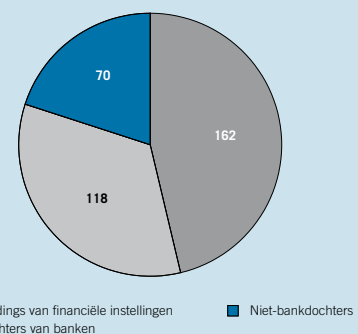


De Nederlandse deelnemingsvrijstelling

Het Nederlandse belastingklimaat in Nederland is relatief gunstig voor multinationals. Zo voorziet bijvoorbeeld de Wet op de vennootschapsbelasting in een vrijstelling voor deelnemingen in binnenlandse en buitenlandse vennootschappen indien de vennootschap voor 5% of meer aandeelhouder is van een andere vennootschap. Alle uit hoofde van een deelneming genoten voordelen, zoals dividenden en vermogenswinsten, zijn daarbij in beginsel vrijgesteld van vennootschapsbelasting. Hiermee wordt een dubbele belastingheffing binnen een concern voorkomen, maar het belastingregime kan ook verdergaande belastingvoordelen opleveren. Internationale bedrijven kunnen via holdingsstructuren gebruikmaken van belastingfaciliteiten die dikwijls in combinatie met belastingregimes van andere landen worden ingezet om de belastingdruk te verlagen. De deelnemingsvrijstelling is dan ook een belangrijk element voor de concurrentiepositie van Nederland als vestigingsplaats voor hoofdkantooractiviteiten van internationaal opererende concerns. Indien het gaat om holdings in de financiële sector spelen naast het belastingklimaat ook andere aspecten, met name op het gebied van toezicht, een rol voor deze concurrentiepositie. De Nederlandsche Bank deelt de financiële sector in drie categorieën in: monetair relevante financiële instellingen; verzekeraars en pensioenfondsen; en overige financiële instellingen. De overige financiële instellingen zijn een zeer gemengde groep. Tot deze categorie behoren voornamelijk *special purpose vehicles*, beleggingsinstellingen, bijzondere financiële instellingen en overige financiële intermediairs. Binnen de laatste subcategorie, die eind 2009 een balanstotaal van 350 miljard euro had, bevinden zich holdings van financiële instellingen, maar ook dochterondernemingen

van banken die zelf niet rechtstreeks middelen van het publiek aantrekken en daarom niet tot de sector banken gerekend worden (figuur). Op deze wijze kunnen buitenlandse financiële instellingen, waarvan sommige blijkens hun organogram holdings in Nederland hebben gevestigd, gebruik maken van Nederlandse belastingfaciliteiten zonder noodzakelijkerwijs te zijn onderworpen aan prudentieel toezicht in Nederland.

Uitsplitsing overige financiële intermediairs naar balanstotaal (in miljarden euro).



Bron: DNB Statistisch Bulletin september 2010

Monetaire zaken

Uitstaand SPV-schuld papier daalt ondanks emissies

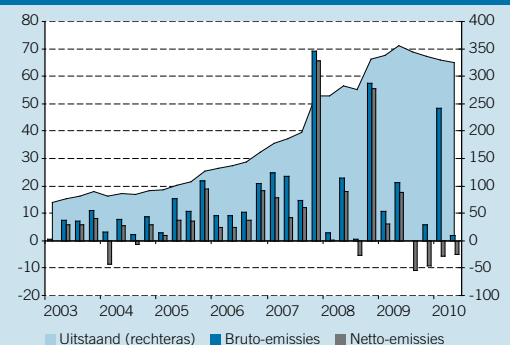
In de eerste helft van 2010 emitteerden Nederlandse Special Purpose Vehicles (SPV's) voor 50 miljard euro aan obligaties, dat is 15% van hun uitstaande effecten. Dit aanzienlijke bedrag (figuur) betrof echter grotendeels de omzetting van bestaande in nieuwe obligaties. SPV's geven in het kader van securitisaties obligaties uit om de overname van leningen van vooral banken te financieren. Dat kwam bijvoorbeeld door het samenvoegen van SPV's tot één nieuwe, maar ook doordat institutionele beleggers nieuw papier in feite overnamen van banken die dat tijdens de kredietcrisis voornamelijk zelf van SPV's hadden gekocht. Die institutionele beleggers kochten in de eerste helft van 2010 voor zo'n 10 miljard euro aan nieuwe *Residential Mortgage-backed Securities* (RMBS'en). Deze Nederlandse RMBS'en zijn vooral in trek door relatief geringe betalingsachterstanden op de onderliggende hypotheek.

Lange tijd hadden beleggers nauwelijks interesse voor papier van SPV's. Er werd tijdens de crisis nog wel gesecuritiseerd, maar banken kochten de obligaties van SPV's toen vooral zelf voor liquiditeitsdoeleinden. De betreffende obligaties kunnen namelijk als onderpand dienen voor leningen van het eurosysteem, in tegenstelling tot de onderliggende, illiquide hypothecaire leningen zelf. Sinds het vierde kwartaal van 2009 werd weer schuld papier van SPV's bij institutionele beleggers op de openbare markt geplaatst.

Ondanks het omvangrijke emissievolume in de eerste twee kwartalen van 2010 daalde het bedrag aan uitstaande effecten van Nederlandse SPV's doordat het merendeel van de emissies slechts omzettingen betrof en door de afbouw van andere securitisatieprogramma's. Het uitstaande SPV-schuld papier is daardoor sinds het hoogtepunt medio 2009 met zo'n 30 miljard euro afgenomen tot 325 miljard euro per ultimo september 2010. De stand per ultimo september 2010 is nog

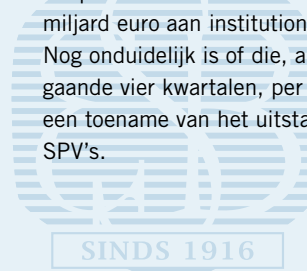
ERIC KLAAIJSEN (DE NEDERLANDSCHE BANK)

Uitgegeven schuld papier door Nederlandse SPV's (in miljarden euro's, op kwartaalbasis).



Bron: DNB

niet bekend, maar al beschikbare emissie cijfers over het derde kwartaal van 2010 duiden op emissies in die periode van circa 20 miljard euro, waarvan 10 miljard euro aan institutionele beleggers is verkocht. Nog onduidelijk is of die, anders dan in de voorafgaande vier kwartalen, per saldo zullen leiden tot een toename van het uitstaande schuld papier van SPV's.



Omvang van high frequency trading

Een snelle toename van technologische mogelijkheden op handelsplatformen op de internationale kapitaalmarkten, gekoppeld aan verregaande specialisatie van verscheidene handelshuizen en *trading desks* van banken, resulteerde de laatste jaren in de opkomst van het fenomeen *high frequency trading* (HFT). HFT is een verzamelbegrip voor handelsstrategieën waarbij gebruik wordt gemaakt van geauto-

matiseerde systemen om transacties tot stand te brengen. Kenmerkend is verder dat in enkele tientallen microseconden (miljoenste seconde) een order op een handelsplaats kan worden geplaatst. Deze orders worden snel weer afgebouwd, met het doel in de tussentijd kleine winstmarges te behalen.

In de tabel worden schattingen getoond van de omvang van HFT in Europa. Deze schattingen zijn afkomstig van verschillende marktpartijen die in hun dagelijkse praktijk te maken hebben met HFT, of die hier onderzoek naar gedaan hebben. De schattingen variëren sterk, van minimaal 13% tot maximaal 80%, bij een gemiddelde schatting van 33%. Een grote variantie dus, maar bij de in de tabel genoemde partijen heerst consensus over de sterke significantie van het markt-aandeel van HFT-partijen. Het is dus opvallend, dat ondanks de duidelijke aanwezigheid van HFT op vele grote, voor een breed publiek toegankelijke Europese en Amerikaanse handelsplaatsen, er geen exacte cijfers bekend zijn over de omvang ervan. Dit heeft te maken met het feit dat er nog geen algemeen geaccepteerde, sluitende definitie bestaat van wat HFT precies is. Verder zou het verzamelen van data over de aanwezigheid van HFT op de gehele Europese markt een kostbare exercitie zijn, zelfs als dit op vertrouwelijke basis zou geschieden. Dit komt doordat eigenlijk per handelsstrategie bekeken zou moeten worden of het een HFT-strategie betreft, om hier vervolgens volumegegevens over te verzamelen. Momenteel is er geen partij die een volledig en paraat overzicht heeft van de transacties die handelende partijen uitvoeren op de Europese markt. Transacties kunnen bijvoorbeeld lang niet in alle gevallen aan de partij gekoppeld worden die een handelsstrategie uitvoert, omdat diens identiteit niet altijd op een centrale en toegankelijke plaats bekend is.

Schatting aandeel van HFT in de Europese markt, gemeten naar transactievolume.

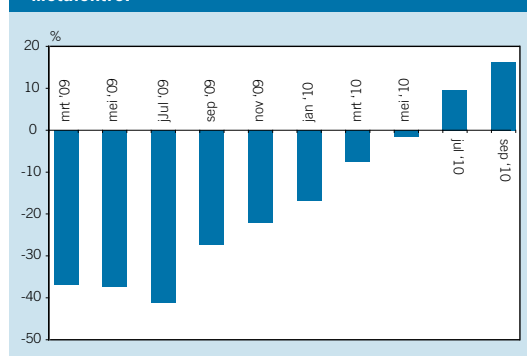
Transactievolume	Antwoordende marktpartij
Handelsplatformen	
20% (aandelen)	Borsa Italiana (LSE)
30% (futures)	Borsa Italiana (LSE)
40%	Chi-X
35-40%	Deutsche Bank
33%	LSE
13%	Nasdaq OMX
23%	NYSE Euronext
-	SIX Swiss
21%	Turquoise (LSE)
HFT-partijen	
45%	Flow Traders
>40%	IMC
30-40%	Optiver
Consultants	
25%	AITE Group
30-40% (futures)	Rosenblatt Securities
35% (aandelen)	Rosenblatt Securities
Overige	
50-80%	European Banking Federation

Bron: AFM, 2010

BEN KRIEHEL (ROA)

Arbeidsmarkt

Indicator van personeelsgroei en -krimp in de metaalktro.



Bron: ROA, Quickscan Arbeidsmarktmonitor Metaalktro, 2009-2010

Werkgelegenheidsontwikkeling metaalktro

De werkgelegenheid in de bedrijven van de metaalktro groeit sinds juli 2010 weer (figuur). Zo blijkt uit de indicator van werkgelegenheidsgroei van de metaalktro op basis van vragen uit een tweemaandelijks Quickscan onder ruim 300 bedrijven. De indicator is berekend als het aantal bedrijven met personeelsgroei minus het aantal bedrijven met krimp, gedeeld door het totaal aantal bedrijven. Negatieve waardes duiden op een krimpende werkgelegenheid in de

sector, terwijl positieve waardes een groeiende werkgelegenheid impliceren. De sinds februari 2009 beschikbare indicator laat duidelijk zien hoe de werkgelegenheid tijdens de crisis in de meeste bedrijven afnam. Deze trend keerde in de zomer van 2009 en tussen mei 2010 en juli 2010 waren er weer meer bedrijven met groei dan krimp. Aan bedrijven is niet alleen gevraagd naar de gerealiseerde werkgelegenheidsverandering van de afgelopen twee maanden, maar ook naar hun verwachtingen voor de komende twee maanden. Ook hier blijven de bedrijven overwegend optimistisch. Twintig procent van hen verwacht een verdere groei van hun personeelsbestand met vijf procent of meer, terwijl slechts acht procent een soortgelijke krimp verwacht.

De bedrijvigheid in de metaalktrosector neemt sinds de crisis weer toe. Bedrijven in de technische sectoren beginnen zich zelfs al zorgen te maken over toekomstige tekorten op de arbeidsmarkt voor technici. Zo verwacht, volgens de enquête van de Arbeidsmarktmonitor Metaalktro, 30% van de bedrijven in de komende vijf jaren veel problemen bij het vinden van technisch personeel. Veel bedrijven vrezen dat de instroom van technisch opgeleide schoolverlaters ontoereikend zal zijn om in de toekomstige behoefte aan technisch personeel te voorzien.