



## Wie is er bang voor sovereign wealth funds?

Staatsinvesteerdere uit Azië en het Midden-Oosten hebben steeds grotere sommen geld te beleggen. En dat doen ze steeds vaker in Westerse, beursgenoteerde ondernemingen. Tegelijkertijd zijn de fondsen nauwelijks te controleren. Die combinatie, en de vrees dat politieke overwegingen een rol gaan spelen bij de investeringsbeslissingen, jaagt sommigen angst aan. Wie zijn deze fondsen? Wat drijft ze? Hoe komen ze aan hun geld? En belangrijker: hoe komen ze er vanaf? Is de angst terecht? Op deze vragen zullen we aan de hand van een aantal stellingen nader ingaan.

### Niets nieuws

Staatsinvesteringsfondsen – zogeheten *sovereign wealth funds* (SWF's) – bestaan al sinds de jaren zestig maar nemen vooral een vlucht sinds het begin van dit millennium. Door de forse handelsoverschotten bouwen overheden van vooral olie-exporterende landen grote reserves op die traditioneel werden belegd in staatsobligaties. Maar ook opkomende economieën als China hebben door een strak wisselkoersregime en de explosieve groei van de export enorme deviezenreserves opgebouwd. Veel van die reserves zijn 'overtollig'. Een vuistregel volgens DNB<sup>1</sup> is dat reserves minimaal voldoende moeten zijn om een land in staat te stellen op ieder moment alle buitenlandse schulden af te lossen die binnen een jaar aflopen. Op basis van die vuistregel worden de overtollige reserves van bijvoorbeeld China geschat op zo'n \$ 900 miljard. De overheden van veel landen kwamen al snel tot de conclusie dat beleggingen in meer risicovolle activa zoals bedrijfsobligaties of aandelen meer rendement opleveren dan de traditionele beleggingen in overheidspapier. Vermenigvuldigd met de uitstaande overtollige reserves in de opkomende landen levert dat al snel een behoorlijk bedrag aan misgelopen beleggingsopbrengsten op. DNB schat dat bedrag voor opkomende Aziatische landen ruwweg op zo'n \$ 80 miljard. Geen wonder dus dat veel van die landen besloten om het overtollige deel van de officiële reserves over te hevelen

naar SWF's. Die staatsfondsen beleggen dat geld op hun beurt in minder liquide instrumenten tegen een hoger rendement.

Tabel 1: Beleggingspotentieel van SWF's (\$ mld)<sup>1</sup>

	SWF (vermogen)	Startjaar	Officiële reserves	Ratio (SWF/res)
<b>Azië</b>				
Singapore	430	1974	144	3
China	200	2007	1100	0,2
Japan <sup>2</sup>	n.b.	n.b.	900	n.b.
Zuid Korea	20	2005	251	0,1
Taiwan	15	2000	266	0,1
<b>Midden-Oosten</b>				
VAE	875	1976	25	35
Saudi Arabië	300	n.b.	25	12
Koeweit	174	1960	21	8,3
Qatar	50	2005	5	10
<b>Andere opkomende landen</b>				
Rusland	140	2004	280	0,5
Kazachstan	18	2000	21	0,9
Venezuela	15	2006	17	0,9
<b>Ontwikkelde landen</b>				
Noorwegen	300	1990	57	5,3
VS <sup>3</sup>	40	1976	69	0,6
Eurogebied	geen	geen	225	n.v.t.

<sup>1</sup> Schattingen voor 2006-2007

<sup>2</sup> Japan heeft aangekondigd een SWF te zullen creëren.

<sup>3</sup> Het SWF betreft het Alaska Permanent Reserve Fund.

n.b. Niet bekend

n.v.t. Niet van toepassing

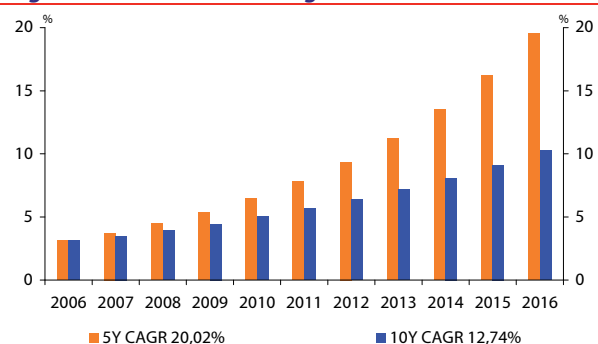
Bron: DNB, Kwartaalbericht september 2007

In haar kwartaalbericht van september schrijft DNB dat SWF's in deze landen fungeren als een soort buffer voor de overheid om exportinkomsten van olie en andere grondstoffen – waarvan de prijzen vaak fluctueren – te stabiliseren. Bovendien hebben toekomstige generaties aan het belegde overheidskapitaal een appeltje voor de dorst. Overheden van de olie-exporterende landen realiseren zich namelijk zeer goed dat natuurlijke hulpbronnen een keer uitgeput raken. Sparen voor toekomstige generaties was dan ook de reden waarom Noorwegen in 1990 het Government Pension Fund oprichtte. Ook het Alaska Permanent Fund heeft als doel toekomstige generaties mee te laten profiteren van de olieopbrengsten. In Nederland gaat een groot deel – ruim 40 procent – van de opbrengsten uit aardgas naar het Fonds Economische Structuurversterking. Dat fonds is bedoeld voor investeringsprojecten van nationaal belang die de economische structuur versterken. De rest van de Nederlandse gasbaten 'verdwijnt' in het begrotings-saldo van de overheid. Bij een begrotingstekort bete-

<sup>1</sup> De Nederlandsche Bank, Kwartaalbericht september 2007, p.26

kent dat, dat de gasbaten dus eigenlijk worden gebruikt voor het doen van uitgaven door de overheid.

**Figuur 1: Groei van sovereign wealth funds**



De grafiek geeft de groei weer van SWF's bij een groeipercentage gelijk aan het samengestelde jaarlijkse groeipercentage (CAGR) van officiële reserves in de afgelopen 5 en 10 jaar.

Bron: *Sovereign wealth funds – state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 10 september 2007

### Enorm potentieel

Het totale vermogen van de staatsinvesteringsmaatschappijen schat DNB op \$ 2.300 miljard<sup>2</sup>. Hoewel ruim dertig landen over zo'n fonds beschikken, wordt het grootste deel van het wereldwijde vermogen beheerd door SWF's uit Koeweit, Noorwegen, Rusland, Singapore en de Verenigde Arabische Emiraten. Die laatste is met een belegd vermogen in SWF's van \$ 875 miljard verreweg de grootste. Singapore is een goede tweede met een belegd vermogen van \$ 430 miljard en het Singaporese fonds is bovendien het grootste en oudste van de Aziatische landen. Meer recent hebben ook andere Aziatische landen zulke fondsen opgericht. Voorlopig vertegenwoordigen deze fondsen nog slechts een beperkt deel van de officiële reserves. Vooral in Azië lijkt daarom nog veel ruimte te bestaan om reserves onder te brengen in SWF's (tabel 1)<sup>3</sup>. Naar schatting zal dat vermogen in tien jaar tijd zijn verveelvoudigd<sup>4</sup> (figuur 1).

<sup>2</sup> Bij een gemiddelde wisselkoers in oktober van ruim € 1,40 per dollar komt dat neer op ruim € 1.600 miljard.

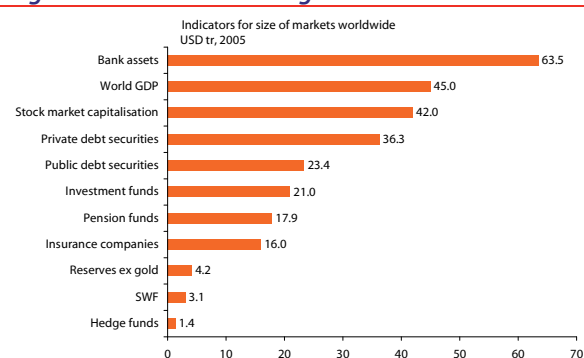
<sup>3</sup> Zie tevens DNB's *Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland* van september 2007, p. 6

<sup>4</sup> De schattingen van de groei van de staatsfondsen lopen uiteen. Berekeningen van Morgan Stanley laten zien dat SWF's in 2015 een omvang kunnen bereiken van \$12 biljoen. Het IMF gaat uit van een beheerd vermogen van \$10 biljoen in 2012. De geringe transparantie van de fondsen bemoeilijkt zulke berekeningen. Ook de schattingen van het totale vermogen van SFW's op dit moment lopen uiteen en liggen tussen de 2 en 3 biljoen dollar.

### Substantieel maar niet enorm

Het is goed om deze getallen in perspectief te plaatsen (zie figuur 2). Want wat is een biljoen, behalve een één met twaalf nullen? Ter vergelijking<sup>5</sup>: in 2006 bedroeg de totale waarde van alle in de EU geproduceerde goederen en diensten ruim € 11 biljoen (€ 11.000 miljard). In de VS was dat ruim € 10 biljoen. Bedrijven in de eurozone gaven in 2006 maandelijks gemiddeld voor zo'n € 5 miljard aan nieuwe aandelen uit (netto). De totale waarde van alle aan de beurs genoteerde aandelen in de EU bedroeg ruim € 10 biljoen in 2006, tegen ruim € 14 biljoen in de VS. DNB vermeldt in haar jongste kwartaalbericht dat het vermogen van de SWF's ruim anderhalf keer de geschatte omvang van alle *hedge funds* ter wereld bedraagt. Zo bekeken, zegt het IMF<sup>6</sup>, is de totale omvang van de staatsfondsen 'substantieel maar niet enorm'.

**Figuur 2: Relatieve omvang van SWF's**



Bron: *Sovereign wealth funds – state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 10 september 2007

### Waar of niet?

Één ding is zeker: sovereign wealth funds hebben de laatste tijd veel reacties losgemaakt bij Europese politici uit angst voor de staatsfondsen met goedgevulde portefeuilles en een gretige blik op westerse bedrijven. Aan de hand van de volgende stellingen geven wij onze visie op de zorgen die er leven.

**Stelling 1: SWF's zullen met hun enorme beleggingspotentieel het financiële systeem aan het wankelen brengen.**

Niet waar. Terecht merkt DNB in haar kwartaalbe-

<sup>5</sup> Bron: Eurostat (epp.eurostat.ec.europa.eu)

<sup>6</sup> *The Rise of Sovereign Wealth Funds*, Simon Johnson, september 2007, Finance & Development, Volume 44, Number 3, p. 56

richt van september op dat de staatsfondsen economisch gezien een positief effect hebben. Voorwaarde is wel dat zij hun beleggingen baseren op rationeel economische overwegingen. Zo kunnen ze ervoor zorgen dat kapitaalstromen wereldwijd efficiënt worden verdeeld. Voor bedrijven kan dat leiden tot een afname van de financieringskosten en dus meer ruimte om te ondernemen. Door hun omvang is de zorg van marktverstoringen door de staatsfondsen echter begrijpelijk. Toch is die angst niet reëel. Een abrupte ommekeer in het beleggingsbeleid van de staatsinvesteerdere kan in potentie het evenwicht in de markt verstoren. Zulk ‘kuddegedrag’ lijkt echter niet waarschijnlijk. De ervaring met reeds langer bestaande SWF’s is dat zij zich richten op de lange termijn, schrijft DNB. Dat is in lijn met het eerder genoemde motief van toekomstsparen. Een bijkomende factor die de risico’s beperkt is volgens DNB het feit dat de SWF’s vooralsnog geen gebruik maken van ‘leverage’, speculeren met geleend geld. Dit in tegenstelling tot *hedge funds*, die juist gebruik maken van zo’n hefboomstrategie. *Hedge funds* lopen daarmee het risico dat als de markt wordt opgeschrikt, zij door de geldschietters gedwongen kunnen worden tot het versneld afbouwen van hun posities. Niet alleen versterkt dat het effect van de schok, door een afname van de risicobereidheid kan de liquiditeit in de markt opdrogen. Dat laatste hebben we zien gebeuren in de crisis als gevolg van de problemen op de Amerikaanse *subprime*-hypotheekmarkt. DNB wijst erop dat de staatsfondsen in dat geval zelfs heilzaam zouden kunnen werken. Bijvoorbeeld door activa te blijven kopen en zo voor de nodige liquiditeit te zorgen. Het echte gevaar van de staatsfondsen schuilt in de paniekreacties die zij uitlokken bij politici. Verschillende vooraanstaande Europese leiders hebben in het recente verleden gepleit voor maatregelen om de activiteiten van de SWF’s aan banden te leggen. In ons Themabericht 2007/24 waarschuwden wij al voor selectieve maatregelen die misplaatst protectionisme in de hand kunnen werken.

**Stelling 2: SWF’s moeten meer openheid van zaken geven.**

Waar. Feit is dat over de posities en beleggingsdoelen van de staatsfondsen weinig bekend is. Een uitzondering is het Noorse SWF, dat geen geheim

maakt van zijn beleggingsstrategie en de behaalde resultaten. De discussie over de intransparantie van alternatieve beleggingsfondsen is niet nieuw. *Hedge funds* en *private equity funds* liggen al langer onder vuur omdat te weinig openheid van zaken wordt gegeven. In die discussie luidt de conclusie tot nu toe dat niet de fondsen onder toezicht moeten komen, maar dat de risico’s voor de geldverstrekkers van de *private equity* en *hedge funds* (met name banken) beter in de gaten moeten worden gehouden. De recente crisis op de financiële markten laat duidelijk zien dat ook aan de transparantie ten aanzien van de posities van banken nog wel het een en ander kan worden verbeterd.

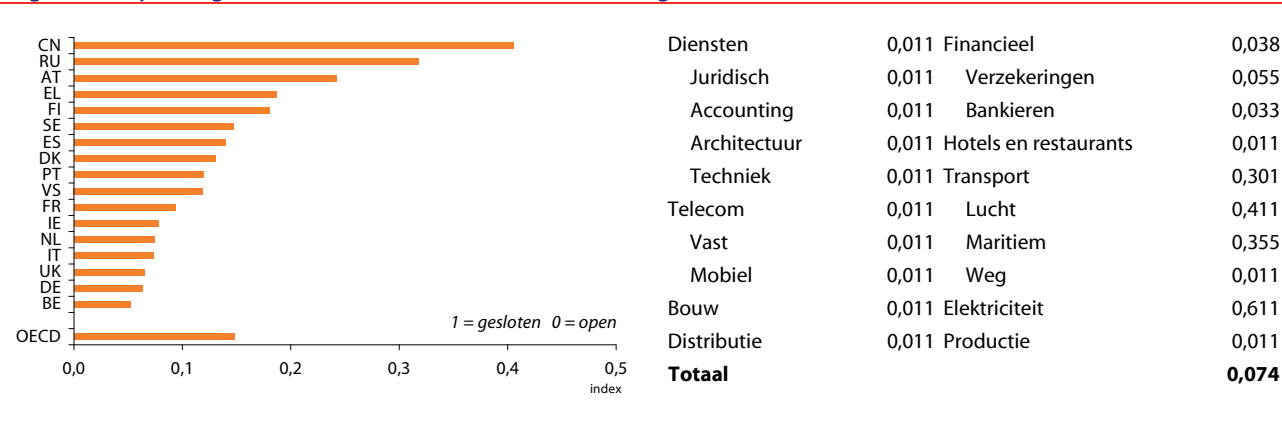
Kortom, transparantie is van belang om de risico’s van marktverstoringen zoveel mogelijk te beperken. De staatsfondsen zouden wat dat betreft een voorbeeld moeten nemen aan hun Noorse evenknie.

**Stelling 3: SWF’s kunnen ongestoord hun gang gaan.**

Niet waar. Een belangrijk zorgpunt van veel politici is dat buitenlandse overheden via de staatsfondsen politieke invloed kunnen uitoefenen in strategische sectoren. In veel landen bestaan echter mogelijkheden om dat te verhinderen. Zo bestaat er in de VS het Committee on Foreign Investments in the United States, kortweg CFIUS<sup>7</sup>. CFIUS geeft uitvoering aan de bevoegdheid van de Amerikaanse president om buitenlandse directe investeringen tegen te houden als deze de nationale veiligheid in gevaar zouden kunnen brengen. Hoewel de overgrote meerderheid van de transacties die worden voorgelegd aan CFIUS wordt goedgekeurd, is soms de mogelijke afwijzing door de Amerikaanse overheid voldoende om de deal niet door te laten gaan. Zo besloot het Israëliische Check Point, dat het Amerikaanse computerbeveiligingsbedrijf Sourcefire wilde overnemen (beveiliging van onder meer staatscomputers), het onderzoek door CFIUS vorig jaar niet af te wachten en zag af van de koop. Naar eigen zeggen was dat vanwege de ‘complexiteit’ van het CFIUS-proces. En hoewel staatsbedrijf Dubai Ports World vorig jaar van CFIUS toestemming kreeg voor de overname van het Britse overslagbedrijf P&O (eigenaar van terminals in zes

<sup>7</sup> Meer informatie op de website van CFIUS: [www.treas.gov/offices/international-affairs/exon-florio/](http://www.treas.gov/offices/international-affairs/exon-florio/)

Figuur 3: Beperkingen voor buitenlandse directe investeringen



Noot: De indicatoren meten afwijkingen van de 'nationale behandeling', d.w.z. discriminatie van buitenlandse investeringen. Discriminerende barrières voor markttoegang in de vorm van beperkingen op buitenlands eigendom, speciale onderzoeksprocedures die slechts op buitenlandse investeerders van toepassing zijn, evenals andere operationele beperkingen vormen indicatoren voor de mate van openheid van een land voor buitenlandse investeringen. Die wordt gemeten op een schaal van 0 tot 1, waarbij 0 staat voor volledige openheid en 1 voor een verbod op buitenlandse directe investeringen. De index omvat 9 sectoren en 11 subsectoren. De grafiek laat het gewogen gemiddelde per land zien.

Bron: *FDI Regulatory Restrictiveness Index*, OECD, december 2006

belangrijke Amerikaanse havens), gaf het uiteindelijk toe aan grote politieke druk van het Amerikaanse congres door de Amerikaanse activiteiten af te stoten. Nederland kent nauwelijks directe beperkingen van buitenlandse directe investeringen. Toch kunnen ook in Nederland buitenlandse investeerders niet overal onbeperkt hun gang gaan (figuur 3). Zo worden Nederlandse sleutelondernemingen als de luchthaven Schiphol en de energienetwerken beschermd tegen ongewenste invloed door meerderheidsbelangen van publieke aandeelhouders.

#### Voor wat hoort wat

De angst van veel politici voor de staatsfondsen wordt niet door iedereen gedeeld. Niet zo gek, want voor bedrijven kleven er ook voordelen aan de buitenlandse staatsinvesteringen. Allereerst is er natuurlijk het financiële belang. Zo was Barclays-CEO John Varley graag bereid een belang te verkopen aan Chinese en Singaporese staatsinvesteerders om een verhoogd overnamebod op ABN AMRO te kunnen financieren. Bovendien speelde voor de Britse bank ook mee dat het Chinese belang nieuwe deuren opent in China, waar de bank voet aan de grond wil krijgen. Die wederkerigheid is een belangrijke overweging bij de beoordeling van de activiteiten van de staatsfondsen. Zolang sprake is van reciprociteit en er geen politieke bijbedoelingen zijn, is er geen reden om de SWF's een strobreed in de weg te leggen.

#### Tot slot

*Sovereign wealth funds bestaan al sinds de jaren zestig. Hun aantal en belegd vermogen is in de laatste jaren sterk gegroeid. Vooral in olie-exporterende landen uit het Midden-Oosten en opkomende Aziatische economieën beheren de fondsen inmiddels meer vermogen dan alle hedge funds in de wereld samen. Toch is de angst van veel politici voor de staatsfondsen in veruit de meeste gevallen onterecht. Toegegeven, aan de transparantie van de fondsen kan en moet nog heel wat worden verbeterd. Maar het risico dat de staatsfondsen bijdragen aan marktverstoringen is beperkt vanwege de lange termijn beleggingshorizon van de fondsen. Anders dan hedge funds maken de fondsen daarnaast geen gebruik van schuldfinanciering. In een aantal landen bestaan bovendien directe of indirecte beperkingen van buitenlandse investeringen ter bescherming van de nationale veiligheid en de vitale infrastructuur. Het grootste gevaar van de SWF's schuilt vooralsnog in de paniekreactie van sommige politici. Die zou kunnen leiden tot misplaatst protectionisme dat de economie grote schade kan berokkenen.*

oktober 2007

Anke Struijs (030 - 2165166)  
A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl