

POSITION PAPER OVER EFFECTEN STAATSFONDSEN

1. Aanleiding

Westerse beursgenoteerde ondernemingen krijgen meer en meer te maken met een nieuw soort aandeelhouders: de zogenoemde “Sovereign Wealth Funds” (SWF’s; staatsfondsen). Eumedion, het Nederlandse corporate governance forum voor institutionele beleggers, heeft zich de vraag gesteld hoe met deze nieuwe aandeelhouders moet worden omgegaan. In dit memorandum wordt daartoe eerst een overzicht gegeven wat SWF’s zijn, wie zij zijn, hoeveel kapitaal zij beheren en wat hun motieven zijn. Vervolgens wordt bekeken wat de implicaties van deze fondsen op corporate governance terrein zijn, waarna Eumedion een beleidspositie inneemt.

2. Wat zijn SWF’s, wie zijn het en hoeveel kapitaal beheren zij?

SWF’s zijn entiteiten die activa van de eigen overheid in het buitenland beleggen. Meer dan dertig landen hebben een SWF. Deze fondsen zijn grote spelers. Hun totale vermogen wordt door Deutsche Bank geschat op 3.100 miljard dollar, ruim twee keer de geschatte omvang van alle hedge funds ter wereld. Het SWF-vermogen valt echter in het niet bij het wereldwijde belegd vermogen van alle institutionele beleggers (bijna 55.000 miljard dollar in 2005) en komt overeen met “slechts” 2,5 procent van de totale wereldwijde financiële activa.

Het vermogen van SWF’s is behoorlijk geconcentreerd: Koeweit, Noorwegen, Rusland, Singapore en de Verenigde Arabische Emiraten nemen naar schatting driekwart van het wereldwijde vermogen in SWF’s voor hun rekening (zie tabel 1). Het SWF van de Verenigde Arabische Emiraten is met een waarde van 875 miljard dollar het grootste. Dit is in omvang bijna anderhalf keer de waarde van de bezittingen van alle Nederlandse pensioenfondsen samen. Hoewel de SWF’s pas recentelijk in de publieke en politieke belangstelling staan, zijn SWF’s zeker geen nieuw verschijnsel. Het oudste SWF stamt bijvoorbeeld uit 1953 en werd opgericht door Koeweit.

Tabel 1: SWF's en hun vermogen in miljarden dollars

Land	Naam vehikel	Belegd vermogen (miljard dollar)	Jaar van oprichting
Verenigde Arabische Emiraten	Abu Dhabi Investment Authority en Dubai International Capital	875	1976
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation en Temasek Holdings	438	1974
Noorwegen	Government Pension Fund	322	1990
Saoedi-Arabië	Verschillende fondsen	300	Onbekend
Koeweit	Kuwait Investment Authority	250	1953
China	China Investment Corporation	200	2007
Hongkong	Hong Kong Monetary Authority Investment	140	1998
Rusland	Stabilization Fund	127	2003
Australië	Australian Government Future Fund	50	2004
Libië	Reserve Fund	50	onbekend
Qatar	Qatar Investment Authority	40	2000
Verenigde Staten	Alaska Permanent Reserve Fund	40	1976
Brunei	Brunei Investment Agency	35	1983
Zuid Korea	Korea Investment Corporation	20	2006
Kazakstan	Kazakhstan National Fund	18	2000
Maleisië	Khazanah Nasional BHD	18	1993
Canada	Alberta Heritage Fund	17	1976
Taiwan	Taiwan National Stabilisation Fund	15	2000
Iran	Foreign Exchange Reserve Fund	15	1999

Bron: Deutsche Bank en De Nederlandsche Bank

3. Beweegredenen om SWF's op te zetten¹

a) Stabilisatie van exportinkomsten

Veel landen die over aanzienlijke natuurlijke hulpbronnen beschikken, zoals olie, koper en diamanten, hebben een SWF opgericht. De SWF's fungeren in deze landen als een soort buffer voor de overheid om exportinkomsten te stabiliseren. De prijzen van olie en andere grondstoffen kunnen immers sterk fluctueren. Een verwant motief voor de SWF's van deze landen is het sparen voor toekomstige generaties. Natuurlijke hulpbronnen raken op termijn uitgeput, waardoor toekomstige generaties niet of in minder mate kunnen profiteren van de daaraan gerelateerde opbrengsten. Het Noorse

¹ Deze paragraaf is mede gebaseerd op de artikelen "Financiële stabiliteit: vormen Sovereign Wealth Funds een bedreiging?" in: DNB, *Kwartaalbericht*, september 2007, pp. 26-29; "Sovereign wealth funds – state investments on the rise" van Deutsche Bank Research, *International topics – Current Issues*, 10 september 2007 en "Wie is er bang voor sovereign wealth funds?" in: Rabobank, *Themabericht*, nr. 2007/28.

Government Pension Fund is hier een voorbeeld van. Ook het Russische Oil Stabilisation Fund zal volgens de autoriteiten volgend jaar een deel van haar vermogen onderbrengen in een SWF dat is bestemd voor toekomstige generaties.

b) Besteding van “overtollige” reserves

Een tweede groep van landen die SWF's hebben opgericht zijn landen die een sterke groei van deviezenreserves kennen. Het betreft hier vooral opkomende Aziatische economieën die door hun strak geleide wisselkoers en stevige exportgroei enorme officiële reserves bij hun centrale banken hebben opgebouwd. Slechts een klein deel van deze reserves is noodzakelijk als buffer om eventuele betalingsbalansproblemen – zoals die zich voordeden bij de Aziëcrisis in 1997 – het hoofd te kunnen bieden. Een vuistregel die beleidsmakers vaak hanteren voor de ondergrens van reserves is dat een land op ieder moment in staat moet zijn om alle buitenlandse schulden af te lossen die binnen een jaar aflopen. Deze vuistregel impliceert dat vooral opkomende economieën in Azië “overtollige” reserves bezitten. Voor China wordt dit bijvoorbeeld geschat op ruim 900 miljard dollar (ruim 4,5 keer de buitenlandse schuld die binnen een jaar afloopt), voor Taiwan op bijna 190 miljard dollar (ongeveer 2,5 keer de schuld), voor Zuid Korea op bijna 150 miljard dollar (anderhalf maal de schuld) en voor India op 180 miljard dollar (ruim zeven maal de schuld). Deze landen houden een groot deel van hun officiële reserves aan in traditionele vorm, dat wil zeggen liquide overheidspapier, voor het overgrote deel uitgedrukt in dollars. Deze beleggingsvormen geven echter een laag rendement in vergelijking met meer riskante activa zoals bedrijfsobligaties of aandelen. Hierdoor brengt het aanhouden van overtollige reserves opportuiniteitskosten met zich mee, omdat met meer gediversifieerde beleggingen een hoger rendement zou kunnen worden behaald. Een ruwe schatting geeft aan dat de opkomende Aziatische landen in het afgelopen jaar daardoor ongeveer 80 miljard dollar aan beleggingsopbrengsten konden mislopen. Door officiële reserves over te hevelen naar SWF's, die doorgaans meer in instrumenten met een hogere risicopremie kunnen beleggen dan centrale banken, hoopt een aantal Aziatische overheden een hoger rendement te behalen.

c) Politiek-economische overwegingen

Volgens sommigen spelen ook politiek-economische overwegingen een rol om een SWF op te richten of aan te houden. SWF's zouden via buitenlandse investeringen en beleggingen sectoren in het eigen land kunnen stimuleren, door bijvoorbeeld buitenlandse technologie en expertise door te geven. Ook kunnen SWF's investeren in strategische sectoren (energie, telecom, defensie, etc.) en daarmee proberen politieke invloed uit te oefenen. Vooral wanneer SWF's naar verhouding grote belangen opbouwen in individuele bedrijven ontstaat gemakkelijk het beeld – al dan niet terecht – dat hier politieke motieven aan ten grondslag liggen. Sommige landen beschikken over instituties die investeringen van SWF's onder bepaalde omstandigheden kunnen beperken. De Verenigde Staten kennen bijvoorbeeld de US Committee on Foreign Investment dat de Amerikaanse president kan adviseren om buitenlandse directe investeringen tegen te houden indien deze een bedreiging vormen voor de nationale veiligheid. Ook in Europa pleiten sommige politici voor regulering ten aanzien van

SWF's, met name door regels op te stellen ten aanzien van de sectoren waarin zij mogen investeren en de wijze waarop.

4. Beleggingsbeleid van SWF's

SWF's verschillen onderling sterk qua asset allocatie en risicomanagement. Deze verschillen kunnen voortvloeien uit de verschillende beweegredenen om SWF's op te zetten (zie paragraaf 3). Een SWF dat bijvoorbeeld wordt opgezet om te sparen voor toekomstige generaties zal meer op de lange termijn zijn georiënteerd dan een SWF dat is opgezet om exportinkomsten te stabiliseren. In deze zin verschillen zij met hedge funds, die een veel kortere beleggingshorizon hanteren. Bovendien maken SWF's, in tegenstelling tot hedge funds, (nog) geen gebruik van schuldhefboomwerking (leverage). Het "gevaar" bij leverage is dat partijen bij marktturbulentie gedwongen kunnen worden om posities snel af te bouwen, waardoor de financiële marktschokken worden versterkt en marktliquiditeit kan opdrogen. Het tegendeel kan eerder gebeuren: SWF's kunnen in tijden van marktturbulentie juist een stabiliserende invloed uitoefenen, bijvoorbeeld door activa te blijven aankopen waardoor zij juist voor liquiditeit zorgen (denk bijvoorbeeld aan de participatie die Abu Dhabi Investment Authority recentelijk in Citigroup heeft genomen en die van de Government of Singapore Investment Corporation in UBS). SWF's hanteren verschillende filosofieën daar waar het gaat om het houden van aandelenpakketten in beursgenoteerde ondernemingen en om de mate van corporate governance activiteiten. Het Noorse SWF heeft bijvoorbeeld een zeer gediversifieerde aandelenportefeuille, terwijl andere SWF's een aantal grote belangen in individuele beursgenoteerde ondernemingen houden (zie tabel 2). In de meeste gevallen zijn zij niet uit op "controle" en kunnen zijn aldus als een passieve belegger worden aangemerkt.

Tabel 2: enkele belangen van SWF's in individuele beursgenoteerde "Westerse" ondernemingen

SWF	Onderneming	Aandelenbelang
Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup	4,9%
	Spyker Cars	15%
China Investment Corp.	Blackstone	10%
	Morgan Stanley	9,9%
Government of Singapore Investment Corporation	UBS	9%
Temasek Holdings	Standard Chartered Bank	17%
	Barclays	2,5%
	Merrill Lynch	9,9%
Qatar Investment Authority	London Stock Exchange	15%
	OMX	10%
Kuwait Investment Corp.	Daimler	7,1%
Dubai International Capital	Och-Ziff (hedge fund groep)	9,9%
	EADS	3,1%

Bron: nationale beursautoriteiten en informatie van betreffende ondernemingen

Met uitzondering van het Noorse fonds, is het over het algemeen niet bekend of de portefeuillemanagers van een SWF onafhankelijke beleggingsbeslissingen mogen nemen, gericht op het realiseren van een zo hoog mogelijk rendement. Niet kan worden uitgesloten dat de "staatsbeleggers" in bepaalde bijzondere omstandigheden hun positie aanwenden ter verdediging van

de eigen, nationale belangen die in strijd zijn met de economische belangen van de betrokken vennootschap en, derhalve, met de belangen van de overige aandeelhouders. Wanneer marktpartijen onjuiste verwachtingen hebben over deze grote spelers, dan kan dit leiden tot marktefficiënties (mispricing). Dit risico kan worden verminderd door meer transparantie. Het gaat dan om zaken als eigendomsverhoudingen, het beleggingsdoel, de samenstelling van de beleggingsportefeuille, de beleggingsstrategie, de interne procedures die SWF's gebruiken bij hun bedrijfsvoering en de financiële soliditeit. Het Noorse fonds kan wat dit betreft als "best practice" dienen. Dit fonds publiceert balansen, beleggingsadviezen van externe adviseurs en een jaarverslag.

5. Wat zijn de implicaties?

Het lijkt aannemelijk dat de omvang van SWF's in de toekomst nog flink zal groeien. Zo heeft China aangekondigd om haar SWF jaarlijks aan te vullen met een bedrag dat gelijk is aan het overschot op de lopende rekening, wat op korte termijn neerkomt op 200 tot 300 miljard dollar per jaar. Morgan Stanley heeft berekend dat SWF's over 10 jaar een omvang kunnen hebben van zo'n 17,5 biljoen dollar. Ter vergelijking: dat komt overeen met ongeveer 17% van de waarde van alle financiële activa ter wereld op dit moment. Dat betekent dat de kapitaalmarkten in toenemende mate geconfronteerd zullen worden met de beleggingsbeslissingen van SWF's.

Vanuit economisch oogpunt bezien lijken de activiteiten van SWF's gunstig, mits zij hun beleggingsbeslissingen nemen op grond van rationeel economische motieven. In dat geval dragen zij bij aan een efficiënte allocatie van mondiale besparingen en investeringen. Ook de landen waarin SWF's investeren kunnen hiervan profiteren. Voor bedrijven nemen bijvoorbeeld de financieringskosten af en bieden de beleggingen van SWF's mogelijkheden om door te dringen in de tot nu toe vrij gesloten economieën. Voorts kunnen beursgenoteerde ondernemingen met SWF's rekenen op een stabiele aandeelhouder, die zich voor langere tijd committeert aan het beleid van een onderneming. Zij kunnen een tegenwicht bieden tegen "activistisch" gedrag van hedge funds die veelal een kortere beleggingshorizon hebben.

Een ander effect is dat door de toegenomen risicobereidheid van SWF's beleggers structureel minder rendement gaan behalen op hun risicovolle beleggingen. Volgens een ruwe schatting van Morgan Stanley dalen door de opkomst van SWF's de risicopremies op aandelen over tien jaar met zo'n 80 tot 110 basispunten. Het is denkbaar dat beleggers wereldwijd meer risico gaan nemen om de afnemende beleggingsopbrengsten van deze risicovolle activa compenseren. Alternatieve beleggingscategorieën, zoals hedge funds en private equity huizen kunnen daardoor (nog) meer in de belangstelling komen te staan. Tegelijkertijd zal volgens Morgan Stanley de risicopremie op de "veilige" staatsobligaties in de komende tien jaar stijgen, met zo'n 30 tot 40 basispunten.

Potentieel gevaar voor de wereldeconomie is wanneer SWF's een bron worden voor politieke spanningen. Deze kunnen zich vooral voordoen wanneer SWF's grote belangen nemen in de "strategische" sectoren telecom, energie, water, defensie en de financiële sector, zonder dat bekend is

wat de motieven zijn en de landen waar de SWF's gezeteld zijn weigeren hun markten te openen voor Westerse ondernemingen.

6. Positie Eumedion

De bovenstaande analyse in ogenschouw nemende is het van belang om de positieve aspecten van SWF's te behouden en verder uit te bouwen en om de negatieve aspecten te adresseren.

Protectionistische maatregelen tegen SWF's zouden moeten worden voorkomen. Eumedion is daarom geen voorstander van:

- a) de (her)invoering van gouden aandelen die de overheid in bepaalde ondernemingen extra zeggenschapsrechten geven (bijvoorbeeld goedkeuring overname of benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen). Het Hof van Justitie heeft reeds herhaalde malen geoordeeld dat deze gouden aandelen in strijd zijn met het EG Verdrag, dat beperkingen van het kapitaalverkeer verbiedt;
- b) wettelijke restricties t.a.v. de grootte van het aandelenbelang dat een SWF in een onderneming kan houden (m.u.v. de huidige "fit and proper" restricties die gelden t.a.v. deelnemingen in financiële instellingen);
- c) invoering van aandelen zonder stemrecht, met als argument dat alleen dergelijke aandelen door SWF's mogen worden gehouden;
- d) de (her)invoering van stemrechtbeperkingen (en andere beschermingsconstructies), zodat de zeggenschap van SWF's kan worden beperkt;
- e) het opzetten van "nationale" beleggingsfondsen teneinde een tegenwicht te bieden tegen de invloed van SWF's;
- f) de instelling van staatscommissies om overnames van binnenlandse ondernemingen door buitenlandse partijen goed te keuren dan wel te kunnen vetoën;
- g) het gebruik van het principe van reciprociteit: indien een markt zich niet openstelt voor Westerse ondernemingen, zou de toegang van ondernemingen/fondsen uit deze landen kunnen worden geweigerd.

Eumedion is daarentegen van mening dat:

- a) voor bepaalde "strategische" ondernemingen, actief in sectoren (in ieder geval de defensie-industrie, energiesector, watersector, financiële sector) welke van vitaal belang zijn voor een economie, specifieke wet- en regelgeving wordt gemaakt/behouden om specifieke publieke belangen te beschermen. Het EG Verdrag staat toe dat het vrije verkeer van kapitaal kan worden beperkt door nationale regelingen die hun rechtvaardiging vinden in dwingende redenen van algemeen belang, voor zover er geen communautaire harmonisatiemaatregelen bestaan die de ter bescherming van deze belangen noodzakelijke maatregelen voorschrijven. Lidstaten moeten hierbij wel het zogenoemde evenredigheidsbeginsel eerbiedigen, inhoudende dat de genomen maatregelen geschikt moeten zijn om de verwezenlijking van het nagestreefde doel te waarborgen en niet verder mogen gaan dan nodig is voor het bereiken van dat doel. Door deze "mitsen en

maren” die in de jurisprudentie aan nationale regelingen zijn gesteld, zou het beter zijn om op EU-niveau een lijst van strategische sectoren te ontwikkelen.

- b) terughoudendheid wordt betracht bij het naar de beurs brengen van ondernemingen in de hiervoor genoemde strategische sectoren;
- c) op internationaal niveau (bijvoorbeeld OESO/IMF) initiatieven worden genomen om de transparantie van SWF's te bevorderen (bijvoorbeeld een gedragscode). Het gaat dan in ieder geval om zaken als eigendomsverhoudingen, het beleggingsdoel, de samenstelling van de beleggingsportefeuille, de beleggingsstrategie, de interne procedures die SWF's gebruiken bij hun bedrijfsvoering en de financiële soliditeit.
- d) SWF's zich als verantwoordelijk (lange termijn) aandeelhouder opstellen. Zij kunnen dit bijvoorbeeld aantonen door het “Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities²” van het International Corporate Governance Network (ICGN) te onderschrijven. Hierin wordt o.a. aanbevolen dat beleggers hun stembeleid openbaar dienen te maken, bereid zijn om een constructieve dialoog aan te gaan met de ondernemingen waarin zij beleggen en aangeven om welke redenen zij tegen een bepaald voorstel hebben gestemd.

²Zie <http://www.icgn.org/organisation/documents/src/Statement%20on%20Shareholder%20Responsibilities%202007.pdf>