domicilie van UCITS fondsen, integreerde de UCITS richtlijnen in 1989 in haar lokale wetgeving. Een fonds dat de UCITS status heeft, kan makkelijker in verschillende landen verkocht worden, aangezien slechts notificatie door de lokale autoriteiten nodig is, terwijl niet-UCITS fondsen met een uitgebreider en dus tijdrovender goedkeuringsproces per land te maken krijgen. De UCITS status is daarmee effectief een paspoort voor Europese beleggingsfondsen. Om de UCITS status te verkrijgen dient een beleggingsfonds aan verschillende criteria te voldoen (onder meer ten aanzien van diversificatie, toegestane beleggingen (“*eligible assets*”) en derivaten), die door de tijd heen aan verandering onderhevig zijn geweest. Op dit moment geldt de zogenaamde UCITS IV richtlijn en wordt er gewerkt aan UCITS V. UCITS fondsen zijn een waar internationaal succes; de Europese brancheorganisatie van de asset managers (EFAMA) maakte onlangs bekend dat de totale assets in Europa in UCITS fondsen bijna 7 triljard euro bedragen, terwijl die van niet-UCITS fondsen ‘slechts’ 2,8 triljard bedragen. Dit vormt het ultieme bewijs dat de UCITS niet zomaar een fondsenstatus betreft maar ook als merk kan worden beschouwd. De Luxemburgse SICAV is ook buiten Europa bekend getuige het feit dat de structuur zelfs in verschillende landen in pan-Azië (met name Hong Kong, Taiwan en Singapore), Latijns-Amerika (onder

meer Chili) en het Midden-Oosten (Dubai) wordt verkocht.

De ontwikkeling van de Nederlandse markt na de introductie van UCITS

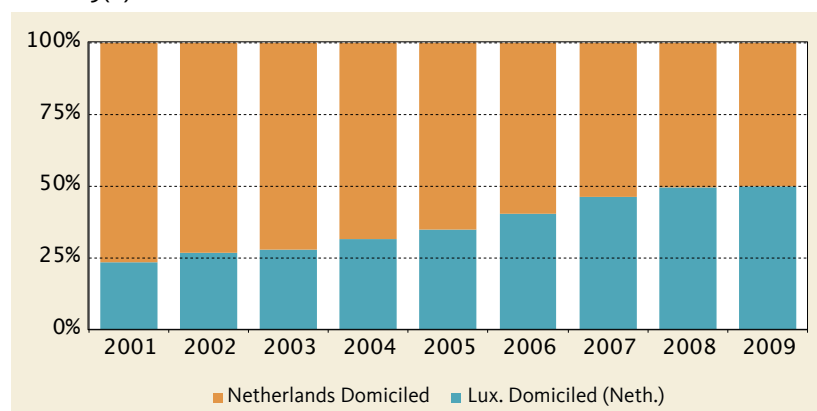
Lipper³ schat dat de omvang van de lokale Nederlandse beleggingsfondsenmarkt in de periode van eind 2001 tot eind 2013 gedaald is, en wel van EUR 60,5 miljard tot EUR 47,0 miljard. Weliswaar daalde de totale Nederlandse markt (Nederlandse en niet-Nederlandse fondsen tezamen) in de periode

‘Nederland werd al vroeg geconfronteerd met “open architecture”

eind 2007 tot eind 2013 eveneens, maar dit was beperkter (van EUR 100,2 miljard tot EUR 95,2 miljard).⁴

Er zijn meerdere verklaringen voorhanden waarom de omvang van de lokale Nederlandse beleggingsfondsenmarkt in het afgelopen decennium is afgenomen. Ten eerste hebben verschillende grote Nederlandse vermogensbeheerders in die periode een aanzienlijk deel van hun Nederlandse fondsenrange naar Luxemburg verplaatst, in het kader van sterke internationale ambities.⁵ Zo wilde ABN AMRO Asset Management initieel vooral International Private Banking bedienen (dat was met Nederlandse fondsen niet goed gelukt) en lanceerde daarom de eerste Luxemburgse SICAV in 1994. Robeco deed dat in 1997 en ING kreeg een grote Luxemburgse range in handen door de overname van BBL in 1998. Alle drie kregen daarom te maken met het “schaken op twee borden” en doublures in de fondsenranges. Door de fondsen te verplaatsen werd dit (gedeeltelijk) verholpen. In tabel 2 is te zien dat het aandeel Luxemburgse assets beheerd door Nederlandse fondshuizen door de migratie van Nederland naar Luxemburg van 23,6% in 2001 naar bijna 50% in 2009 was gestegen.

Tabel 2 Marktaandeel Luxemburgse assets beheerd door Nederlandse fondshuizen, 2001-2009 (%)



Bron: Lipper (2010)

Tabel 3 Marktaandeel Cross-Border Fondsen per Europese markt, 2007-2013

Fondsmarkt	Dec 2007	Dec 2008	Dec 2009	Dec 2010	Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013
Belgie	26%	37%	35%	41%	44%	43%	42%
Frankrijk	4%	4%	5%	7%	7%	9%	10%
Duitsland	23%	21%	26%	27%	27%	28%	29%
Italië	20%	19%	27%	41%	47%	55%	55%
Nederland	35%	44%	45%	47%	47%	48%	50%
Spanje	10%	6%	13%	21%	19%	25%	26%
Zweden	6%	5%	8%	9%	7%	9%	8%
Zwitserland	30%	25%	32%	35%	37%	37%	37%
Verenigd Koninkrijk	4%	7%	7%	9%	10%	11%	11%

Bron: FundFile & SalesWatch databases (Lipper FMI)

De bovenstaande ontwikkeling werd versneld door consolidatie. Als gevolg daarvan kwamen diverse Nederlandse vermogensbeheerders in buitenlandse handen (zo werden het voormalige ABN AMRO Asset Management alsmede Fortis Investments door het Franse BNP Paribas Investment Partners overgenomen en meer recentelijk Robeco door het Japanse Orix). Fondsenranges in meerdere jurisdicties leek kostentechnisch niet meer wenselijk en zodoende won Luxemburg als vestigingsland terrein ten opzichte van Nederland dat er niet in geslaagd was om voet aan de grond te krijgen als internationaal distributieplatform.

Ten tweede hebben de vier Nederlandse grootbanken, ABN AMRO Bank, ING Bank, Rabobank en SNS Bank, die traditiegetrouw als belangrijkste

‘Moeten wij als Nederland er nu alles aan doen om deze verschuiving ongedaan te maken?’

distributiekanal voor beleggingsfondsen fungeren, als één van de eersten in Europa de zogenaamde ‘open architectuur’ geïntroduceerd: het naast huisfondsen ook aanbieden van fondsen van derde partijen. Dit betekende dat buitenlandse partijen, die in Nederland een attractieve markt zagen, een aanzienlijk marktaandeel hebben kunnen overerven op de Nederlandse markt door hoofdzakelijk hun Luxemburgse maar ook hun Ierse UCITS structuren aan te bieden (Lipper FMI schat dat het marktaandeel van niet-Nederlandse fondsen in de totale Nederlandse beleggingsfondsenmarkt tussen 2007 en 2013 gegroeid is van 35% tot 50%).

Ten derde blijken schaalgroottes en flexibiliteit van levensbelang in de fund management business. Ook op dat terrein biedt Luxemburg

een enorm voordeel ten opzichte van Nederland. Luxemburg kent van oudsher het systeem van “share classes”, waarbij een fonds in verschillende verschijningsvormen kan worden aangeboden.⁶ Voorbeelden zijn share classes die inkomsten als dividend uitkeren (income share classes; overigens kent Luxemburg geen dividendbelasting) en klassen die inkomsten juist herbeleggen (accumulatie share classes). Ook kunnen er klassen zijn in verschillende valuta’s, al dan niet afgedekt. Daarnaast bieden steeds meer partijen share classes van obligatiefondsen aan waarbij de rentegevoeligheid (duratie) geheel of gedeeltelijk wordt afgedekt. Tenslotte kunnen er verschillende kostenstructuren worden toegepast, bijvoorbeeld voor particuliere of institutionele beleggers. Op deze manier kan één en hetzelfde fonds op maat worden gemaakt voor de verschillende gebruikers. Dit is essentieel, zeker als over de grenzen wordt aangeboden aan verschillende beleggers met verschillende behoeften. Zonder share classes kan onvoldoende schaalgrootte worden bereikt. Daarbij is de omvang van de Nederlandse markt te gering om een volledige range te rechtvaardigen. Voor partijen uit grotere thuismarkten als het Verenigd Koninkrijk of Frankrijk is schaalgrootte wel te realiseren.

Een vergelijking met andere Europese landen

Hoewel Nederland als een belangrijk voorbeeld wordt gezien van een land waar lokale beleggingsfondsen geleidelijk het onderspit hebben gedolven ten faveure van de (Luxemburgse) UCITS structuren, is eenzelfde brede trend waarneembaar in andere belangrijke Europese markten – zij het niet altijd in dezelfde mate.

In tabel 3 is zichtbaar wat de ontwikkeling van het marktaandeel is van cross-border (niet-lokale) fondsen per markt. Zo is het duidelijk dat Italië zelfs een groter aandeel niet-lokale fondsen kent dan Nederland (55% versus 50%). In Italië is het percentage Luxemburgse fondsen in het afgelopen decennium gestegen, wat toe te schrijven is aan het feit dat lokale fondsen te maken kregen met een nadelig effect van een veranderd belastingregime waarbij beleggingsresultaten significant negatief

beïnvloed werden en lokale fondsen zodoende hun verkoopbaarheid verloren.

Maar ook België en Zwitserland kennen een vrij hoog percentage niet lokale fondsen. Lipper (2010) stelt dat Zwitserland het eerste land was dat een duidelijke migratie van fonds assets liet zien. Ondanks een verwoede poging om tot een eigen UCITS equivalent te komen, bleek dit land vanwege het belang van haar private banking activiteiten niet om UCITS heen te kunnen; eind 2013 blijkt ongeveer 37% van alle Zwitserse fonds assets in niet-lokale fondsen te zitten. In Frankrijk en het

‘Als een fondshuis een Luxemburgse UCITS verkoopt, kan hij rekenen op een “Aha-Erlebnis”

Verenigd Koninkrijk echter, is het marktaandeel van lokale fondsen significant hoger dan die van niet-lokale fondsen, waarbij mag worden geconcludeerd dat deze markten (nog) niet in dezelfde mate open staan voor buitenlandse structuren.

Conclusie

De door Sebrechts (2010) geschetste mogelijkheid van het verplaatsen van Luxemburgse beleggingsfondsen naar Nederland heeft zich niet voorgedaan. Niet-Nederlandse beheerders maken over het algemeen geen gebruik van Nederlandse fondsstructuren (anders dan voor fiscale optimalisatie bij bijvoorbeeld private equity en onroerendgoedfondsen). Nederlandse beheerders hebben geen fondsen van Luxemburg naar Nederland verplaatst, integendeel, de verplaatsing van Nederland naar Luxemburg heeft zich verder doorgezet. Luxemburg heeft haar voorsprong, ook op het

terrein van professionele fondsen, verder uitgebreid en HFC is inmiddels ter ziele.

De vraag rijst nu of de beschreven ontwikkeling van vermogensmigratie een negatieve impact heeft (gehad) op de Nederlandse beleggingsfondsenindustrie. Ik ben van mening dat dit wel degelijk invloed heeft gehad – met name op het gebied van werkgelegenheid. Door de fondsverplaatsingen en de overnames door buitenlandse partijen vloeiende werkgelegenheid (als bijvoorbeeld fondsadministratie en effectenbewaring) weg naar andere landen. Onlangs nog kondigde Robeco aan haar bakens gedeeltelijk te verleggen naar Londen. Moeten wij als Nederland er nu alles aan doen om deze verschuiving ongedaan te maken? Zoals ik eerder aangaf, lijkt Nederland als vestigingsland een gepasseerd station omdat “wij” nog steeds “op punten” verliezen van onze grote concurrent Luxemburg. Nederlandse beleggingsfondsen hebben namelijk nog een nadeel ten opzichte van Luxemburg, dat niet met fiscale of wettelijke maatregelen is weg te nemen. Als een fondshuis een Luxemburgse UCITS verkoopt, kan hij rekenen op een “Aha-Erlebnis”. Bij het aanbieden van een Nederlandse FBI of VBI structuur stuit hij op onbekendheid. Deze onbekendheid is een achterstand van Nederland op Luxemburg die niet meer in te halen is.

Als professional in de fund management industrie die Nederland een warm hart toedraagt, wil ik echter eindigen met een positieve noot. De fund management industrie wordt steeds internationaler. Sebrechts (2010) noemde ook al UCITS IV. De huidige Europese regelgeving maakt het onder andere mogelijk fondsen in een bepaald land te besturen vanuit een ander land. Het beleggingsfonds – de FBI, VBI of de SICAV – is slechts een juridisch jasje. In welk land het fonds zich bevindt is niet de hoofdzaak. Nederland moet juist zorgen dat het voorop blijft lopen als financieel kenniscentrum. Ik zie daarbij vooral kansen op het terrein van het beheer van Europese pensioenfondsen en fiduciair management. Laten wij die kansen met elkaar benutten! ■

Literatuur

—EFAMA, persbericht dd 13 februari 2014
—EFAMA, Annual Report 2010
—HFC, *Update Strategische Agenda*, 2 juni 2010
—HFC, persbericht dd 2 februari 2011
—Lipper, *Symbiosis in the evolution of UCITS, 1988 - 2018: three decades of funds industry transformation* (2010)
—Lipper FMI, European Fund Market Data Digest 2004 – 2010
—Piet Sebrechts, *Nederland scoort boven Luxemburg – beleggingsfondsen hier goedkoper*, FD, 21 oktober 2010
—Brigitte Slot, *Iedereen Kapitalist - De ontwikkeling van het beleggingsfonds in Nederland gedurende de 20ste eeuw* (2004)

Bronnen

—Lipper FMI FundFile (ThomsonReuters)
—Lipper FMI SalesWatch (ThomsonReuters)

Noot

- 1 Willem van der Scheer is werkzaam als Senior Product Developer bij ING Investment Management International.
- 2 Bron: HFC, *Update Strategische Agenda*, 2 juni 2010
- 3 Bron: FundFile database (Lipper FMI). FundFile houdt de assets en flows van alle Europese open-end retail beleggingsfondsen bij. Closed-end, unit linked en strikt institutionele fondsen worden buiten beschouwing gelaten.
- 4 Bron: FundFile & SalesWatch databases (Lipper FMI). De SalesWatch database houdt van vijftig grote fondsbeheerders bij vanuit welke landen de assets van hun zogenaamde cross-border (voornamelijk Luxemburgse en Ierse) fondsen komen. Door de gegevens van de lokale fondsen en de cross-border fondsen te combineren wordt inzicht in de totale markt verkregen. SalesWatch data is beschikbaar vanaf 2007.

- 5 Robeco was de eerste partij die dit deed (2003), gevolgd door Fortis Investments (2004) en ABN AMRO Asset Management (2005). Overigens is Ierland nooit door Nederlandse vermogensbeheerders als primaire vestigingsland gebruikt.
- 6 In Nederland zijn share classes pas onlangs geïntroduceerd.