

## Ondernemingen veranderen nauwelijks van rechtsvorm ECONOMIE & SAMENLEVING

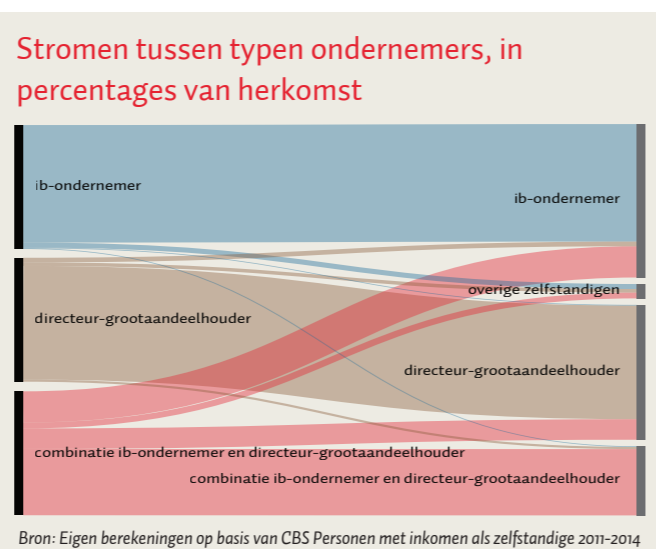
Er zijn verschillende redenen om als ondernemer voor een bepaalde rechtsvorm te kiezen. Verschillen in aansprakelijkheid en risico's, kosten van de rechtsvorm en overnameregels spelen een rol. Maar ook de belastingdruk kan een belangrijke overweging zijn.

Er is veel aandacht voor de mogelijke verschillen in belastingdruk tussen ib- en vpb-ondernemers. Men is beducht voor een vlucht naar de bv om vpb-ondernemer te worden of vice versa. Met het verlagen van het vpb-tarief van 34 procent naar 25,5 procent tussen 2004 en 2007 is daarom ook de mkb-winstvrijstelling voor ib-ondernemers ingevoerd om de verschillen in belastingdruk te beperken.

De grote aandacht voor de verschillen tussen ib- en vpb-ondernemers zou kunnen suggereren dat ondernemers regelmatig hun rechtsvorm aanpassen. Volgens nieuwe gegevens van het CBS over personen met winstinkomen komt dit echter nauwelijks voor. De figuur toont de stromen van ib- en vpb-ondernemers, en ondernemers die beide combineren. Het overgrote deel, tussen de 92 en 95 procent, verandert in drie jaar niet van rechtsvorm. Van alle ib-ondernemers is na drie jaar slechts 0,6 procent directeur-grotaandeelhouder geworden en andersom is dit percentage 3,8 procent. Daarnaast kiest een redelijk groot deel vanuit een positie met zowel ib-winst als vpb-winst voor een van de twee.

Het verschil in belastingdruk tussen ib- en vpb-ondernemers hangt af van het inkomen. Voor ondernemers met een hoog inkomen is een bv fiscaal vaak aantrekkelijker en voor ondernemers met een laag inkomen de ib-onderneming. Het CPB onderzoekt momenteel in hoeverre demografische kenmerken van ondernemers en verschillen in belastingdruk de

keuze voor een rechtsvorm kunnen bepalen. Recent Amerikaans onderzoek laat zien dat persoonlijkheidskenmerken tussen beide typen ondernemers verschillen. Dit suggereert dat de kans dat ondernemers van rechtsvorm switchen beperkt is. Veel waarschijnlijker is dat deze keuze al eerder wordt gemaakt, bijvoorbeeld als beginnende ondernemers starten vanuit loondienst. ■ **ALI AOURAGH, NICOLE BOSCH EN ARJAN LEJOUR** (CPB)

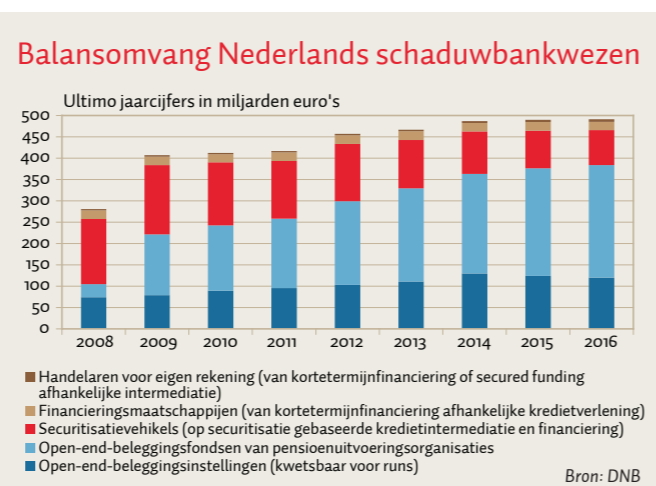


## Omvang schaduwbanken in Nederland vrijwel onveranderd FINANCIËLE MARKTEN

Vanwege mogelijke risico's voor de financiële stabiliteit worden de ontwikkelingen in schaduwbanken gemonitord. Schaduwbankieren is kredietverlening door financiële instellingen buiten het gereguleerde bankwezen, waarbij er sprake is van liquiditeitstransformatie, looptijdtransformatie of een financiële hefboom. Pensioenfondsen en verzekeraars zijn daarbij uitgezonderd, evenals instellingen die bij banken worden meegeconsolideerd. In Nederland bedroeg de omvang van het schaduwbankwezen in 2016 volgens internationale maatstaven van de Financial Stability Board (FSB) 491 miljard euro. Dat is 0,3 procent hoger dan in 2015 (figuur).

Bijna tachtig procent van het Nederlandse schaduwbankwezen betreft beleggingsinstellingen die in obligaties en leningen beleggen en kwetsbaar zijn voor het plotseling terugtrekken van gelden (zogenoemde *runs*) door hun investeerders. Omdat zij marktschokken teweeg kunnen brengen, vormen deze fondsen een systeemrisico. Daartoe worden met name open-end-obligatie-, hypotheek-, geldmarkt- en hedgefondsen gerekend. Hun balanstotaal nam in 2016 met twee procent toe tot 384 miljard euro. Daarbinnen traden echter grote verschillen op. Zo namen de hypotheekfondsen door de investeringen van pensioenfondsen met ruim vijftig procent toe tot 29 miljard euro, terwijl de obligatiefondsen daalden met twee procent tot 264 miljard euro. Overigens zijn hierin conform de FSB-definities ook beleggingsfondsen meegeteld die door pensioenuitvoerders zijn opgericht en waar diverse pensioenfondsen in deelnemen (264 miljard euro in 2016). Het daadwerkelijke risico op runs bij deze fondsen is gering vanwege hun specifieke aard. De op een na grootste schaduwbankcategoriegroep vormen de securitisatie-

vehikels, die leningen verhandelbaar maken via uitgifte van obligaties. De dalende trend in de uitstaande omvang daarvan zette in 2016 door met een afname van zeven procent tot 81 miljard euro. De twee andere categorieën zijn relatief klein in Nederland. De financieringsmaatschappijen, waaronder hypotheek- en consumptiefkredietverstrekkers, krompen met vier procent tot negentien miljard euro. De balansomvang van de effecten- en derivatenhandelaren voor eigen rekening, zoals 'high frequency traders', bedroeg zes miljard euro, maar nam in 2016 wel met vijftien procent toe. ■ **ERIC KLAAIJSEN EN PETER WIERTS** (DNB)



## Monetaire verkrapping komt dichterbij MONETAIR

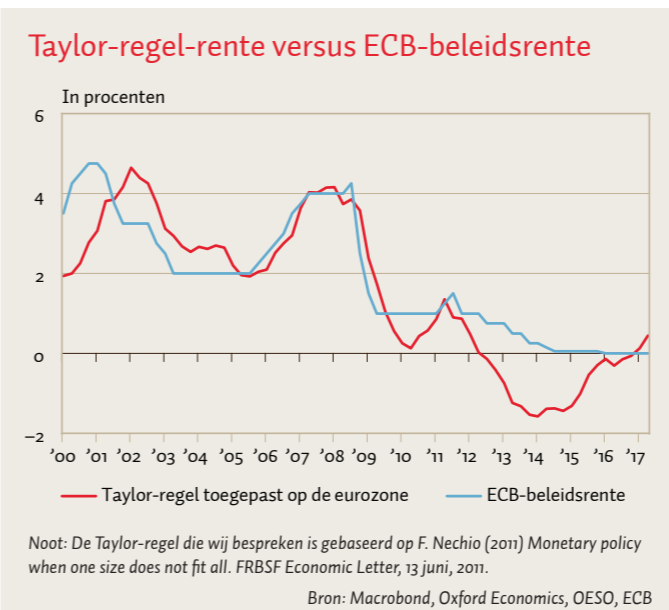
De ECB voert sinds de financiële crisis een zeer ruim monetair beleid. Daarbij zijn naast renteverlagingen ook andere instrumenten ingezet, zoals het verstrekken van goedkope leningen aan banken en het grootschalig opkopen van staatsleningen en ander kwalitatief hoogwaardig papier. Met het aanhoudende economische

herstel in de eurozone is de discussie over de timing van monetaire verkrapping opgelaaid.

Uit de economische theorie kunnen we bepalen welk niveau de beleidsrente op dit moment zou moeten zijn, en dus of een renteverhoging al aan de orde is. Een instrument dat daarbij helpt, is de zogenaamde Taylor-regel. De formule voor de Taylor-regel die wij gebruiken is gebaseerd op de kerninflatie in het eurogebied en een maatstaf voor het onderpresteren van de economie in de eurozone ten opzichte van het economische potentieel.

In de figuur is de Taylor-regel toegepast op het eurogebied. De figuur laat zien dat de rente die door de Taylor-regel wordt voorgeschreven voor de periode 2005-2009 tamelijk nauwkeurig de werkelijke beleidsrente van de ECB volgt. Na medio 2011 gaan beide rentes steeds verder uit elkaar lopen. Doordat de economie in de eurozone in 2012 fors onderpresteert ten opzichte van haar potentieel, wordt de door de Taylor-regel voorgeschreven rente negatief. De ECB-beleidsrente zet eveneens een dalende trend in, maar stuit op een gegeven moment op de ondergrens van nulprocent.

Met het economische herstel dat zich in het voorjaar van 2014 inzette, kruipt de Taylor-regel-rente langzaam weer omhoog. De stijging van die rente sinds begin 2014 komt vooral doordat de economie in de eurozone dichterbij haar potentieel is gaan presteren. De kerninflatie is sinds 2014 redelijk stabiel. Momenteel bevinden beide rentes zich min of meer op hetzelfde niveau. Maar als de trendmatige stijging doorzet, komt een renteverhoging dus steeds dichterbij. ■ **THEO SMID** (ATRADIUS)



## Schatkistbankieren verlaagt de EMU-schuld OPENBARE FINANCIËN

Het geïntegreerd middelenbeheer, beter bekend als schatkistbankieren, houdt in dat instellingen publieke middelen risicoolarm aanhouden in de schatkist van het Rijk. Rechtspersonen met een wettelijke taak (RWT's), decentrale overheden, sociale fondsen en agentschappen zijn voorbeelden van verplichte deelnemers aan schatkistbankieren. Binnen de groep van RWT's kunnen onderwijsinstellingen en zelfstandige rijksmuseuma vrijwillig kiezen voor deelname. Hoewel het niet de voornaamste doelstelling is, verlaagt schatkistbankieren de omvang van de EMU-schuld. Creditgeld, aangehouden in de schatkist, verlaagt de financieringsbehoefte van het Rijk en hierdoor hoeft

het minder op de kapitaalmarkt te lenen. Dit creditgeld zorgt wel voor het ontstaan van verplichtingen en vorderingen tussen het Rijk en deelnemers. Deze verplichtingen en vorderingen tellen alleen niet mee voor de EMU-schuld, aangezien beide partijen onderdeel zijn van de collectieve sector. Sommige deelnemers kunnen naast het aanhouden van creditgeld ook lenen bij de schatkist. Deze leningen behoren tot de EMU-schuld, ongeacht of deze zijn verstrekt door het Rijk of door een bank. Het effect van schatkistbankieren op de EMU-schuld kan dus geanalyseerd worden door alleen te kijken naar de hoeveelheid creditgeld.

In de figuur is te zien hoe de hoeveelheid creditgeld zich heeft ontwikkeld sinds 2011. Opvallend is de stijging in de omvang van creditgeld met ongeveer 5,5 miljard euro in 2013. Deze stijging werd veroorzaakt door het verplichten van decentrale overheden tot deelname aan schatkistbankieren in 2013. Na 2013 is een geleidelijke toename te zien tot ruim twintig miljard euro eind juli 2017, onder andere veroorzaakt door de instroom van gelden uit beleggingen van decentrale overheden die vrijvallen en door een stijgend aantal deelnemers.

Door de invoering van de verplichte deelname van decentrale overheden neemt het cumulatieve effect van de toename van het creditgeld ten opzichte van het bbp met bijna één procentpunt toe in 2013. Ook na 2013 is te zien dat schatkistbankieren jaarlijks een verlagend effect op de EMU-schuld heeft van gemiddeld ongeveer 0,3 procent van het bbp. Het totale cumulatieve effect is op dit moment ruim 2,2 procent van het bbp. Het schatkistbankieren heeft hiermee een significante invloed op de omvang van de EMU-schuld. ■ **JEROEN VAN GEEL** (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

