

B3 Kapitaal: de macht van Sovereign Wealth Funds

3.1 Investeringsfondsen van overheden

Buitenlandse staatsbedrijf verkrijgt strategische belangen in de Rotterdamse haven, grote Duitse bank in handen van oliestaat en sovereign wealth fund staakt levering van elektriciteit aan Parijse huishoudens
– een angstscenario spreekt uit krantenkoppen uit 2030.

Noodlijgend bedrijf krijgt kapitaalinjectie van buitenlands staatsbedrijf, sovereign wealth funds maken afspraken over transparantie en forse investeringsimpuls door oliestaat in energienetwerk
– positieve berichten over SWF's in 2030.

Sovereign wealth funds (SWF's) zijn investeringsfondsen van overheden uit onder andere Singapore, China en een aantal olie-exporterende landen, die belangen verwerven in Amerikaanse en Europese bedrijven. De eerste fondsen zijn al in de jaren vijftig opgericht, maar pas sinds enkele jaren halen ze de voorpagina's van financiële kranten, met berichten over de oprichting van een Chinees fonds, over deelnemingen in Amerikaanse financiële instellingen en over investeringen in een Amerikaanse haven.

SWF's streven economische doelen na, zoals een hoog rendement en spreiding van risico. Maar gezien hun omvang en hun nauwe relatie met de overheden van hun thuisland, kunnen ze in potentie strategische belangen verwerven in West-Europese bedrijven of sectoren. Europese overheden kunnen hierop reageren met protectionistische maatregelen, zoals het afschermen van bedrijven voor buitenlandse deelnemingen of overnames. Protectionisme is echter een zeer kostbare oplossing voor West-Europese landen, die voor hun welvaart sterk afhankelijk zijn van internationale economische relaties. Het is in het belang van de EU om protectionisme te voorkomen, omdat vrij verkeer van kapitaal met vrije mededinging bijdraagt aan economische groei.¹

Dit essay start met een overzicht van bestaande investeringen door SWF's (§ 3.2), vanuit landen met grote overschotten op hun betalingsbalans. Als deze overschotten blijven bestaan, zullen SWF-landen hun fondsen in de komende decennia fors kunnen uitbreiden (§ 3.3). Dit heeft belangrijke consequenties voor de Europese lidstaten, vooral als SWF's strategische belangen kunnen verwerven: Europese landen worden sterk afhankelijk van Aziatische SWF-landen. Deze afhankelijkheid is wederzijds, want het rendement van SWF-fondsen kan beïnvloed worden door Europees beleid (§ 3.4). Belangrijke vraag voor Europese overheden is hoe zij de investeringen door SWF's in goede banen kunnen leiden. Paragraaf 3.5 schetst de huidige regulering van en toezicht op corporate governance, en laat zien waar deze tekortschiet bij investeringen door buitenlandse staatsfondsen. Paragraaf 3.6 gaat in op de vraag welke beleidsveranderingen gemaakt kunnen worden door de SWF-landen, de Europese lidstaten, of multilateraal, om strategische investeringen door SWF's te reguleren. De conclusie in paragraaf 3.7 is echter dat strategische invloed door buitenlandse fondsen beter voorkomen dan gereguleerd kan worden.

¹ Empirische studies vinden een positief effect van openheid op groei als openheid leidt tot directe buitenlandse investeringen en handel in aandelen. De empirische literatuur laat ook zien dat het juridisch kader voor kapitaalverkeer belangrijk is voor de rol van openheid in economische groei. (Obstfeld en Taylor 2004 en Kose et al. 2009).

3.2 Verleden en heden: SWF's zonder strategische invloed

3.2.1 SWF's in plaats van staatsobligaties

SWF's zijn investeringsfondsen van overheden met een breed investeringsmandaat gericht op de lange termijn, op zoek naar (meer) rendement. Een meer precieze definitie zou kunnen zijn 'een pool van binnenlandse en internationale activa die in bezit is en beheerd wordt door overheden om een scala van economische en financiële doelen te bereiken, inclusief het opbouwen en beheren van reserves, het stabiliseren van macro-economische effecten en het verdelen van welvaart over meerdere generaties' (Truman 2007).

SWF's worden gefinancierd met de valutareserves, opgebouwd met buitenlandse handel in grondstoffen (vooral olie en gas) of andere exportproducten.² Deze overschotten op de betalingsbalans worden vooral geïnvesteerd in staatsobligaties van met name de Verenigde Staten (vs), dat een groot tekort op de balans kent, maar ook van Europese landen. Op deze wijze circuleren grote kapitaalstromen (dollars stromen naar exportlanden en keren terug in vorm van aankoop van obligaties) zonder al te groot politiek risico: de onderlinge afhankelijkheid was redelijk stabiel en transparant.³ In toenemende mate echter worden overschotten op de betalingsbalans geïnvesteerd in SWF's, van waaruit investeringen in aandelen, dus in eigendomsrechten van bedrijven, worden gefinancierd.

De primaire reden voor deze verschuiving, in elk geval volgens de SWF's zelf, is economisch: streven naar hoger rendement, waarbij hoger risico wordt geaccepteerd. Hierbij speelt 'goed voorbeeld doet goed volgen' mee: China en andere Aziatische SWF's hopen de successen van bijvoorbeeld Temasek Holdings uit Singapore, dat al in 1974 is opgericht, te kunnen evenaren.

Het verlangen naar hoger rendement is één kant van de medaille. De andere kant is het lage rendement op bestaande leningen en het grote risico op een toekomstige waardedaling van de dollar. In het recente verleden hebben buitenlandse investeringen in de vs een veel lager rendement behaald dan investeringen door de vs in het buitenland (Forbes 2008). In de toekomst kan het tekort op de Amerikaanse betalingsbalans worden omgebogen via een waardedaling van de dollar. Dit betekent dat het verwachte rendement op leningen en beleggingen in de vs onder druk staat. Geconfronteerd met deze waarschijnlijke daling van de dollarkoers hebben buitenlandse investeerders twee mogelijkheden (Setser 2008). Ze kunnen ten eerste kiezen voor belegging van hun spaartegoeden in andere valuta. Dit zal echter leiden tot een onmiddellijke waardedaling van de dollar, en dus tot grote verliezen op korte termijn. Ten tweede kunnen ze blijven beleggen in de vs, maar proberen daar het verwachte wisselkoersverlies te compenseren met een hoger rendement. Dit kan door meer te investeren via SWF's.

² Van de 47 fondsen die door het SWF-Institute worden aangewezen als SWF, blijken er 28 uit de verkoop van fossiele brandstoffen gefinancierd te worden, vier uit andere grondstoffen en de rest (vijftien) uit andere export (zie tabel B3.1).

³ Gilson en Milhaupt 2008. Het grootste risico bestaat bij het herfinancieren van overheidsschuld op het moment dat de lening afloopt. Als de kredietverstrekende landen hun eisen voor nieuwe leningen opschroeven, eventueel in de vorm van politieke eisen, dan kunnen de economische en/of politieke kosten voor de Europese landen en de vs flink oplopen. De kans hierop is echter gering, omdat de EU en de VS kunnen uitwijken naar alternatieven of kunnen besluiten om als tegenmaatregel bestaande leningen niet langer af te lossen. Wederzijdse afhankelijkheid en het bestaan van alternatieven zorgen voor stabiliteit in uitgifte en aankoop van staatsobligaties.

De huidige financiële crisis vormt een onderbreking in de overschotten op de betalingsbalans en dus in de investeringen door SWF's. De crisis maakt echter geen eind aan de achterliggende redenen voor investeringsfondsen door SWF-landen: overschotten zullen blijven bestaan (CPB 2009) en het streven naar rendement maakt beleggen ook in de toekomst aantrekkelijker dan sparen in obligaties.

SWF-land	naam fonds	waarde (mrd USD)	oprichting	bron	transparantie (index SWF Institute) ^a	voice & accountability SWF-land ^b
Verenigde Arabische Emiraten	Abu Dhabi Investment Authority	875	1976	olie	3	23
Singapore	Government Investment Company	330	1981	deviezen-reserves	6	35
Noorwegen	Government Pension Fund	322	1990	olie	10	99
Saudi-Arabië	(diverse)	300	onbekend	olie	2	7
Koeweit	Kuwait Investment Agency	250	1953	olie	6	34
China	China Investment Company	200	2007	deviezen-reserves	6	6
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority	140	1998	deviezen-reserves	7	65
Rusland	Reserve Fund	127	2003	olie	5	20
Singapore	Temasek	108	1974	deviezen-reserves	10	35
China	Central Huijin Investment Corp.	100	2003	deviezen-reserves	6	6

a Deze index is de zogenaamde Linaburg-Maduell Transparency Index, die beoogt een indicatie te geven van de mate van transparantie van een fonds (op een schaal van 1 tot 10). Voor een beschrijving van de criteria, zie www.swfinstitute.org.

b *Voice & Accountability* geeft de procentuele rang aan van een land op de Wereldbanklijst van Kaufman et al. (2008), waarbij 0 het land is met de slechtste institutionele kwaliteit en 100 het beste. Bron: IWG (2008), Kaufmann et al. (2008)

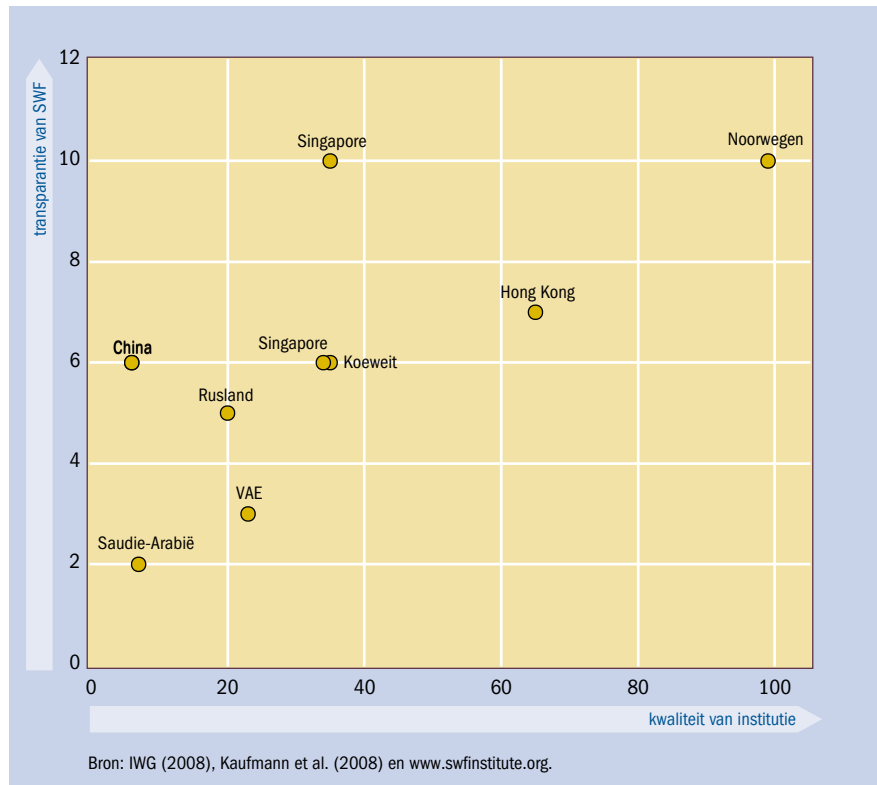
Tabel B3.1

Omvang, oorsprong en transparantie van tien grootste SWF's (2007)

Tabel B3.1 bevat een aantal kengetallen van de grootste SWF's. De voorlaatste kolom geeft de transparantie van het fonds zelf weer. De laatste kolom bevat de score van het thuisland van het SWF op *Voice & Accountability* volgens de Wereldbank. Deze score is gebaseerd op vrijheid van verkiezing, van meningsuiting, van associatie en van pers. Figuur B3.1 laat zien dat er een duidelijk verband bestaat tussen de transparantie van een SWF en de *Voice & Accountability* van het thuisland. Een opvallende uitzondering is Singapore, dat matig scoort op institutionele kwaliteit maar een zeer transparant SWF heeft. In paragraaf 3.5 gaan we verder in op de relatie tussen fonds en thuisland.

Figuur B3.1

Transparantie SWF en kwaliteit van instituties in het thuisland



Karakterisering van de grootste fondsen

- ADIA uit de Verenigde Arabische Emiraten (VAE) is opgericht in 1976 en is voornamelijk gefinancierd uit olie-export. Het is een volledig onafhankelijke juridische entiteit met volledige bevoegdheid om zijn statutaire mandaat en doelstellingen te bereiken. Ongeveer 75% van de activa wordt beheerd door externe managers, inclusief 60% dat passief in indexfondsen wordt belegd. De doelstelling van ADIA is: *'to receive funds of the Government of Abu Dhabi allocated for investment, and invest and reinvest those funds in the public interest of the Emirate in such a way so as to make available the necessary financial resources to secure and maintain the future welfare of the Emirate.'*
- Door de hoge betalingsbalansoverschotten van de jaren zeventig groeiden de reserves in Singapore snel, waarop de overheid besloot om in langetermijn- en beter renderende beleggingen te stappen. De Government Investment Company (GIC) belegt in een groot scala van activa, zoals in aandelen, valuta, 'alternatieve investeringen', vastgoed en *private equity*. Het bestuur van GIC kan door de Singaporese president aangesteld en vervangen worden.
- De oliebatan van Noorwegen worden beheerd door het Government Pension Fund (GPF), met als doel om voldoende kapitaal op te bouwen om de vergrijzende bevolking in de toekomst van pensioen te kunnen voorzien. De portfolio bevat voor 60% aandelen, 35% vastrentende instrumenten en 5% vastgoedinvesteringen. Er is een duidelijke scheiding tussen de landelijke politiek en het beheer van het fonds dat gedelegeerd is naar Norges Bank, waarbij de overheid bepaalde risicobandbreedtes bepaalt. Bijzonder aan dit fonds zijn de ethische richtlijnen: 1 bereik een hoog rendement in combinatie met een gematigd risico, 2 maak gebruik van de rechten die de aandelenbezittingen geven, en 3 zie af van investering in bepaalde, door de regering aangewezen fondsen.

- In de afgelopen jaren hebben China en Rusland fondsen opgericht. Belangrijke doelstellingen van het Chinese fonds CIC zijn het maximeren van investeringsresultaten op lange termijn en het van kapitaal voorzien van binnenlandse financiële instellingen. Belangrijke doelstelling van het Russische fonds is om eventuele tekorten in de federale overheidsbegroting te financieren. Het fonds kan aangesproken worden zodra de opbrengsten uit olie en gas niet meer voldoende blijken te zijn.
- Een schoolvoorbeeld van een transparant fonds is Temasek Holdings uit Singapore, met een *triple-A rating* van zowel S&P als Moody's. Het bedrijf wordt op autonome wijze beheerd, waarbij de meerderheid van de bestuursleden uit de private sector komt. Temasek keert regelmatig dividenden uit aan aandeelhouders en betaalt belasting in de landen waar het opereert.

3.2.2 Mogelijke doelstellingen van SWF's

Stabilisatie

Vooraf voor olie-exporterende landen is macro-economische stabilisatie een beoogd doel van hun staatsfondsen (Chhaochharia en Laeven 2008). Veel SWF-landen zijn sterk afhankelijk van de export van olie en gas, en daarmee gevoelig voor schommelingen in olieprijzen. Opzetten van een binnenlandse industrie naast de mijnbouw is belangrijk voor de toekomst van deze landen. Tegelijkertijd bemoedigt de 'Hollandse ziekte', het verschijnsel waarbij de waarde van een munt stijgt als gevolg van de verkoop van grondstoffen, deze strategie. Als alternatieve aanwending van financiële middelen wordt daarom naar investeringen buiten de landsgrenzen gezocht. Overigens niet zonder risico, zoals de huidige crisis laat zien. En ook niet zonder het gevaar van een ruilvoetverlies, omdat waardevermindering van de munt de waarde van externe investeringen vermindert.

Intergenerationeel sparen en rendement

Olieproducerende landen willen hun inkomsten spreiden over meerdere generaties, door hun vermogen onder de grond om te zetten in beleggingen boven de grond. In een aantal SWF-landen, met China als prominent voorbeeld, vergrijst de bevolking (Van der Ploeg en Venables 2008). Voor beide groepen landen wordt het steeds belangrijker om goede rendementen op hun spaartegoeden te behalen, om ook in de toekomst ouderen van inkomen te kunnen voorzien.

Grondstoffen en voedsel

Intensieve contacten met het buitenland zijn voor China ook noodzakelijk om de aanvoer van grondstoffen en voedsel veilig te stellen. Meer dan de helft van het geld dat Chinese bedrijven de afgelopen jaren in het buitenland hebben geïnvesteerd, dient dit doel, zo bleek onlangs uit een enquête onder Chinese bedrijven van consultancybedrijf McKinsey.⁴

Verticale integratie

Bovengenoemde motieven voor investeringen door SWF's hebben geen directe gevolgen voor de marktwerking in Europese landen. Dit kan anders worden als verticale integratie een belangrijk motief vormt, zoals oliefondsen die investeren in energienetwerken en/of levering in Europese landen.⁵

4 Fem Business, 11 september 2008, <http://archieff.fembusiness.nl/2008/09/11/nummer-36/Chinas-expansiedrift.htm>.

5 Verticale integratie is het opnemen in het bedrijfsproces van een andere stap uit de productieketen, zoals een producent die ook zijn verkooppunten beheert. Bij SWF's gaat het bijvoorbeeld om olie-exporterende bedrijven die raffinaderijen of energieproducenten in Europa willen opkopen.

Kennisverwerving

Bedrijven kunnen worden overgenomen met als doel om belangrijke kennis of producten over te nemen. In veel gevallen zal de waarde van deze kennis of producten onderdeel vormen van de prijs, en dus geen verstoring vormen van de markt. Volgens Arnout Boot suggereert de angst voor het verliezen van kennis een soort absolute stagnatie, alsof de kennis van vandaag niet meer wordt vernieuwd. Maar het denken staat niet stil. Wie nu kennis koopt, is die voorsprong zo weer kwijt.⁶ Bepaalde vormen van kennis zijn echter niet vrij beschikbaar op de markt, maar zijn wel in een aantal private bedrijven bekend. Te denken valt aan nucleaire of militaire technieken (bijvoorbeeld overname door een SWF van Urenco, dat uranium verrijkt, of scheepswerven die moderne fregatten bouwen). Natuurlijk is het ook mogelijk om op legitieme wijze kennis te verwerven door in een bedrijf te investeren. Aangehaalde banden door investeringen kunnen leiden tot kennisuitwisseling, zonder dat er sprake hoeft te zijn van uitbuiting.

Politieke invloed/belang

Het streven naar marktmacht door verticale integratie is niet voorbehouden aan SWF's. Ook grote multinationals streven naar verticale integratie. Het bijzondere van SWF's is echter dat zij hun potentiële macht kunnen aanwenden voor politiek strategisch gedrag, dat lijnrecht ingaat tegen de belangen van het ontvangende land. Deze politieke macht kunnen ze ook krijgen via het overnemen van overheidsschulden (opkopen van staatsobligaties). Zo bezit China een belangrijk deel van de Amerikaanse staatsschuld, waardoor de VS minder soeverein maar meer afhankelijk van China is geworden (Setser 2008). Deze politieke invloed kan echter veel verder reiken als landen hun financiële middelen inzetten voor de aanschaf van delen van of complete bedrijven. Het vervolg van dit essay is een zoektocht naar de mogelijkheden en beperkingen voor SWF-landen om belangrijke politieke invloed in de EU te verwerven.

3.2.3 Investeringsbestemmingen van SWF's

Door hun gebrek aan transparantie is vaak onduidelijk waarin SWF's investeren. Een klein deel (naar schatting 10%) zijn minderheidsinvesteringen in beursgenoteerde bedrijven (zie verder bijvoorbeeld Chhaochharia en Laeven 2008). Een ander deel wordt geïnvesteerd in energienetwerken, waarmee verticale integratie met het moederland (de olie-exporteur) wordt nagestreefd.

Internationaal

Internationaal lijken SWF's zich sterk te concentreren op de financiële sector; schattingen voor 2008 variëren van 20-40% van het totale door SWF's geïnvesteerde kapitaal in deze sector.⁷ Ook lijkt er een focus te zijn op infrastructurele netwerken, zoals havengebieden en overslagterminals, infrastructuur in de energiesector en de automobielen- en vliegtuigindustrie.

Echter, meer transparante SWF's, zoals Temasek uit Singapore en het US Endowment Fund, laten ook grote investeringen in *private equity*, vastgoed en opkomende markten zien. Hierin lijken SWF's dus meer op private fondsbeheerders (Beck en Fidora 2008).

Nederland

In Nederland concentreren de investeringen zich op logistiek, (petro-)chemie, automobielenindustrie en -financiering, energie/olie, ruimtevaart (European Aeronautic Defense and Space Company, EADS) en vastgoed (zie tabel B3.2). Dit

⁶ Intermediair, 1 augustus 2007, <http://www.intermediair.nl/artikel.jsp?id=928786>.

⁷ Zie Fotak et al. 2008. De hier gebruikte cijfers zijn afkomstig uit twee databases, de Zephyr-database van Bureau van Dijk en de SDC-database van Thomson Financial.

zijn grotendeels sectoren die min of meer verwant zijn aan de energiesector, wat vanuit het oogpunt van verticale integratie en kennisverwerving logisch is. Het hoeft echter geen kwestie van verticale integratie te zijn. Er is in de landen van herkomst affiniteit met deze sectoren, dus is het niet vreemd dat men zich hier in het buitenland extra op concentreert.

Tabel B3.2 laat zien dat het aantal deelnemingen door SWF's in Nederland anno 2008 niet heel groot is. Het is echter niet gemakkelijk om een volledig beeld te krijgen van deze investeringen door SWF's. Er is geen echt sluitende definitie, deelnemingen kunnen ook indirect geschieden en informatie is vaak fragmentarisch beschikbaar (of niet beschikbaar). Er is slechts een zeer klein aantal deelnemingen in beursgenoteerde bedrijven (voor zover bekend drie) en het totaal aantal bekende deelnemingen (dus beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd) staat in tabel B3.2. Verreweg de grootste deelnemingen zijn de deelnemingen in GE Plastics (chemie), Leaseplan (financiën), DSM Petrochemicals (chemie) en EADS (eigenaar van Airbus, dus lucht- en ruimtevaart).

Tabel B3.2

Bekende deelnemingen door SWF's in Nederland

		Deelneming (in %)	Markt- kapitalisatie (in mln euro)	waarde deelneming (in mln euro)
SABIC	GE Plastics	100,0	€ 9.206,35	€ 9.206,35 ^a
ADIA	Leaseplan Corp.	25,0	€ 16.345,33	€ 4.086,33 ^a
SABIC	DSM Petrochemicals	100,0	€ 2.250,00	€ 2.250,00 ^a
Vnesheconombank	EADS	5,0	€ 10.062,00	€ 507,12 ^b
Government of Singapore	Eurocommercial properties	12,8	€ 2.400,00	€ 306,00 ^c
Temasek Holding	HHR Euro CV Hotels	48,0	€ 148,63	€ 71,34 ^c
JSC VTB Bank	EADS	0,1	€ 10.062,00	€ 13,08 ^b
KIA	Celtel International	100,0	€ 9,80	€ 9,80 ^c
ADIA	Spyker Cars	22,8	€ 41,00	€ 9,34 ^b
KIA	Gulf of Oil Benelux	100,0	€ 6,75	€ 6,75
Temasek Holding	Holland Terminals	100,0	€ 6,33	€ 6,33 ^c
Temasek Holding	HHR TRS CV Hotels	70,3	€ 8,18	€ 5,75 ^c
TNSF	Euromax Terminal	12,5	€ 0,73	€ 0,09 ^c
CIC	Euromax Terminal	12,5	€ 0,73	€ 0,09 ^c
Dubai Ports World	Terminal Maasvlakte	20,0	?	?
KIA	Tango	100,0	?	?
Temasek Holding	Terminal Maasvlakte	20,0	?	?
GPF	42 Nederlandse bedrijven	< 1	?	?
APRF	43 Nederlandse bedrijven	< 1	?	?
Totaal				€ 16.478,38

a Overnameprijs.

b Marktkapitalisatie.

c Boekwaarde activa.

Bron: Register Melding Zeggenschap, Autoriteit Financiële Markten; Notitie Ministeries van Financiën en Economische Zaken.

3.2.4 Prestaties van SWF's

Tot op heden zijn SWF's weinig succesvol geweest op de Amerikaanse en Europese markten. Chhaochharia en Laeven (2008: 29-30) laten zien dat in de eerste vijf jaar SWF's een veel lager rendement behalen dan het gemiddelde marktrendement. Zij zoeken de oorzaak van dit lage rendement in imperfecte diversificatie van de SWF-portfolio's en zwakke corporate governance. Aangezien SWF's relatief zwaar in de financiële sector investeren, kunnen de slechte prestaties deels ook verklaard worden door de slechte resultaten in deze sector,

die natuurlijk hun weerslag hebben op investeerders. Over het algemeen is er weinig informatie beschikbaar over de prestaties van SWF's. Dit hangt samen met het feit dat een deel van de SWF's geen duidelijke financiële verplichtingen lijken te hebben waaraan gehoor gegeven moet worden. Dit betekent dat zij geen vastomlijnde rendementsdoelen hebben die actief bewaakt worden. Hierover in paragraaf B3.5 meer.

3.3 De toekomst: SWF's kunnen strategische belangen verwerven

In dit essay verkennen we de politieke afhankelijkheid die kan ontstaan door investeringen door SWF's in Europese landen. Om deze afhankelijkheid duidelijk voor het voetlicht te brengen wordt de situatie met verregaande invloed van SWF's uitvergroot. Deze situatie zetten we af tegen een scenario waarin het belang van SWF's stabiliseert. Daarnaast is het zeker niet ondenkbaar dat SWF-landen hun investeringen in Europese markten zullen afbouwen.

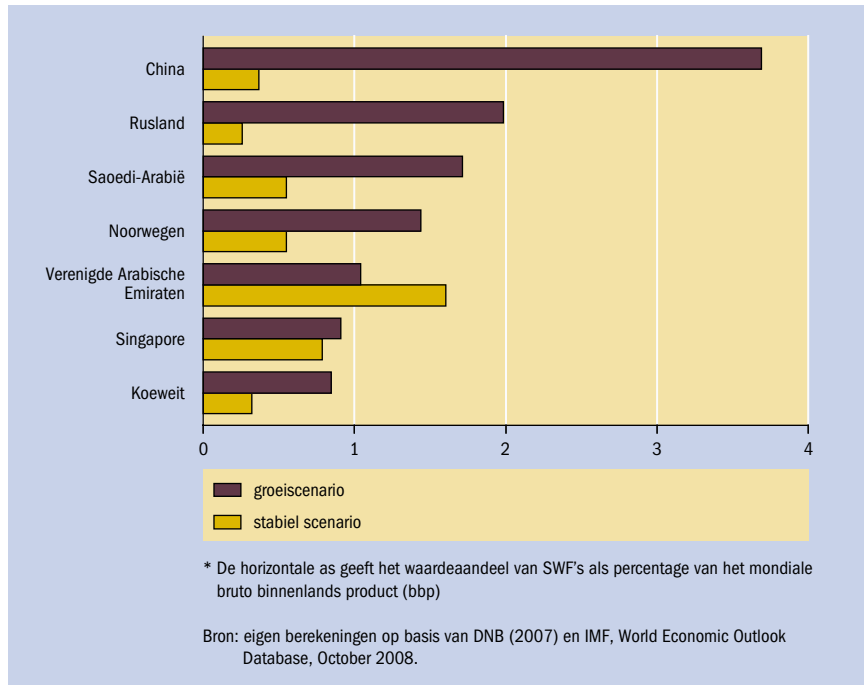
Om duidelijk te maken dat SWF's in de toekomst grote belangen kunnen verwerven in de EU, schetsen we twee scenario's: een groeiscenario waarin SWF's hun belangen in het Westen verder uitbouwen en een stabiel scenario waarin SWF's hun bestaande belangen consolideren, maar geen nieuwe belangen opbouwen.

In het groeiscenario veronderstellen we dat de belangrijkste SWF-landen hun overschotten op de lopende rekening volledig aanwenden voor verdere groei van SWF's en blijven zoeken naar investeringsmogelijkheden in Europa (en de VS). Ze kunnen hiermee in de toekomst grote belangen verwerven in de EU of een van haar lidstaten.

De economische omstandigheden die tot dit scenario leiden zijn allereerst het voortbestaan van overschotten op de betalingsbalans van China en olie-exporterende landen. Voor China speelt het voorzorgsmotief, sparen voor de oude dag, een belangrijke rol. In de olielanden genereert een hoge olieprijs overschotten. De tweede veronderstelling is dat deze landen blijven beleggen in aandelen, vanwege het verwachte hogere rendement op langere termijn dan op obligaties. Strategische overwegingen kunnen een derde reden zijn. Olie-exporterende landen kunnen bijvoorbeeld verticaal integreren door te investeren in Europese energiebedrijven. Een politiek motief voor deze strategie kan zijn om via investeringen door SWF's invloed in Europese landen te verwerven.

Om een aantal redenen kan de groei van SWF's veel lager uitvallen. Allereerst kan de onevenwichtigheid op de internationale markten verschuiven, met dalende tekorten in de VS, afnemende besparingen (overschotten) en wisselkoersaanpassingen in China en relatief lage olieprijsen. In reactie op tegenvallende rendementen kunnen SWF-landen besluiten om substantieel te blijven beleggen in obligaties om hun risico's te spreiden. Dit leidt tot het stabiele scenario, voortzetting van de huidige situatie. De financiële belangen van SWF's zijn en blijven relatief klein en sterk gediversifieerd. Het waardeandeel van SWF's blijft stabiel op ongeveer 5% van het mondiale bruto binnenlands product (bbp).

Figuur B3.2 geeft een cijfermatige impressie van een mogelijke groei van SWF's in de belangrijkste SWF-landen.⁸ In het groeiscenario zal het kapitaal dat beheerd wordt door SWF's toenemen van 4 à 5% in 2007 tot ruim 20% van het mondiale bbp in 2030.⁹ Vooral het belang van China en Rusland zal substantieel toenemen.



Figuur B3.2

Toekomst van SWF's in stabiel en groeiscenario, in 2030

3.4 Gevolgen voor Europa

Europese landen hebben belang bij directe buitenlandse investeringen, waaronder investeringen door SWF's. Het inkomend kapitaal kan redding bieden aan bedrijven met financieringsproblemen, zoals door diverse fondsen aan Amerikaanse financiële instellingen in 2007 en het voornemen van Abu Dhabi om een belang van 9% in het Duitse autoconcern Daimler te verwerven.¹⁰ De investeringsrelaties kunnen ondersteuning bieden aan handel met de SWF-landen en dragen mogelijk bij aan verspreiding van kennis.

Deze positieve beoordeling van investeringen door SWF's kan omslaan als buitenlandse bedrijven grote machtsposities verwerven, waardoor de vrije mededinging op Europese markten beperkt wordt. Als daarbij ook strategische belangen in het geding zijn, kunnen de economische en politieke consequenties van investeringen door SWF's groot zijn.

3.4.1 Publieke en strategische belangen

Publieke en strategische belangen kunnen in het geding komen als SWF's grote belangen in Europese bedrijven of sectoren verwerven. Er is sprake van publiek belang als de maatschappelijke kosten (of baten) afwijken van de private kosten

8 Voor de berekening van de figuur zijn we voor 2007 uitgegaan van de inschatting die De Nederlandsche Bank heeft gemaakt van de omvang van SWF's (DNB 2007). Vervolgens berekenen we het gemiddelde overschot op de betalingsbalans in de periode 2000-2007. Voor het groeiscenario veronderstellen we dat dit overschot ook in de komende decennia gerealiseerd zal worden én volledig beheerd wordt door SWF's. Verder veronderstellen we impliciet dat het rendement van bestaande beleggingen en deelnemingen even hard groeit als het mondiale bbp.

9 Ter vergelijking, anno 2007 is het bbp van de VS en het eurogebied elk ruim 20% van het mondiale bbp.

10 Chhaochharia en Laeven (2008) en Financial Times, 23 maart 2009.

(of baten). Een voorbeeld is vervuiling, waarvan de kosten voor de vervuilende partij maar een fractie vormen van de maatschappelijke kosten. Een ander voorbeeld is de uitvinding van een nieuwe technologie, waarbij de baten voor de samenleving veel groter kunnen zijn dan de beloning voor de uitvinder.¹¹ Anders gezegd, acties van agenten hebben externe effecten die niet in de private kosten en baten tot uitdrukking komen.

Bij strategisch belang gaat het om omvangrijke maatschappelijke kosten of baten, of het risico hierop, die bewust beïnvloed kunnen worden door een overheid of bedrijf. Het eerste deel van deze omschrijving is kwalitatief, wat aangeeft dat strategisch belang geen 0-1-keuze is, maar een glijdende schaal: hoe groter de sociale impact van een handeling (en de mogelijkheid tot handelen) hoe groter het strategisch belang. Het tweede deel legt de nadruk op de mogelijkheid van partijen om (het risico op) de schade te bepalen: iemand moet de schade of het risico in belangrijke mate kunnen beïnvloeden. Een kerncentrale kan als voorbeeld dienen, waarbij het sociale belang van veiligheid enorm is. Ook bij de huidige recessie zijn de sociale kosten groot. Het valt derhalve te beargumenteren dat er een strategisch belang is om te voorkomen dat de financiële sector grote schade kan aanrichten.

Hoe hangen economische en politiek-strategische macht samen bij investeringen door SWF's? Laten we als gedachte-experiment veronderstellen dat een SWF een groot marktaandeel verwerft in een Europees land (of in de hele EU). Hoe veranderen hierdoor de kosten en baten van investeringen door SWF's?

We nemen ons startpunt in het stabiele scenario, waarin dit SWF als eerste onderneming een grote Europese multinational overneemt, een grote autofabrikant, een nationale trots. Economisch gezien is er bij deze overname weinig reden tot zorg: de onderneming zal immers moeten concurreren op de interne en internationale markt en heeft daardoor weinig mogelijkheden om marktmacht te misbruiken door het zetten van te hoge prijzen voor een te lage kwaliteit. Het risico bij deze overname is wel dat een deel van de werkgelegenheid verplaatst zal worden naar het moederland, wat kan betekenen dat Europese werknemers op zoek moeten naar een andere baan en tijdelijk werkloos zijn. Een ander risico is dat R&D verplaatst wordt naar het moederland, waardoor hoogwaardige kennisontwikkeling uit Europa wegtrekt.

Vanuit politiek oogpunt levert deze overname slechts beperkte buitenlandse invloed op in Europa. Er is niet of nauwelijks sprake van marktmacht. Het strategisch belang van deze overname is gering, omdat de maatschappelijke kosten van deze overname gering zijn, zelfs in het slechtst denkbare geval dat de autofabrikant volledig verplaatst of failliet verklaard wordt. Het strategisch belang neemt toe als in het groeiscenario de onderneming monopolist is of kan worden op de Europese markt. Toch moet dit strategisch belang niet overschat worden. Stopzetten van de productie vormt de grootste bedreiging voor de economie van het thuisland, met aanzienlijke economische effecten. De huidige

¹¹ Deze economische definitie van publiek belang wijkt af van een meer sociologische definitie, waarbij een publiek belang ontspruit uit enerzijds gedeelde waarden in de samenleving die anderzijds niet door de eigenstandige organisatiekracht van de maatschappij kunnen worden gerealiseerd. De economische definitie legt de nadruk op de oorzaak van het probleem, waarbij niet uit te sluiten valt dat private partijen het probleem zelf kunnen oplossen. De sociologische benadering accentueert de oplossing (of de onmogelijkheid daarvan), waarbij al snel gekeken wordt naar oplossingen door de overheid. Ook de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (2000) kiest voor deze oplossingsdefinitie: 'van een publiek belang is sprake wanneer de overheid zich de behartiging van een maatschappelijk belang aantrekt op grond van de overtuiging dat dit belang anders niet goed tot zijn recht komt'.

crisis in de Amerikaanse auto-industrie illustreert dit: ruim 2% van de Amerikaanse beroepsbevolking werkt in de auto-industrie of daaraan gekoppelde bedrijven. Faillissement van de drie grote autobedrijven in Detroit zal dus grote consequenties hebben voor de Amerikaanse economie, maar zal haar niet verlammen. Werknemers en leveranciers zullen ander werk en afzetkanalen zoeken en vinden, waarvan andere sectoren zelfs kunnen profiteren.¹² Zelfs een SWF met volledige controle over de Amerikaanse autoproductie heeft dus maar een beperkt machtsmiddel in handen.

Verandert het strategische belang bij overnames in de elektriciteitssector? Stel dat in het stabiele scenario het SWF een grote elektriciteitsproducent en -leverancier overneemt. Zolang dit bedrijf moet concurreren met andere producten en leveranciers zijn de publieke belangen van deze overname beperkt: als het SWF besluit om de levering te staken, of als ze onvoldoende kwaliteit biedt, dan hebben de klanten voldoende alternatieven. De maatschappelijke kosten zijn te overzien, zelfs als het SWF zou besluiten tot staken van levering; van strategisch belang is bij deze overname dus geen sprake.

Het strategische belang neemt aanmerkelijk toe als in het groeiscenario het SWF een dominante positie op de elektriciteitsmarkt weet te verwerven. Dit zou kunnen door overnames van concurrenten, waarvoor de Europese Commissie echter geen toestemming zal verlenen. De monopoliepositie kan ook worden verworven door prijsconcurrentie, bijvoorbeeld als het overgenomen energiebedrijf zijn kostprijs laag kan houden met goedkope financiering vanuit het SWF. Als deze monopoliepositie verworven kan worden, dan is de potentiële invloed van het buitenlandse bedrijf verrekend. Het strategisch belang van productie en levering van elektriciteit is immers groot: zonder stroom komt de economie stil te liggen.

Het strategisch belang verandert ook als het energiebedrijf eigenaar is van een kerncentrale. Het publieke belang is vooral de veiligheid van deze kerncentrale: de maatschappelijke kosten van een ramp zijn vele malen groter dan de private kosten voor de eigenaar. Dit publieke belang is zo groot dat hier rustig gesproken kan worden van een strategisch belang: de maatschappelijke risico's van kernenergie zijn enorm, zeker als veiligheidsvoorschriften niet strak gehandhaafd worden.

3.4.2 Wederzijdse afhankelijkheid

Voor elke vorm van directe buitenlandse investeringen geldt dat een deel van de zeggenschap over economische activa wordt overgedragen aan het buitenland. Bij investeringen door SWF's wordt deze zeggenschap de facto overgedragen aan een buitenlandse overheid. Deze zeggenschap wordt aanzienlijk in het groeiscenario. Wat SWF's hierbij onderscheidt van andere institutionele beleggers, is dat ze hun positie kunnen gebruiken voor politieke doeleinden. Ze kunnen er zelfs voor kiezen om politieke doelen na te streven die ten koste gaan van hun eigen economisch belang (bijv. disrupties in aanbod, tijdelijke uitschakeling van netwerken). We kunnen dan spreken van 'kwetsbare afhankelijkheid': de economische afhankelijkheid van een land kan worden aangewend voor politieke invloed (Keohane en Nye 2001). De uiterste consequentie is dat Europese landen sterk afhankelijk worden van buitenlandse overheden, zoals de aan Setser (2008) ontleende illustratie over het Suezkanaal laat zien.

¹² Campbell en Winfree (2008) wijzen daarnaast op een effect via een dalende dollarcoers, doordat auto's geïmporteerd zullen moeten worden.

Het voorbeeld toont dat economische en politieke macht sterk samenhangen. Een financieel afhankelijk land kan geremd worden in de uitoefening van zijn politieke invloed. EU-lidstaten en de VS leveren politieke invloed in als Europese respectievelijk Amerikaanse bedrijven eigendom worden van SWF's. Via deze eigendomsrechten kunnen SWF's direct ingrijpen in de koers van bedrijven, waardoor hun invloed in de Europese economie en indirect op het Europees beleid groter kan zijn dan wanneer Aziatische landen staatsobligaties bezitten. Bij investeringen door SWF's in strategische bedrijven of sectoren wordt de EU politiek nog veel sterker afhankelijk van de SWF-landen. Door te dreigen met hun strategische invloed zullen de SWF-landen in staat zijn om belangrijke concessies af te dwingen van de EU.

Het Suezkanaal

Rond 1870 liep de economische reikwijdte van het Brits imperium voor op de Britse politieke macht. De Egyptische *khedive* had dringend geld nodig, verzocht om een lening bij een Britse bank en verkocht in ruil zijn persoonlijk belang in het Suezkanaal aan de Britse overheid.

Een kleine eeuw later besloot de Egyptische president Nasser om het Suezkanaal te nationaliseren. Dit was tegen het zere been van de Britse regering, die deze nationalisatie met geweld probeerde te voorkomen. Financieel gezien was het Verenigd Koninkrijk (VK) echter sterk afhankelijk geworden van de VS. In ruil voor een lening van het Internationale Monetaire Fonds werd de Britse regering gedwongen om af te zien van haar aanspraken op het Suezkanaal. Inperking van de politieke macht volgde op financiële afhankelijkheid.

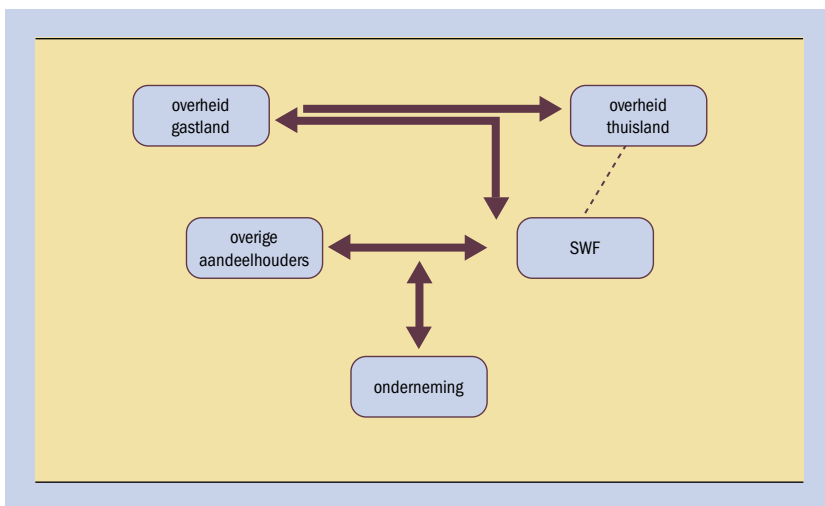
Toch is deze afhankelijkheid nooit eenrichtingsverkeer. Eerder is er sprake van wederzijdse afhankelijkheid. Door hun kapitaal te beleggen in (aandelen van) Europese ondernemingen worden SWF-landen afhankelijk van deze Europese landen: niet alleen van hun economische prestaties, maar ook van veranderingen in wet- en regelgeving.

Voor beide landen is deze afhankelijkheid bij investeringen door SWF's sterker dan bij buitenlandse aankoop van staatsobligaties. Bij staatsobligaties is de zeggenschap van de kapitaalverschaffer beperkt. Deze kan er hooguit voor kiezen om nieuwe kredieten al dan niet te verlengen. De ontvangende overheid kan besluiten haar renteverplichtingen niet na te komen, maar dit heeft verstrekkende gevolgen voor haar kredietwaardigheid en daarmee voor de mogelijkheden om nieuwe gelden aan te trekken. Ook bij het verschaffen van vreemd vermogen aan ondernemingen is de zeggenschap beperkt (zie § 3.5.1). Bij het verschaffen van eigen vermogen (ofwel het investeren in aandelen) kunnen buitenlandse overheden via hun SWF's de koers van een deel van het Europese bedrijfsleven meebepalen. Het ontvangende land kan door belastingen of regulering invloed op het rendement en de bedrijfsvoering van een onderneming uitoefenen. Dat raakt ook de belangen van het SWF-land. Bij investeringen door SWF's hebben beide landen dus meer mogelijkheden om de wederpartij te beïnvloeden. Verder zijn beide typen kapitaalverstrekking gevoelig voor schommelingen in de wisselkoers: een daling van de koers van de euro is in het belang van een euroland met uitstaande staatsobligaties, verhandelde aandelen of inkomende directe buitenlandse investeringen, terwijl een stijging van de koers in het belang is van de kapitaalverstrekkende (SWF-)landen.

Deze wederzijdse afhankelijkheid speelt ook bij de politieke invloed die SWF-landen, vooral via hun strategische belangen, kunnen uitoefenen. Het uiterste dreigement dat SWF's kunnen hanteren is het stopzetten van de bedrijfsvoering. Dit dreigement kunnen ze echter maar een keer waarmaken: stopzetten van de bedrijfsvoering betekent immers ook het einde van de politieke invloed. Maar ook in minder extreme situaties kunnen de SWF-landen en de EU elkaar beïnvloeden, over de rug van het overgenomen bedrijf heen. Bij een strategisch belang gaat het om een aanzienlijke investering. De EU kan het rendement van deze investering beïnvloeden door belastingheffing of nieuwe regulering. In het uiterste geval kan de EU (of een lidstaat) besluiten om de SWF te onteigenen en het overgenomen bedrijf te nationaliseren. De EU hoeft dus niet een willoos slachtoffer te zijn, zelfs als buitenlandse overheden strategische belangen in Europa verwerven.

3.5 Governance

Hoe kunnen SWF's hun invloed precies uitoefenen, en hoe valt invloed uit te oefenen op SWF's. Dit wordt bepaald door het institutioneel kader waarin SWF's opereren. Om dit helder te analyseren, geven we in figuur B3.3 weer welke belanghebbenden er zijn rond een SWF. De pijlen tussen de partijen geven de relaties weer.



Figuur B3.3
Belangen rond een SWF

De eerste belanghebbende is de onderneming waarin het SWF investeert. Verder hebben acties van aandeelhouders invloed op de andere aandeelhouders. Daarom is ook de relatie tussen SWF en overige aandeelhouders van belang. Daarnaast heeft ook de maatschappij als geheel belang bij de keuzes die het SWF als eigenaar van een in het gastland actieve onderneming maakt. De maatschappij is schematisch vertegenwoordigd als de overheid van het gastland. Omdat SWF's per definitie nauwe banden met de staat van hun thuisland onderhouden, is ook de overheid van het thuisland als partij in het schema opgenomen. We behandelen achtereenvolgens de belangrijkste relaties en de relevante regulering tussen deze partijen. De Europese situatie dient als uitgangspunt. Waar er verschillen zijn tussen Europese landen, beschrijven we de Nederlandse situatie.

3.5.1 Zeggenschap over het ondernemingsbeleid

Wanneer een SWF investeert in een onderneming, doet het dat op precies dezelfde wijze als andere investeerders. We bespreken de relatie tussen SWF en

onderneming dan ook als de relatie tussen willekeurig welke investeerder en een onderneming. Met het (gedeelde) eigendom verkrijgt een SWF macht over de onderneming. De opzet en werking van deze machtsverhouding wordt aangeduid met corporate governance. Kern van de relatie tussen eigenaar en onderneming is het 'principaal-agentprobleem'. De aandeelhouder mandateert in feite de bestuurders van de onderneming om met zijn kapitaal te ondernemen. De aandeelhouder streeft met zijn kapitaal bepaalde doelen na; veelal het behalen van het grootst mogelijke rendement. Hij laat het aan de bestuurders als 'agent' om dit te realiseren. De bestuurders echter hebben geheel eigen motieven: zij kunnen bijvoorbeeld streven naar zoveel mogelijk werknemers en een hoog salaris. Deze doelen zijn niet noodzakelijk in lijn met het doel van de aandeelhouder. Het conflicteren van deze doelen vormt het principaal-agentprobleem.

Om dit conflict beheersbaar te houden, hebben aandeelhouders bepaalde rechten. Hiermee kunnen zij hun agent, het ondernemingsbestuur, bijsturen en disciplineren. Zo oefenen aandeelhouders via de door hen gekozen Raad van Commissarissen toezicht uit. De Raad houdt zich onder andere bezig met het beloningsbeleid, de selectie en benoeming van bestuurders, de interne risicobeheersings- en controlesystemen van de onderneming en de financiële informatieverstopping van de onderneming. Aandeelhouders hebben verder agenderingsrecht voor de algemene vergadering van aandeelhouders en stemrecht over belangrijke beslissingen.

Corporate governance in Europa

De precieze opzet en invulling van de aandeelhoudersvergadering en het toezicht door de Raad van Commissarissen verschilt per land. Er is geen overkoepelend Europees of internationaal regelgevend kader. Wel zijn er een aantal relevante Europese richtlijnen (die verplicht in nationale wetgeving geïmplementeerd moeten worden). Dit zijn bijvoorbeeld richtlijnen over transparantie, het prospectus, overnames, handel met voorkennis en marktmisbruik.

Op andere terreinen van corporate governance is het institutioneel kader vooral nationaal, en gebaseerd op gedragscodes. Voor deze codes geldt vaak *comply or explain*: ondernemingen moeten eraan voldoen, of indien zij ervan afwijken, dit kenbaar maken en duidelijk uitleggen waarom. Het is in eerste instantie aan aandeelhouders om dit te toetsen. Wel toetsen bijvoorbeeld de Autoriteit Financiële Markten in Nederland en de Financial Services Authority in het VK of ondernemingen melden hoe zij de code toepassen.

Onder invloed van toenemende integratie van de Europese kapitaalmarkten convergeren ook de nationale institutionele kaders in toenemende mate. De Europese Commissie speelt hierin een faciliterende rol. In 2003 heeft zij een actieplan opgesteld ter modernisering van de ondernemingswetgeving en versterking van corporate governance. Als onderdeel hiervan is een European Corporate Governance Forum in het leven geroepen, dat de coördinatie en convergentie van nationale codes moet bevorderen.⁷¹

3.5.2 Checks-and-balances in de zeggenschap van de aandeelhouder

Regulering richt zich hoofdzakelijk op de macht van aandeelhouders tegenover de onderneming, en de macht tegenover andere aandeelhouders. De Nederlandse Monitoring Commissie Corporate Governance stelt bijvoorbeeld in haar code (2008a: 27):

13 Zie http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm.

Hoe groter het belang dat de aandeelhouder in de vennootschap houdt, hoe groter zijn verantwoordelijkheid wordt ook jegens de minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen, met name indien zijn stemgedrag doorslaggevende invloed kan uitoefenen op de uitslag van de stemming.

De regulering richt zich vooral op het transparant maken van acties van aandeelhouders, en procedures om ‘coups’ door aandeelhouders te voorkomen. De laatste jaren waren er enkele gevallen waarbij bepaalde ‘activistische’ aandeelhouders werd verweten niet in het belang van de onderneming (en de overige aandeelhouders) te handelen. Voorbeelden in Nederland zijn The Children’s Investment Fund, dat het startsein gaf voor de uiteindelijke overname en opsplitsing van de bank ABN AMRO, en de campagne van Centaurus Capital en Paulson Capital om het technologieconcern Stork op te splitsen.

Om beleggers inzicht te verschaffen in de eigendomsverhoudingen van ondernemingen, heeft Europa een meldingsplicht voor significante belangen. De Transparantierichtlijn verplicht aandeelhouders om belangen vanaf 5% van de stemrechten te melden en periodiek gereguleerde informatie openbaar te maken. Pogingen tot overname middels openbare biedingen zijn gereguleerd op grond van de Europese Overnamerichtlijn die een aandeelhouder verplicht om een bod uit te brengen op de overige aandelen tegen een billijke prijs als hij meer dan 30% stemrecht kan uitoefenen.

De Nederlandse code voor corporate governance (ook wel de code-Tabaksblad genoemd) bevat daarnaast een aantal bepalingen over de verantwoordelijkheid van institutionele beleggers, van wie verwacht wordt dat ze zorgvuldig en transparant opereren. Hier hoort bij dat het beleid over het uitoefenen van stemrecht wordt gepubliceerd, dat over de uitvoering verslag wordt uitgebracht en dat het stemgedrag wordt gepubliceerd. Doel van deze bepalingen is om de belangen van begunstigen van institutionele beleggers te beschermen. Bij SWF’s gaat het dan om de belangen van de overheid van het thuisland. Dit valt onder de jurisdictie van het thuisland, derhalve zijn deze bepalingen niet van toepassing op buitenlandse SWF’s. Wel zou het in het belang van de overheid van het thuisland, en met name in het belang van het electoraat van het thuisland, kunnen zijn om het SWF verantwoording te laten afleggen over het voorgenomen en gevoerde beleid.

Over naleving van codes voor corporate governance door SWF’s is weinig bekend. De naleving door Nederlandse institutionele beleggers wordt getoetst door de Monitoring Commissie. De Commissie kijkt tot op heden niet naar de naleving door buitenlandse institutionele beleggers. Het ligt voor de hand dat ze dit wel gaat doen.

3.5.3 Checks-and-balances voor publieke belangen

De tot nu toe behandelde regulering besloeg de onderneming zelf en haar aandeelhouders. Een deel van de zorgen rond SWF’s betreft niet zozeer hun macht over ondernemingen, maar de mogelijke maatschappelijke impact op publieke en met name strategische belangen (zie § 3.4). In feite is de zorg dan dat de SWF geen aandeelhouder is die zijn rendement tracht te optimaliseren, maar dat het SWF een verlengstuk is van zijn overheid die onheuse doelen heeft. Het gaat hier dus om de relatie tussen aan de ene kant de overheid van het gastland (als vertegenwoordiger van het publieke belang), en aan de andere kant niet alleen het SWF, maar ook de overheid die eigenaar is van dat SWF.

Deze relatie is niet gereguleerd, in die zin dat SWF's – en aandeelhouders in het algemeen – bij het bepalen van hun investeringsstrategie en opstelling als aandeelhouder geen bijzondere rekening hoeven te houden met het publieke belang. Dit is een basisprincipe van onze vrijemarkteconomie: marktpartijen zijn vrij in hun inhoudelijke strategische afwegingen en daaruit voortvloeiende beslissingen, zolang zij zich procedureel gezien bewegen binnen de institutionele grenzen die de overheid gesteld heeft. Deze grenzen worden geacht de publieke belangen afdoende te waarborgen. Van tijd tot tijd wordt deze aanname getoetst. Dat is bijvoorbeeld zo bij de actuele verkoop van energiebedrijven aan buitenlandse partijen, en het is evengoed zo bij SWF's. Feit is dat de vrijemarkteconomie zich moeilijk laat verzoenen met de bescherming van maatschappelijk strategisch geachte belangen.

3.5.4 Verantwoording aan de begunstigen van het SWF

Net zoals een onderneming verantwoording verschuldigd is aan zijn aandeelhouders, is een institutioneel belegger verantwoording verschuldigd aan zijn begunstigen. Bij een pensioenfonds zijn dit de gepensioneerden. Tegenover de beleggingen aan de linkerkant van de balans staan de huidige en toekomstige verplichtingen van het pensioenfonds aan de rechterkant. Het geïntegreerde beheer van activa en passiva dicteert deels al de strategie die het fonds moet volgen. Gaat het om een jong pensioenfonds met verplichtingen hoofdzakelijk in de toekomst, dan richt de beleggingsstrategie zich logischerwijs op de lange termijn. Gaat het om een volwassen fonds met veel gepensioneerden, dan zal de strategie ook onttrekkingen op korte termijn moeten toestaan.

In tegenstelling tot pensioenfondsen hebben de verplichtingen van SWF's meestal geen duidelijk tijdsprofiel. Dit maakt dat ze voor de buitenwereld geen duidelijke focus hebben, in termen van de afruil tussen rendement en risico die ze wensen te maken, de geografische en sectorale spreiding van hun beleggingen en andere strategische afwegingen (Mitchell et al. 2008). De verantwoording die een SWF eventueel aflegt aan zijn begunstigde (de overheid van het thuisland of breder, de bevolking), valt geheel onder de jurisdictie van het thuisland. Op dit punt kunnen vanuit Europa dus niet direct regels opgelegd en gehandhaafd worden. De governance van SWF's in het thuisland blijkt afhankelijk van de mate waarin democratische instituties aldaar ontwikkeld zijn. De feiten stemmen hier niet heel hoopvol: SWF-landen hebben weliswaar wat beter ontwikkelde instituties dan andere ontwikkelende landen, maar de democratie in SWF-landen is relatief laag ontwikkeld. Dit geldt in het bijzonder voor de olie-exporterende landen (Aizenman en Glick 2008).

3.5.5 De rol van de overheid van het thuisland

De achterdocht jegens SWF's komt eruit voort dat ze verlengstuk kunnen zijn van overheden. Het Europese governance-kader is slecht toegerust om regels te stellen voor de belangrijkste speler in het spel: de overheid van het thuisland. Dit betekent dat SWF's de mogelijkheid hebben om juridische conflicten in Europa om te zetten in politieke conflicten tussen Europa en het thuisland. Voor zover SWF's en de ondernemingen waarvan ze aandeelhouder zijn wetten of regels overtreden, kunnen ze in Europa worden aangepakt zoals iedere andere rechtspersoon. Er kunnen dus ook sancties worden opgelegd. Het SWF heeft echter de mogelijkheid om een juridisch geschil om te zetten in een politiek conflict. Het SWF kan immers een beroep doen op zijn overheid/eigenaar. Gezien de wederzijdse afhankelijkheid (zie § 3.4.2) zijn er situaties denkbaar waarin de overheid van het gastland de politieke eisen van het SWF en zijn overheid niet zomaar naast zich kan neerleggen. Deze wetenschap alleen al kan de geloofwaardigheid en uitvoerbaarheid van sancties tegen SWF's aantasten.

3.6 Mogelijke beleidsreacties

In de toekomst kunnen SWF's een factor van betekenis worden. In het groei-scenario zullen de SWF-landen beschikken over grote financiële bronnen, waarmee ze grote belangen in ondernemingen verwerven. Het economische belang staat bij deze investeringen voorop, zowel voor het fonds dat streeft naar rendement en economische macht, als voor de EU die financiële middelen aantrekt maar beducht is voor monopolievorming en andere vormen van oneerlijke concurrentie. De beleidsreactie die past bij dit economische belang wijkt niet af van de reactie op private (buitenlandse) investeringen, namelijk streven naar vrije kapitaalmarkten waarin vrije mededinging wordt afgedwongen. Niet protectionisme maar de Lissabon-agenda is de adequate beleidsreactie.¹⁴ Ook als publieke belangen in het geding zijn, is aanvullend beleid voor SWF's niet per se nodig. Allereerst vraagt publiek belang niet noodzakelijkerwijs om publieke interventie, zoals Teulings et al. (2005) betogen. Zij laten zien dat interventie lonend is als de externe effecten complex en de kosten van interventie (relatief) laag zijn. Vervolgens hangt de aanpak van het publieke belang vaak niet of nauwelijks af van de veroorzaker van het externe effect: het maakt niet uit of een SWF dan wel een nationaal bedrijf vervuult: de vervuiler betaalt.

We zagen al dat buitenlandse staatsfondsen naast economische belangen ook strategische belangen kunnen verwerven. Deze belangen zijn politiek uit te spelen. De Europese toetsing en correctie van strategieën van SWF's in hun thuisland is onmogelijk is, en juridische conflicten binnen Europa kunnen door SWF's worden herschapen in politieke conflicten tussen Europa en het thuisland. Welke stappen kunnen de EU (of haar lidstaten) en de SWF-landen, unilateraal of gezamenlijk, zetten om conflicten over strategische belangen te voorkomen?

3.6.1 Zelfregulering door SWF-landen

In reactie op de internationale roep om meer transparantie heeft een groep van 26 SWF's de zogenoemde Santiago-principes opgesteld. Deze zijn eind 2008 gepubliceerd (IWG 2008). Deze principes gaan ervan uit dat SWF's willen

- bijdragen aan een stabiel wereldwijd financieel systeem en vrije kapitaalstromen;
- voldoen aan alle relevante regulering en disclosure-vereisten;
- investeren op basis van economische, financiële en risico-overwegingen;
- streven naar een transparante en goede governancestructuur.

Op basis hiervan zijn 24 principes opgesteld over governance, vaststelling en uitvoering van beleid, en verantwoording. Naleving geschiedt op vrijwillige basis, waarbij de principes onderworpen zijn aan de wetten, regulering, vereisten en verplichtingen die gelden in het thuisland. De naleving door SWF's is nog niet geëvalueerd.

Belangrijk nadeel van zelfregulering is het probleem van tijdsinconsistentie (Kydland en Prescott 1977): in bepaalde situaties kan het voordelig zijn voor een SWF om bepaalde principes te onderschrijven, en vervolgens, nadat andere stakeholders hun gedrag hierop hebben aangepast, een andere strategie uit te voeren. Maar omdat andere spelers ook weten dat het voordelig kan zijn voor het SWF om zich niet te houden aan zelfopgelegde principes, zullen zij geen geloof hechten aan de zelfregulering. Zelfregulering is dus alleen zinvol

¹⁴ Zie A. van der Horst en A. Lejour, Europese innovatiedoelstellingen moeten SMART worden, in *Me Judice*, jg. 1, 16 december 2008.

wanneer SWF's zich er geloofwaardig aan kunnen committeren. Voorwaarde is wel dat SWF's een duidelijke investeringsstrategie hanteren, waaraan het echter bij een aantal fondsen duidelijk ontbreekt. Dit probleem kan alleen aangepakt worden door de governance van het SWF in het thuisland te verbeteren. Als SWF's in hun thuisland hun strategie moeten formuleren en over het gevoerde beleid verantwoording moeten afleggen (naar Noors model), wordt ook duidelijk in hoeverre de zelfregulering hiermee in overeenstemming is. De geloofwaardigheid van zelfregulering door een SWF staat of valt echter met de geloofwaardigheid van de overheid die achter het SWF zit, waarvan tabel B3.1 heeft laten zien dat deze voor een aantal SWF-landen te wensen over laat.

3.6.2 Beleidsopties voor Europa bij verworven belangen

De EU of de lidstaten zullen dus zelf hun strategische belangen moeten beschermen. We gaan hier niet uitgebreid in op de vraag of de bescherming nationaal of communautair geregeld moet worden. Artikel 188C van het Verdrag van Lissabon, waarin de Europese bevoegdheid rond directe buitenlandse investeringen wordt geregeld, maakt communautaire oplossingen mogelijk. De wenselijkheid van gezamenlijk optreden zal sterk afhangen van de reikwijdte van het strategische belang, beperkt tot een enkele lidstaat of grensoverschrijdend.

Mededingingsregulering en -sanctionering

De invloed van SWF's (en andere monopolies) kan ingeperkt worden door mededingingsregulering en sancties op oneerlijke concurrentie. Deze regulering en sanctionering hebben betrekking op de ondernemingen waarin SWF's belangen hebben. Dit kan op nationaal niveau of door het Directoraat-Generaal Interne markten van de Europese Commissie. Deze bestaande regulering volstaat bij de meeste investeringen door SWF's, waarbij geen sprake is van strategisch belang. Bij investeringen in strategische bedrijven of sectoren bestaat echter het risico dat juridische maatregelen ontaarden in een politiek conflict met het thuisland van het SWF. In het extreme geval kan de EU besluiten buitenlandse staatsbedrijven de toegang tot de Europese markt te ontnemen, of hiervoor hoge barrières op te werpen. De kosten van deze afscherming, waarmee het vrij verkeer van kapitaal sterk wordt ingeperkt, zijn echter hoog. In het ergste geval glijdt de wereld af naar protectionisme. Maar ook in een minder extreem scenario stelt de wederzijdse afhankelijkheid politieke beperkingen aan mededingingsregulering en -sanctionering. Het is dus onvoldoende om op dit soort regulering te vertrouwen om de invloed van SWF's hanteerbaar te houden.

Vergroting van transparantie

Transparantie van governance en investeringen van een SWF helpen om onnodige achterdocht weg te nemen. Zelfopgelegde transparantie is een stap in deze richting (zie § 3.6.1). Daarnaast zou registratie en publicatie van informatie rond financiering, strategie en concrete aan- en verkopen afgedwongen kunnen worden.¹⁵ Tegelijkertijd moeten we beseffen dat transparantie geen doel op zich is. Het dreigt dan te ontaarden in opvoeren van de kwantiteit aan informatie. Het gaat echter niet alleen om de kwantiteit van de informatie, maar ook, en misschien wel juist, om de kwaliteit ervan. Deze kwaliteit valt af te meten aan de bruikbaarheid, toegankelijkheid en juistheid.

In tabel B3.1 is een lijst met fondsen te vinden met daarbij een aantal indices, welke trachten op een aantal punten de transparantie van een fonds te meten. Een aantal van deze punten is vrij gemakkelijk op juistheid te controleren, bij-

¹⁵ Vergelijk de roep om transparantie bij hedgefondsen, die neergeslagen is in de aanbevelingen van De Larosière (2009).

voorbeeld de publicatie van periodieke cijfers of van allerlei sectorale, geografische of typische eigenschappen van investeringen. Echter, ook hier kunnen problemen optreden; juistheid betekent nog niet volledigheid, en omissies kunnen vrij gemakkelijk voor een vertekend beeld zorgen.

Hoewel transparantie kan helpen om swf's minder onbekend en dus onbemind te maken, doet zich daarbij hetzelfde probleem voor als bij mededingingsregulering: eventuele juridische conflicten kunnen door het swf naar de politieke arena getild worden. Bovendien schiet dit middel tekort om inhoudelijke strategieën van swf's te toetsen en sanctioneren. Dit punt is te adresseren door swf's te verplichten om, wanneer zij grote belangen verwerven, hun intenties te melden. Maar voor de geloofwaardigheid van intentiemelding geldt hetzelfde caveat als voor de geloofwaardigheid van zelfregulering: uiteindelijk gaat het vertrouwen van gastlanden in de gemelde intenties niet verder dan het vertrouwen dat ze kunnen hebben in de thuislanden van swf's.

Nationalisatie

Een vergaande mogelijkheid zou zijn de overheid de mogelijkheid te geven om ondernemingen te nationaliseren, wanneer strategische belangen in het geding zijn. Deze optie wordt om andere redenen op dit moment in sommige landen voor financiële instellingen overwogen. Groot nadeel is de rechtsonzekerheid die dit creëert: in feite krijgt de overheid een mogelijkheid om aandeelhouders te onteigenen. Onzekerheid over hoe en wanneer ze deze bevoegdheid zal inzetten, kan leiden tot een relatief lage waardering van aandelen, in vergelijking met landen zonder een dergelijke bevoegdheid (zie ook de overwegingen in § 3.7). Alleen al het wettelijk creëren van de mogelijkheid van nationalisatie kan worden uitgelegd als protectionisme. Verder geldt ook voor nationalisatie dat het een sterke politieke tegenreactie kan oproepen, en gezien wederzijdse afhankelijkheden niet altijd een wenselijke of haalbare optie is. Nationalisatie kan met recht een paardenmiddel genoemd worden dat alleen in geval van strategische dreiging overwogen moet worden.

3.6.3 Multilaterale afspraken over regulering

De wederzijdse afhankelijkheid (§ 3.4) kan de basis vormen van multilaterale afspraken over regulering van swf's. Een voorbeeld hiervan is het streven van de OECD-landen om samen met een aantal niet-leden het internationale investeringsklimaat te verbeteren. Hierbij is vertrouwen 'trust and confidence' het sleutelwoord.¹⁶

De zwakte in deze afspraken is dat swf-landen een deel van hun invloed in Europese economieën moeten opgeven, terwijl de EU zal moeten vertrouwen op swf-landen voor de naleving van reguleringsafspraken. Bij conflicten binnen landen, of binnen de EU, kan de overheid of de Europese Commissie optreden als scheidsrechter. Zij kunnen sancties opleggen als lidstaten hun afspraken niet nakomen. Bij internationale conflicten bestaat zo'n scheidsrechter niet. Supranationale organisaties zoals de Verenigde Naties (VN) bestaan bij de gratie van de leden en hebben zeer geringe mogelijkheden om actief in te grijpen.¹⁷ Ten diepste gaat het conflict over macht en invloed tussen marktgeoriënteerde kapitalistische economieën uit Europa en mercantilistische regimes uit Azië. De rode draad bij de besproken opties is dat regulering binnen de marktgeoriënteerde gastlanden systematisch tekortschiet om (strategische) belangenconflicten tussen deze gastlanden en de swf-landen te adresseren.

¹⁶ OECD, Building trust and confidence in international investment. Report by governments participating in the Freedom of Investment process, March 2009.

¹⁷ Gilpin (2001).

Deze belangenconflicten krijgen snel een politiek karakter, wat slecht rijmt met de vrijemarktgedachte in westerse gastlanden.

3.7 Voorkomen is beter dan genezen

Het is uiterst moeilijk en politiek erg kostbaar om een SWF in te perken als het eenmaal belangen heeft verworven. Daarom geldt hier sterk het aloude adagium ‘voorkomen is beter dan genezen’. Dit kan door strategische belangen in publiek beheer te houden door eigenaar te blijven van strategische bedrijven en netwerken. Een alternatief is om via wetgeving de kaders te bepalen waarbinnen SWF's met strategische belangen moeten opereren. Overheden kunnen bijvoorbeeld de mogelijkheid creëren om aandeelhoudersbeslissingen te blokkeren. Een alternatieve optie is om SWF's te laten afzien van hun stemrecht (Gilson en Milhaupt 2008). Het verwachte rendement is voor alle aandeelhouders, inclusief SWF's, gelijk, maar directe invloed over het management is dan voorbehouden aan private investeerders.¹⁸ In alle gevallen vraagt dit om keuzes die nu gemaakt moeten worden om conflicten over strategische belangen in de toekomst te voorkomen.

Een belangrijke vraag die de politiek moet beantwoorden, en waarvoor paragraaf 3.4 een aanzet geeft, is welke sectoren ze als strategisch moet kwalificeren en of zij tegen alle buitenlandse invloeden beschermd moeten worden of alleen tegen inmenging door buitenlandse overheden. Een volgende vraag is hoe de overheid zichzelf disciplineert.¹⁹ Het vetorecht bij aandeelhoudersbeslissingen geeft de overheid grote vrijheden zich te mengen in de koers van de onderneming. Om niet in protectionisme te vervallen is het van belang om bevoegdheden goed af te bakenen en te beperken tot strategische sectoren.

De EU moet protectionisme zoveel mogelijk vermijden en alleen strategische belangen zorgvuldig beschermen, bij voorkeur door deze belangen in eigen beheer te houden.

¹⁸ ‘To be sure, vote suspension does not address the more deeply rooted and significant frictions that arise from the interactions of different capitalist systems, which do involve issues of real protectionism. However, it does effectively address the high profile concern over SWF's that, left unaddressed or addressed too broadly, has the potential to seriously disrupt the global capital market through heavy handed regulation and protectionism’ (Gilson en Milhaupt, 2008: 11).

¹⁹ De Nederlandse Ministeries van Financiën en Economische Zaken (2008) noemen de volgende (zogenaamde) strategische sectoren: energie, post, elektronische communicatie, financiële dienstverlening, media, watervoorziening en -beheer en infrastructuur. Actuele discussies rondom splitsing van energiebedrijven en openstelling van de postmarkt geven aan dat deze lijst onvoldoende houvast biedt voor een heldere afbakening.