



Rabobank

Uitverkoop van Nederland: is dat erg?

De laatste maanden wakkert het debat aan over de vermeende 'uitverkoop van de BV Nederland'. Beleggers uit het buitenland hebben zich krachtig geroerd bij de overnameperikelen van ABN AMRO. Eerder maakte Stork al kennis met activistische en deels buitenlandse aandeelhouders. Dreigt een uitverkoop van de BV Nederland aan het buitenland? En zo ja, is dat dan erg? Deze vraag kan worden beantwoord met een 'nee, mits ...'

Nederland blaast een stevig partijtje mee

De discussie over de 'uitverkoop van Nederland' doet de gemoederen soms hoog opblazen. Terwijl het bedrijfsleven vraagt om bescherming tegen onvriendelijke (buitenlandse) overnames, wijst minister van Financiën Bos op het feit dat Nederlandse bedrijven zelf ook actief zijn met overnames in het buitenland. Daarmee heeft de minister het gelijk verregaand aan zijn zijde. Eind 2006 hadden Nederlandse ondernemingen voor een bedrag ter waarde van ruim € 539 miljard aan directe investeringen in het buitenland uitstaan. De waarde van de investeringen van buitenlandse ondernemingen in ons land bedroeg eind 2006 circa € 369 miljard. Met deze omvangrijke directe investeringen, zowel inkomend als uitgaand, behoort ons land zowel absoluut als relatief (als % BBP) tot de mondiale top 10.

Tabel 1: Nederlandse directe buitenlandse investeringen (€ miljard, stand eind 2005)

	Nederlandse DBI	Buitenlandse DBI in NL
Totaal	534,0	379,0
Verenigde Staten	78,5	69,1
Europese Unie	310,6	228,5
Verenigd Koninkrijk	96,4	57,1
Duitsland	41,2	44,5
Frankrijk	35,2	26,1
België	46,2	35,8
Overig EU	91,6	65,0
Overig	144,9	81,4

Bron: DNB

Noot; deze cijfers zijn exclusief de Bijzondere Financiële Instellingen (BFI), Dat zijn maatschappijen die louter om fiscale redenen in ons land een hoofdkantoor aanhouden (brievenbusmaatschappij).

Buitenlandse bezittingen bestaan echter niet alleen uit directe investeringen. Zij omvatten ook de buitenlandse beleggingen. Het verschil tussen een directe investering en een belegging is gelegen in de zeggenschap.

Bij een directe buitenlandse investering richt men in het buitenland een bedrijf op, of men koopt een bestaand al of niet beursgenoteerd bedrijf op, met als oogmerk zeggenschap over dit bedrijf uit te oefenen. Bij een aandelenbelegging in het buitenland koopt men een aandeel vanuit rendementsoverwegingen, maar men streeft daarbij niet naar zeggenschap. Maar ook dan is de aandelenbelegger, ook al streeft hij in principe niet naar actieve zeggenschap over de onderneming, uiteindelijk wel degelijk mede-eigenaar van een bedrijf, met stemrecht op de aandeelhoudersvergadering.

Het buitenlandse aandelenbezit van Nederlandse beleggers bedroeg eind 2006 € 440 miljard. Omgekeerd bedroeg de waarde van het buitenlandse aandelenbezit in Nederlandse ondernemingen € 469 miljard. Zo beschouwd is althans netto gezien geen sprake van een uitverkoop van ons land. Het Nederlandse bezit in het buitenland is ongeveer even groot.

Tabel 2: Beleggingen in aandelen (€ miljard, eind 2006)

	Nederlands aandelenbezit in het buitenland	Buitenlands aandelenbezit in Nederland
Totaal	440,0	469,0
Verenigde Staten	162,8	182,9
Europese Unie	123,2	178,2
Verenigd Koninkrijk	48,4	42,2
Overig EU	8,8	9,4
Overig EU	96,8	56,3

controle:

440

469

Bron: DNB

Een klein land in een grote wereld

Ons land heeft jaarlijks grote spaaroverschotten, die in het buitenland worden geïnvesteerd en belegd. Nederland is echter klein in verhouding tot de rest van de wereld. Daardoor kan niet worden voorkomen dat ons bedrijfsleven grotendeels in buitenlandse handen terecht kan komen, onze spaaroverschotten ten spijt. Buitenlandse bezittingen zullen immers in het algemeen wereldwijd goed worden gespreid. Hoe omvangrijk onze buitenlandse bezittingen vanuit Nederlandse optiek ook zullen zijn, in het totaal van de wereldeconomie zijn zij verwaarloosbaar klein. Omgekeerd zullen de meeste andere landen, als zij

hun vermogens wereldwijd goed gespreid wegzetten, ook een stukje van hun bezit in Nederland willen beleggen. Al die stukjes samen maken dat het grootste deel van de Nederlandse effecten in buitenlandse handen kan komen. Deze 'uitverkoop' is de onvermijdelijke uitkomst van rationeel beleggingsbeleid in een wereld van vrij kapitaalverkeer.

Dit lot is overigens niet alleen aan Nederland voorbehouden. Andere kleine open economieën, zoals Finland of Zwitserland, kennen hetzelfde fenomeen, de rest zal er vroeger of later mee geconfronteerd worden als zij meer via grensoverschrijdend financieel verkeer met de wereldeconomie vervlochten raken. Daarbij maakt het zelfs niet meer uit of een land een spaaroverschot heeft of niet. Tegenwoordig kunnen beleggers en bedrijven ongehinderd op basis van hun eigen inschattingen besluiten al of niet in het buitenland te beleggen. Voor zover dat op nationaal niveau tot een te grote in- of uitstroom aan kapitaal leidt, kan dat eenvoudig worden gecompenseerd op de financiële markten. Eén van de belangrijkste kenmerken van de huidige globalisering golf betreft de enorme groei van het financiële verkeer tussen landen. Dat is veel harder gegroeid dan de wereldhandel. Daarbij zijn de bruto stromen, het verkeer tussen landen onderling, vele malen groter dan de netto financiële stromen. Hiermee onderscheidt de huidige periode van globalisering zich nadrukkelijk van die aan het einde van de 19^e eeuw.

Hoge mate van buitenlands bezit onontkoombaar

Als de wereld steeds meer vervlochten raakt met financiële stromen tussen landen zal, als uitvloeisel van de diversificatiestrategie van buitenlandse beleggers en investeerders, ook een steeds groter deel van het Nederlandse bedrijfsleven in buitenlandse handen komen, ondanks ons nationale spaaroverschot. Het besef dat dit proces in ons land onafwendbaar aan de gang is dringt geleidelijk door en leidt soms tot de eerder gememoreerde stevige discussies over de vermeende gevaren dan wel voordelen van de 'uitverkoop van Nederland' aan het buitenland. Het daarmee blijkbaar onvermijdelijk gepaard gaande 'oranjegevoel' roept herinneringen op aan de 19^e eeuwse discussies in Duitsland over wat men indertijd aanduidde als de 'Überfremdung' van de

Duitse economie.¹ Een groot buitenlands aandeel in de eigen economie roept blijkbaar weerstanden op.

Maar is het slecht?

Het is echter een open vraag of een land er per definitie slechter van wordt als de bezittingen van buitenlandse beleggers binnen zijn grenzen de eigen buitenlandse bezittingen overtreffen. Optisch gezien is een land dan een schuldenland. Maar het antwoord op de vraag of dit erg is, valt niet eenduidig te geven. Als een land zichzelf in de positie van een traditioneel schuldenland heeft gemanoeuvreerd, met een forse terug te betalen schuld in vreemde valuta, dan is het zeer kwetsbaar voor omslagen van het sentiment op de financiële markten. Zeker als het land daarbij geforceerd handelsoverschotten moet zien te realiseren, om aan rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen, is dit ronduit welvaartsverlagend. Hiervan is in ons land echter geen sprake.

Voor zover het buitenlandse bezit in een land echter bestaat uit risicodragend kapitaal, zoals beleggingen in aandelen, deelnemingen in beursgenoteerde bedrijven en directe investeringen ligt dit echter genuanceerder. Onder de cruciale veronderstelling (waarover later meer) dat buitenlandse aandeelhouders net als hun Nederlandse tegenvoeters primair streven naar winstmaximalisatie, maakt het niet zoveel uit of een bedrijf grotendeels in buitenlandse handen is of niet. Het aandeel van Nederlandse aandeelhouders in het kapitaal van Koninklijke Olie lag in de halve eeuw voorafgaand aan de vorming van Royal Dutch Shell bij voortduring beneden de 50% zonder dat er een haan naar kraaide. Tal van oer-Nederlandse bedrijven, zoals Daf Trucks (Packcar) of Douwe Egberts (Sara Lee), zijn al vele jaren in buitenlandse handen. Toch zijn zij nog steeds een belangrijke bron van innovatie, welvaart en werkgelegenheid in ons land.

ABN AMRO was al vele jaren *de facto* voor het grootste deel in buitenlandse handen. Toch werd dit pas een issue nadat activistische aandeelhouders zich begin 2007 gingen roeren en de bank doelwit van een overnameproces werd. Weliswaar waren buitenland-

¹ Kindleberger, C.P. (1985), *International Capital Movements*, Cambridge University Press, Cambridge, 1985.

se aandeelhouders in dit geval aanstichters van de onrust, maar het is bepaald niet zo dat alleen buitenlandse aandeelhouders zich actief kunnen opstellen. Bij slecht ondernemingsbestuur kunnen Nederlandse aandeelhouders zich net zo goed gaan roeren. Zo beschouwd is het niet zinvol om verschil te maken tussen aandeelhouders uit binnen – en buitenland. Men kan dan ook kunnen concluderen dat ‘de uitverkoop van ons bedrijfsleven’ niet alleen onontkoombaar is, maar daarbij ook nog eens geen kwaad aanricht in de economie.² Voor de BV Nederland is het van groter belang dat de overheid helpt om een goed ondernemingsklimaat te realiseren.

Nuancering

Wel past hier een nuancering. De bovenstaande redenering gaat zoals gezegd uit van de cruciale veronderstelling dat de buitenlandse aandeelhouders c.q. beleggers het spel volgens dezelfde regels spelen als de binnenlandse. Dit is echter niet vanzelfsprekend. Veel kapitaal komt tegenwoordig vanuit ‘emerging markets’ die weliswaar economisch in de vaart der volkeren worden opgestuwd, maar die opereren onder een geheel ander politiek systeem. Daarbij kan niet worden uitgesloten dat sommige van hen een strategische agenda hebben. In dat kader kan worden gedacht aan landen als China en Rusland, twee landen die er niet voor zullen terugschrikken om, indien mogelijk, de politieke, economische en wellicht zelfs militaire positie van het westen (en dan met name de Verenigde Staten) te ondermijnen. Het is al geen plezierig gevoel dat West Europa voor olie en gas straks volledig afhankelijk is van energieleveringen uit niet-democratische landen die in het verleden al vaker hebben aangetoond dat zij de inzet van energie als politiek drukmiddel niet schuwen. Net zo min is het verstandig om de zeggenschap over strategische bedrijven en sectoren geheel uit te leveren aan landen die politiek niet per definitie bevriend zijn. Zeker nu de financiële macht door de opkomst van landen als China, Rusland en de landen in het Midden Oosten opschuift in de richting van de *emerging markets* wordt dit aspect actueel. Inmiddels zijn tal van zogeheten *Sovereign Wealth Funds* (SWFs)

² Dit standpunt wordt bijvoorbeeld onomwonden verwoord door de Tilburgse hoogleraar Harry Huizinga in het Financieele Dagblad van 30 juli 2007.

actief, waarvan de grootste zich bevinden in emerging markets. Veel van deze fondsen zijn weinig transparant en soms zijn hun doelstellingen onduidelijk. Enige gezonde argwaan ten opzichte van deze nieuwe spelers kan geen kwaad.

Tabel 3: De grootste Sovereign Wealth Funds

land	omvang (\$ miljard)
VAE	875
Singapore	430
China	350
Maleisië	330
Noorwegen	324
Koeweit	167
Rusland	24
Taiwan	15
Canada	15

Bron: Het Financieele dagblad

Geen protectionisme, maar ook niet naïef zijn

De Finnen, Fransen en Amerikanen opereren hierin minder naïef dan ons land. Zo was de buitenlandse zeggenschap over Nokia eind jaren '90 via een gelaagde aandelenstructuur slechts circa 16%, ondanks het feit dat buitenlandse aandeelhouders 70% van de aandelen van het bedrijf in handen hadden. Bij de begin september 2007 via de fusie van het staatsbedrijf Gaz de France en het particuliere energiebedrijf Suez gevormde nieuwe Franse energiemaatschappij GDF-Suez houdt de Franse staat een fors aandeel van ruim 35% in het aandelenkapitaal. Daarmee heeft de Franse staat haar grip op de energiesector vergroot.³ Voor de Verenigde Staten was de verkoop van de Newark containerterminal aan de Dubai Port Authority begin 2006 uiteindelijk onaanvaardbaar. Buitenlandse zeggenschap, en dan zeker zeggenschap door buitenlandse (semi-)overheidsinstellingen over deze al dan niet terecht tot strategisch belangrijk bestempelde bedrijven werd een stap te ver geacht.⁴ Rusland heeft de afgelopen jaren de buitenlandse invloed op de Russische oliewinning teruggedrongen, terwijl ook China

³ Dit is trouwens geen garantie voor succes. Eerder probeerde Frankrijk met de staatsbank Credit Lyonnais een Europese kampioen te kweken. Het resultaat was een spectaculair en duur fiasco dat de Franse belastingbetaler miljarden euro heeft gekost.

⁴ Overigens is het in deze context wel zeer merkwaardig dat de Amerikanen het wel zover laten komen dat zij de rente op hun kapitaalmarkt geheel door buitenlandse centrale banken, die van concurrentgrootmacht China voorop, laten bepalen.

onlangs aankondigde buitenlandse overnames in strategische sectoren tegen te willen gaan [het Financieele Dagblad, 29 augustus 2007].

En ook hier beperkt de euro het risico...

De conclusie van dit Themabericht is dat het in het algemeen niet erg hoeft te zijn als het merendeel van de aandelen in het bedrijfsleven van een land in buitenlandse handen is. Toch kan dit ook voor een industrieland soms wel degelijk tot problemen leiden. Als (buitenlandse) beleggers massaal het vertrouwen in een land verliezen en hun geld terugtrekken, kan een acute valutacrisis het gevolg zijn. Dat ondervond in 2006 nog IJsland, een klein, welvarend land, maar met een omvangrijk tekort in de buitenlandse handel en met een netto passiefpositie (meer schulden dan bezittingen). In dat jaar werd het land slachtoffer van een stevige sentimentomslag op de financiële markten, uitmondend in een forse depreciatie van de valuta.

Voor ons land en de andere lidstaten van de EMU is althans dat probleem opgelost: met de invoering van de euro lopen wij, anders dan IJsland, nooit meer het gevaar als klein land speelbal van het sentiment op de financiële markten te worden. Dankzij de deelname aan de EMU is voor alle betrokken landen het belang van hun externe vermogenspositie drastisch afgenomen. Dit is één van de vele grote, maar weinig benoemde voordelen die invoering van de euro aan de in de EMU deelnemende lidstaten heeft gebracht.

Deze houding contrasteert nogal met de gretigheid waarmee het Nederlandse ministerie van financiën heeft getracht om de luchthaven Schiphol te verkopen aan de hoogste bidder, ter verlaging van de staatsschuld. Het economische en maatschappelijke belang van onze nationale luchthaven is dermate groot, dat het verstandig is als de Nederlandse overheid hier ook na de privatisering ervan een stevige vinger in de pap houdt. Hetzelfde kan wellicht worden gezegd van de Rotterdamse haven en de energievoorziening. Het zou dus mogelijk moeten zijn om beschermingsmaatregelen voor strategisch belangrijke bedrijven en sectoren tegen buitenlandse overname te treffen. Verder zijn

sommige buitenlandse SWFs niet transparant⁵. Daardoor is niet duidelijk waarin zij beleggen en met welk oogmerk. Dit rechtvaardigt een zekere argwaan ten opzichte van hun activiteiten.

Het voorgaande moet niet gelezen worden als een pleidooi voor het weren van buitenlandse aandeelhouders. Alleen als het voor de Nederlandse economie van uitzonderlijk groot belang is dat een bedrijf in Nederlandse handen (en in ons land gevestigd) blijft, zou de overheid kunnen overwegen om in te grijpen. Maar dat gaat dan om hoge uitzonderingen die de algemene regel, dat buitenlandse aandeelhouders (inclusief de wél transparante SWFs) net zo goed zijn als Nederlandse, bevestigen.

Conclusie

In veruit de meeste gevallen zal een meerderheid van buitenlandse aandeelhouders geen enkel kwaad kunnen. Oproepen van ondernemers om meer generieke bescherming tegen onvrijwillige overnames door buitenlandse partijen vallen onder de noemer protectionisme. Dergelijke maatregelen werken uiteindelijk welvaartsverlagend omdat zij aandeelhouders wapens uit handen nemen om falend management de wacht aan te zeggen.

Er is al met al zelden aanleiding om buitenlandse aandeelhouders anders te behandelen dan Nederlandse. Dat ons bedrijfsleven voor een groot deel in buitenlandse handen komt, is dan ook in principe geen bedreiging. De beste manier waarop de overheid kan bewerkstelligen dat bedrijven ons land niet verlaten is het zorgdragen voor een goed ondernemingsklimaat.

Wel is het verstandig dat de overheid zich in haar beleid bewust is van de strategische relevantie van bepaalde ondernemingen en sectoren. Want het is nu eenmaal een feit dat niet alle landen het spel der globalisering volgens dezelfde spelregels spelen.

november 2007

Wim Boonstra (030 - 2166617)

W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl

⁵ Meer informatie over SWFs in het Themabericht 2007/28 van Anke Struijs: Wie is er bang voor sovereign wealth funds?