



## De Escape: sparen of beleggen?

**Auteur(s):**

Duffhues, P.J.W.

*De auteur is hoofddocent vakgroep Bedrijfseconomie (sectie Ondernemingsfinanciering) en kerndocent TIAS aan de Katholieke Universiteit Brabant***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4046, pagina 168, 21 februari 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

beleggen, financiële, markten

*De financiële markten verkleinen het verschil tussen sparen en beleggen. De fiscus weet er geen raad mee.*

**Welke belegger wil niet een aantrekkelijk rendement, zonder de kans te lopen dat hij een afstraffing riskeert in de vorm van een onverwachte koersdaling? Dat is de essentie van 'Escape', een nieuw beleggingsinstrument dat eind 1995 is aangekondigd door bank Bangert Pontier NV te Amsterdam. Op 28 december 1995 heeft de inschrijving plaats gevonden waarbij het ging om een bedrag van f 117,5 mln. Inschrijvingen waren voor 95% afkomstig van particulieren. Vanaf 8 januari 1996 is de Escape zelf verhandelbaar gesteld op de optiebeurs in de afdeling 'Special products'.**

Eerder zijn Escape-achtige producten verschenen in de Britse financiële wereld onder de naam 'Guaranteed Equity Bond' waarbij de groei van de FT-aandelenindex werd uitgekeerd of de inleg werd geretourneerd; al naar gelang welke het hoogste was. Soms was er een lock-in faciliteit: als de index een bepaald niveau had bereikt (bijvoorbeeld 25% stijging) werd de behaalde winst vastgelegd. In Nederland werd zeer onlangs door de verzekeringsmaatschappij Centraal Beheer een soortgelijk product gelanceerd onder de naam

'Lijfrentebeleggingspolis met koerswinstgarantie <sup>1</sup>. De maatschappij OHRA heeft zich inmiddels ook in deze markt gemeld met de Index Plus Koopsom voor een lijfrenteverzekeringspolis waarbij het verwachte eindkapitaal zelfs 25% hoger zal zijn dan de stijging van de AEX-index.

De koerswinsten op de Centraal Beheer-polis en de OHRA-polis worden belast, omdat de inleg als storting op de koopsompolis ook een fiscale aftrekpost oplevert. De fiscale status van de Escape is echter omstreven. Het Ministerie van Financiën ziet in de Escape een financieel product dat het karakter heeft van een spaarproduct waarvan de rente wordt belast. De fiscale adviseur van bank Bangert Pontier NV, het bureau KPMG Meijburg en Co, is van mening dat sprake is van een optieproduct dat normaliter bij particulieren niet tot heffing van inkomstenbelasting aanleiding geeft. Over de fiscale behandeling is uitvoerig discussie gevoerd in *Het Financieele Dagblad* <sup>2</sup>.

Doel van dit artikel is om een bijdrage te leveren aan de discussie rondom de fiscale behandeling van de Escape met name door terug te gaan naar de put-call pariteit uit de optietheorie. De conclusie zal zijn dat voor het heffen over vermogenswinsten van de Escape geen reden is. Eerst zal het product Escape zelf worden toegelicht.

### Het product Escape

De term Escape is een afkorting van *Equity Structured Call and Put Exposure*. Met deze aanduiding wordt bedoeld dat het om een belegging in de aandelenmarkt gaat, die de vorm heeft van een optie. De Escape is een recht om twee andere optiestructuren te kopen: een call-spread warrant en een put-spread warrant, beide met de Amsterdam EOE-index (AEX) als onderliggende waarde. Deze twee warrants zijn uitgegeven door Midland Bank en verhandelbaar op de Londense beurs. De term 'spread' duidt in dit geval op een verandering van de aandelenindex <sup>3</sup>.

De waarde van de call-spread warrant stijgt versneld zodra deze intrinsieke waarde krijgt. De waarde van de put-spread warrant daalt echter maar blijft positief totdat de index is verdubbeld. In totaal gezien stijgt de combinatie gelijk op met de index (volgens een 45o-lijn) althans vanaf het moment dat de Escape intrinsieke waarde krijgt. Dat is precies wat de initiatiefnemers in het vooruitzicht stellen.

De totale waarde van de portefeuille met de twee warrants bij expiratie blijkt uit formule (1) die resulteert door samenvoeging van de twee spread warrants.

$$P_{Esc}(t=2000) = [\max(10 \cdot I_1; 10 \cdot I_0)] \quad (1)$$

waarin:  $I_0$  = de stand van de AEX op 28/12/1995;  $I_1$  = de stand van de AEX op 28/12/2000;  $P_{Esc}$  = waarde Escape

De Escape is dus inderdaad een relatief veilige optie: het is een synthetische call optie op de AEX-index. Minimaal krijgt men zijn investering terug ( $10 \cdot I_0$ ). Stijging van de index vertaalt zich in een zelfde waardestijging van de Escape. Eigenlijk is voor de belegger alleen dit (eind-) resultaat van een op zichzelf gezien ingewikkeld product van belang <sup>4</sup>.

Hoe men ook denkt over de Escape, het is zeker een innovatief product. Hiervoor zijn meerdere redenen. In de eerste plaats zijn spread warrants al heel bijzonder. Mij is geen vergelijkbaar product in de Nederlandse verhoudingen bekend. Het Centraal Beheer product dat in de inleiding werd genoemd, is nog altijd gekoppeld aan een verzekeringspolis. Ten tweede is de waarde-ontwikkeling van de Escape vanaf een zeker niveau gekoppeld aan de aandelenindex, hetgeen de doelgroep verruimt. Vele beleggers zullen zich immers niet willen verdiepen in de mérites van individuele fondsen, maar preferen een belegging in 'de markt'. Ten slotte is sprake van marktcompletering: de belegger krijgt door een Escape te kopen een 5-jaars call op de index beschikbaar. Dit is een aanvulling op het assortiment van de EOE: de langste looptijd is daar momenteel 3 jaar. Het zou niet verbazen als een product als de Escape in de toekomst ook wordt gebruikt voor andere onderliggende waarden, bijvoorbeeld als instrument om een rendementsverschil op twee obligatieleningen te verhandelen.

## Het appèl van Escape

Hierboven is besproken dat de Escape een beleggingsproduct is met een AEX-, dus marktgerelateerd, beleggingsrendement en dank zij twee optiestructuren met ingebouwde garantie op terugbetaling van de inleg. Beleggers krijgen dus uitzicht op koerswinst maar lopen niet het risico dat ze de gevolgen ervaren wanneer de beurs onderuitgaat. Zeker als de beurs reeds als gevolg van een sterke rentedaling en een relatief stabiele economische groei tot recordhoogte is gestegen, kunnen velen gemiste kansen goed maken door op Escape in te gaan en aldus van mogelijk verdere koersstijgingen te profiteren.

De koper geeft een deel van de opbrengst van een partij aandelen op, in ruil voor meer zekerheid. Hetzelfde zien we reeds tientallen jaren bij bepaalde vormen van vreemd vermogen zoals converteerbare leningen en warrantleningen. Daarbij ging het dan om het opgeven van een deel van een (of soms de gehele) rente-opbrengst, in ruil voor een kooprecht van aandelen tegen een vaste prijs. Bij de Escape wordt afstand gedaan van de dividendopbrengsten op de aandelen van de aandelenindex. De koerswinst blijft behouden.

Dat verandert de beleggingscocktail: allerlei tussenvormen van aandelen en obligatiebeleggingen doen hun intrede. Het verschil tussen aandelen- en obligatiebeleggingsvormen is ook minder groot dan vaak wordt gedacht. De overheid heeft het hier moeilijk mee, getuige de nogal veranderlijke standpunten over de fiscale behandeling van al deze vormen<sup>5</sup>. Hetzelfde dreigt nu te gebeuren door de aankondiging dat de eventuele Escape-vermogenswinst bij particulieren zal worden belast met progressieve inkomstenbelasting.

## Fiscaal risico

Met het fiscaal risico wordt in dit artikel bedoeld dat, zoals hiervoor reeds is gesteld, de fiscus mogelijk tot heffing van inkomstenbelasting bij particulieren zal overgaan over vermogenswinsten (alle winst boven de inlegsom). Dat zou uiteraard funest zijn voor de belangstelling van particulieren voor dit product. Het argument voor de heffing heet te zijn dat de Escape 'risicoloos' is zodat het in essentie zou gaan om een spaarproduct waardoor vermogenswinst fiscaal gezien een rente-karakter zou krijgen. Dit standpunt is curieus, om twee belangrijke redenen.

In de eerste plaats kleven er twee zeer reële economische risico's aan de Escape: het algemene marktrisico en het mogelijk waardeloos expireren van de ingebouwde bescherming, zoals dat bij een gewone putoptie ook altijd kan gebeuren. Daarnaast is er een kredietwaardigheidsrisico: dat Midland Bank in 2000 niet aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen. Dit is een risico dat vergelijkbaar is met het hoofdsomrisico van een gewone obligatielening. En wie durft na de ervaringen met grote internationale bankcrises nog te beweren dat grote banken niet in problemen kunnen komen? Alleen door het markt-, optie- en debiteurenrisico te negeren, kan de idee ontstaan dat Escape een risicoloos product is.

Er is nog een tweede belangrijke reden om het fiscale belastbaarheid te kritiseren. Belastingheffing over de Escape-winsten zou moeten leiden tot heffing over winsten op andere, met Escape vergelijkbare producten die blijkbaar niet ter discussie staan. Er zou dus met twee maten worden gemeten indien Escape-winsten onder de inkomstenbelasting zouden worden gebracht. Hiertoe kijken wij eerst naar enkele alternatieven.

## Alternatieven

De Escape kan worden vergeleken met een methode van 'zelf doen'. Daarbij blijkt dat een belegger zelf een belegging in de markt kan combineren met een longpositie in een put optie op de index. Hij ontvangt dan alle dividenden en anderzijds betaalt hij een premie voor de putoptie. Er leiden nog verschillende andere wegen naar vergelijkbare aandelenrisicoposities<sup>6</sup>. Deze methoden zijn:

- a. een rechtstreekse belegging in de aandelen die deel uitmaken van de index;
- b. een belegging in een indexfonds;
- c. een belegging in een aandelenswap (de aandelenreturn ontvangen, rente betalen);
- d. een belegging in verhandelbare index futures (FTI);
- e. een belegging in een synthetische zero-cost index future;
- f. een belegging in een obligatie- lening met coupons en/of aflossing in de aandelenindex.

Het hierboven besproken 'zelf doen' komt overeen met de methodes a en b (zij het dat dan het beleggingsfonds de dividenden ontvangt). Als een belegger een van deze methodes volgt, kan hij een putoptie bijkopen ter bescherming. Daarmee is zijn eventuele aandelenkoerswinst uiteraard op geen enkele wijze belast.

De methoden c, d en e zijn aandelenposities die met behulp van derivaten worden opgebouwd, net als bij de Escape het geval is.

Belangrijk is dat men in al deze gevallen weer onderworpen is aan het risico van de aandelenindex. Door hieraan een putoptie op de index te verbinden, bereikt men weer een vergelijkbaar zekere positie als met de Escape. Hierna gaan we alleen in op methode f.

Methode f werd aan de orde gesteld door Verboven en Van Bremen<sup>7</sup>. Deze auteurs hebben de Escape belicht vanuit de optiek van een bijzondere nulcoupon-lening. De zekerheid van de minimumopbrengst wordt hierbij verkregen door de Escape te zien als een nulcoupon-obligatie die tot de gearandeerde eind(aflossings)waarde van de oorspronkelijke inleg aangroeit. Daarnaast kreeg de belegger een call-optie op de index in handen die uiteraard alleen zal worden uitgeoefend als deze straks 'in the money' is. Deze interpretatie past volkomen in het hierboven genoemde rijtje van alternatieve methoden van aandelenbelegging (methode f). Zij heeft dezelfde bestaansgrond als de doe-het-zelf-methode van beleggen in aandelen en het kopen van een beschermende putoptie zoals hierboven verdedigd. Inmiddels heeft Rabobank Nederland deze leninginterpretatie van de Escape ook uitgewerkt door een nieuwe lening te lanceren.

Het merkwaardige is dat de fiscus voor zover bekend blijkbaar alleen in geval f 'moeilijk doet'. Men meet hier duidelijk met twee maten. Economisch zijn het in alle gevallen met de Escape in hoge mate vergelijkbare producten, althans wanneer er een putoptie wordt bijgekocht. De conclusie is dus dat de fiscus voor een paleisrevolutie moet zorgen om de Escape te belasten. Zij zou in feite alle andere vormen ook onder de belastingheffing moeten brengen.

### *Put-call pariteit: twee kanten van dezelfde medaille*

Waarom kan de Escape nu behalve als een belegging in aandelen ook als een opgetuigde, bijzondere lening worden gezien? Is dat niet met elkaar in strijd? Het antwoord kan worden gevonden in de optietheorie. De put-call pariteit uit de optietheorie zegt kort samengevat dat de waarde van een aandeel plus de waarde van een put optie gelijk moet zijn aan de waarde van een call optie plus een deposito waarvan de eindwaarde gelijk is aan de uitoefeningsprijs van de opties<sup>8</sup>. Hieruit volgt dat men deze vier elementen in elkaar kan uitdrukken: een aandeel is dan een met opties aangekleed deposito, een deposito is een met opties aangekleed aandeel, een call optie is een combinatie van een aandeel, een deposito en een put optie, en een putoptie is een combinatie van een deposito, een call optie en een aandeel. Alle definities wijzen op een combinatie van drie andere instrumenten: daarmee ontstaan dus synthetische instrumenten. We lichten er nu de definitie van het synthetisch aandeel uit.

### **Aandeel = Deposito + Call optie - Put optie (2)**

zodat een risicoloos gemaakte aandeelbelegging wat de Escape beoogt te zijn, synthetisch kan worden gevormd door

### **Aandeel + Putoptie = Deposito + Call optie (3)**

Het gaat er dus maar om welke kant van de medaille men wenst te zien als men het over aandelenbeleggingen heeft. Als men bedoelt de met een putoptie aangeklede belegging (linkerlid) dan komt daaraan geen rentedragend product te pas zodat er ook geen fiscale problemen zijn te verwachten. Maar kijkt men naar het rechterlid van (3) dan blijkt dat men rente op een deposito verdient en dan ontstaan er twijfels over de vraag of er in fiscale zin niet wordt gespaard.

Verboven en Van Bremen redeneren impliciet langs het rechterlid van de vergelijking (3) en vrezen dus dat de heffing onontkoombaar zal blijken. De twee methoden zijn volgens de put-call pariteit echter volstrekt equivalent. De heffing vindt echter niet plaats wanneer men redeneert vanuit het linkerlid van de vergelijking. De fiscus heft wel volgens het rechterlid, niet volgens het linkerlid. In feite betekent dit dat de discussie over de ware fiscale aard van Escape - is het een aandelenbelegging met een putoptie of een nul procent lening (= deposito) met een call optie - nog gevoerd moet worden. Fiscaal maakt het blijkbaar wel wat uit of men linksom of rechtsom gaat. Dat kan niet als de producten identiek zijn.

De put-call pariteit maakt duidelijk dat fiscalisten zich zullen moeten realiseren dat qua risico het verschil tussen een aandeel en een lening helemaal niet zo groot is als traditioneel in het fiscale recht wordt gedacht. Fiscale heffing over koerswinst op de Escape vereist perse de tweede benadering namelijk de Escape gezien als synthetische nulcouponlening met een call optie. Dat is, zo is gebleken, slechts een van de twee mogelijke interpretaties. De andere volkomen gelijkwaardige benadering wordt dagelijks op grote schaal gepraktiseerd zonder dat ook maar iemand denkt aan enige fiscale belastbaarheid. Dat is uitermate onredelijk.

### *Vergelijkbare casus*

De discussie over de mogelijke fiscale belastbaarheid van Escape deed mij overigens herinneren aan een vergelijkbare casus. Het betrof de 5-jarige 0% guldenlening van f 50 mln met koppeling aan de EOE-index die in 1993 werd uitgegeven door Kredietbank België. De aflossing van deze in Amsterdam nog steeds genoteerde zerocouponlening in 1999 vindt plaats aan de hand van de stijging van de EOE-index (met een bonus van 25%). Voor Nederlandse beleggers werd dit product destijds fiscaal ook onaantrekkelijk geacht - evenals Escape nu - omdat werd aangenomen dat de Nederlandse fiscus de vermogensgroei zou belasten. Vrijwel alle vraag naar deze lening bleek dan ook afkomstig uit België. Hieruit blijkt dat de discussie over de fiscale aspecten van deze leningtypes niet nieuw is maar intussen geen stap verder is gekomen.

De discussie zal echter snel moeten worden gevoerd, al was het alleen maar omdat inmiddels op 6 januari 1996 de aankondiging van de emissie van de 4,25% 'Dutch Top 5' converterbare obligatielening 1996-2006 heeft plaats gevonden die kan worden geplaatst in de methode f<sup>9</sup>. Ook hierbij rijst de vraag welke fiscale gevolgen zullen zijn verbonden aan de koerswinst na een eventuele conversie in 2006. Refererend aan de lening van de Kredietbank België van 1993 zou de belangstelling vanuit België wel eens onevenredig groot kunnen zijn. Ook Rabobank Nederland zal duidelijkheid over de fiscale status van de nieuwe lening moeten geven. Na de aankondiging van de Rabolening is inmiddels een nieuw vervolghoofdstuk geschreven: Bank Bangert Pontier NV heeft reeds aangekondigd dat Escape in het najaar van 1996 een opvolger zal krijgen. Dat kan spannend worden

### **Conclusies**

De Escape is een nuttig innovatief beleggingsinstrument voor de Nederlandse aandelenmarkt. Het is een complex instrument omdat het

een optie is op twee onderliggende optie-structuren. Deze laatste geven als pakket bij expiratie recht op een waarde die gelijk is aan de inleg. De Escape is imiteerbaar, bijvoorbeeld door zelf in de marktportefeuille te beleggen en daaraan een meerjarige put optie toe te voegen. Hierbij is geen sprake van een lening maar van een beschermde aandelenbelegging. De te betalen put-optiepremie kan worden betaald uit de dan wel te ontvangen dividenden op de onderliggende aandelen. Deze dividenden worden gemist als men de Escape koopt.

Een andere methode om aandelenrisico te ontlopen is die van een nul-couponlening met een call optie. Deze bleek te passen in de Put-call pariteit uit de optietheorie. Daarom is fiscale heffing over Escape-vermogenwinsten onredelijk. Bovendien kent de Escape een drietal belangrijke risico's die zich niet verdragen met de zekerheid van een rente product.

Tot slot: mij dunkt dat de aanbieders van Escape vooraf een duidelijke stellingname van de fiscus ten aanzien van de fiscale behandeling van Escape hadden moeten voorleggen aan de kandidaat-beleggers. Het kwantitatieve belang van dit risico is nu eenmaal veel te groot om daaraan niet maximale aandacht te schenken. Door deze duidelijkheid niet te presenteren, ontstaat de indruk van een gemiste kans en gevaar. Bovendien wordt mede hierdoor de discussie over de essentie van het product ten onrecht te eenzijdig vanuit de fiscale hoek gevoerd. Dit is jammer omdat er zoals blijkt uit het onderhavige artikel ook andere methoden van aandelenbelegging mogelijk zijn die juist niet de belegger maar de fiscus zelf voor de gewetensvraag stellen: is het wel redelijk wanneer ik tot heffing zal overgaan? Hoopgevend is hierbij dat ook fiscalisten financieringscolleges plegen te volgen. Al met al is Escape nog geen ideaal product. Mogelijk is het interessant voor gehaaste beleggers

---

1 P. van Hasselt, [Exotische opties: het 'geheim van Centraal Beheer](#), *ESB*, 31 januari 1996, blz. 100-101

2 M. Romy, 'Escape', een vlucht uit de fiscale werkelijkheid, *Het Financieele Dagblad*, 21 december 1995 en J.H. Pontier, Escape nieuwe naam voor oeroude optiecombinatie, *Het Financieele Dagblad*, 23 december 1995.

3 Vergelijk D. Bongartz-Renaud, 'Nieuwe generatie'-opties, in: P.J.W. Duffhues, J.G. Groeneveld, J. van der Hulst (red.), *Financiële Instrumenten (Moderne vormen van financiering en risicobeheersing)*, Kluwer, Deventer, 1993.

4 De relatie tussen de Escape en de achterliggende spread warrants wordt in dit artikel niet bestudeerd.

5 Het is onbegrijpelijk dat de overheid een waar zigzag-beleid voert ten aanzien van de fiscale behandeling van de opbrengst van converteerbare obligatieleningen en warrantleningen voor particulieren. Zo is zeer recent door de Hoge Raad ongedaan gemaakt dat particuliere beleggers een fictief rendement moeten aangeven voor de inkomstenbelasting terwijl deze nauwelijks een jaar geleden is afgekondigd.

6 Zie C.J.G.M. Hendriks, Alternatieven van directe beleggingen in aandelen, in: A.A. Ankum, P.J.W. Duffhues, C.J.G.M. Hendriks en J.J.R. Roes (red.), *Risico & rendement (Compendium voor Financiële Markten)*, Kluwer, Deventer, 1995, blz. G.1.1 (01-11)

7 A.H.F. Verboven en M.R.R. van Bremen, Escape: een belastbare én dure convertible, *Het Financieele Dagblad*, 22 december 1995.

8 L.A. Ankum en A.G.Z. Kemna, *Inleiding in de optietheorie*, 1990; J.C. Hull, *Options, futures and other derivative securities*, 1993.

9 Opmerkelijk is dat op 20 januari 1996 een gewijzigde advertentietekst rondom deze lening is verschenen die meer de nadruk legt op het 'aandelen'-karakter van de lening dan op het 'leen'-karakter.