

Vergaderjaar 2007–2008

31 350

Staatsfondsen

Nr. 1

BRIEF VAN DE MINISTERS VAN FINANCIËN EN VAN ECONOMISCHE ZAKEN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 15 februari 2008

Hierbij zenden wij u, zoals eerder aangegeven in contact met uw Kamer¹, de feitelijke analyse inzake Sovereign Wealth Funds ofwel staatsfondsen. In deze analyse zijn ook de observaties van experts zoals geuit tijdens een bijeenkomst over dit onderwerp in december 2007 meegenomen. In bijgevoegde notitie gaan we, conform het verzoek van uw Kamer (ref 08-Fin-B-09), ook in op de rol van het IMF in de discussie over staatsfondsen en de Nederlandse inzet hierbij.

De minister van Financiën,
W. J. Bos

De minister van Economische Zaken,
M. J. A. van der Hoeven

¹ Kamerstukken 31 200 XIII, nr. 37, 31 200 IXB nr. 13, 28 165, nr. 69, nr. 1190, nr. 1128 en nr. 775.

Gezamenlijke notitie ministeries van Financiën en Economische Zaken

MR-versie, februari 2008

Executive summary

1. In het internationale en nationale debat bestaan er zorgen over het (mogelijk) gedrag van de in omvang sterk groeiende Sovereign Wealth Funds (SWF's), ofwel staatsfondsen.

Deze vragen zijn begrijpelijk gegeven het feit dat SWF's zich onderscheiden van andere financiële partijen. Het meest kenmerkende is dat SWF's investeringsvehikels zijn van overheden, waarvan sommige er andere opvattingen op na (kunnen) houden, in het bijzonder ten aanzien van de rol van de overheid in de economie. De vrees is dat deze SWF's zich als aandeelhouders anders opstellen dan wat we normaliter van aandeelhouders verwachten. Concreet: sommige SWF's zouden in hun beleggingsbeleid en aandeelhouderschap politieke motieven kunnen nastreven. Deze politieke motieven zouden kunnen resulteren in acties die conflicteren met de belangen van het land waarin wordt geïnvesteerd. Dergelijke zorgen worden vergroot door de grote en snel groeiende omvang van SWF's en hun beperkte transparantie over aansturing, intenties en investeringsactiviteiten. Voorbeelden van vragen die leven zijn: Heeft het beleggingsbeleid van één of meerdere SWF's invloed op de uitkomsten en het sentiment op de internationale kapitaalmarkten? Kan door een investering van een SWF de voorzieningszekerheid van water en energie in gevaar komen? Wat is het risico dat SWF's belangen nemen in onze strategische sectoren of in grote bedrijven met belangrijke uitstralingseffecten? Kunnen vreemde mogendheden kennis op het terrein van nationale veiligheid vervreemden en misbruiken? Waaruit bestaat een effectieve en proportionele beleidsrespons op de mogelijke risico's verbonden aan SWF's? In hoeverre is het mogelijk en wenselijk om beperkingen op te leggen aan het vrije kapitaalverkeer?

2. Deze zorgen zijn voor het kabinet aanleiding voor een feitelijke analyse van het opereren van de SWF's en de (mogelijke) risico's die aan SWF's verbonden zijn.

Het kabinet *wil* de genoemde zorgen niet afdoen als ongegronde angst. Dit *kan* ook niet vanwege twee redenen: (i) het gebrek aan transparantie van sommige SWF's vormt een belemmering voor het trekken van algemene conclusies; (ii) de intenties en het feitelijke gedrag van SWF's tot nu toe bieden geen garanties voor hun optreden in de toekomst. Tegelijkertijd is het essentieel de discussie zo veel mogelijk te voeren op basis van de feiten en redelijke verwachtingen en niet slechts naar risico's te kijken maar ook naar de kansen. De analyse in deze notitie start met een bespreking van de kenmerken en het gedrag van SWF's om inzicht te verkrijgen in de vraag hoe ze zich onderscheiden van andere partijen op financiële markten en wat de baten en risico's van SWF's zijn. Gegeven deze inzichten wordt bezien of de Europese en Nederlandse wet- en regelgeving en bijbehorend toezicht een goede balans vindt tussen een effectieve bewaking van de publieke belangen enerzijds en het benutten van voordelen van vrij kapitaalverkeer anderzijds. Deze afweging vormt ook de basis voor een bespreking van de opties voor aanvullend beleid: wat leveren ze extra op in termen van risico-beheersing en wat zijn de kosten?

3. Een eerste bevinding is dat het feitelijk opereren van SWF's in westerse landen tot nu toe belangrijke economische baten voor Nederland biedt, dan wel kan bieden. Er zijn vooralsnog geen

aanwijzingen dat SWF's in het verleden vanuit andere dan financieel-economische motieven hebben geïnvesteerd in westerse landen of dat momenteel doen. Sterker nog: SWF's blijken in het algemeen stabiele aandeelhouders gericht op de lange termijn. Zij dragen daarmee bij aan de mondiale financiële stabiliteit en een efficiënte allocatie van bestaande betalingsbalansoverschotten. Bovendien biedt een toenemende internationale verwevenheid kansen voor Nederlandse bedrijven en instellingen om actief te worden op veelal moeilijk toegankelijke thuismarkten elders. Nederland heeft veel bedrijven en instellingen die deze kansen willen benutten. Anders gezegd, een discussie over SWF's die leidt tot ongericht protectionisme gaat ten koste van onze welvaart en werkgelegenheid. Op deze afruil zal de afweging zich dus moeten richten.

- 4. De publieke belangen in Nederland zijn – ook als SWF's in de toekomst wel vanuit politieke motieven handelen – goed geborgd.** Hun recente en te verwachten groei in omvang, gebrekkige transparantie en toenemende zichtbaarheid in de financiële sector geven aanleiding tot alertheid. Veel bestaande en overwegend generieke instrumenten, hoewel van origine niet specifiek gericht op SWF's, mitigeren echter de specifieke risico's van SWF's. Goed mededingings-toezicht beoogt voldoende concurrentie te waarborgen, zodat er geen afhankelijkheid van één bedrijf ontstaat dan wel voorkomen wordt dat een dominante marktpartij misbruik van zijn machtspositie maakt. De eisen aan transparantie van de aandeelhouder en de wijze waarop deze via zeggenschap het gedrag van een onderneming kan beïnvloeden, is in Nederland geregeld via ondernemingsrecht en financiële toezichtswetgeving (inclusief beleid op het gebied van transparantie en gedrag). Ook bestaat veel sectorspecifieke wet- en regelgeving die publieke belangen borgt, zoals de «verklaring van geen bezwaar» die de Minister van Financiën of De Nederlandse Bank al dan niet verleent bij investeringen in de financiële sector. Daarnaast voert de overheid actief beleid om bedrijven met netwerkeffecten voor Nederland te behouden (zoals hoofdkantoren met bijbehorende R&D-activiteiten), daar waar toenemende zeggenschap van buitenlandse investeerders waaronder SWF's er toe zou kunnen leiden dat deze Nederland verlaten. Risico's die met SWF's samenhangen kunnen dus ook met bestaand instrumentarium klein worden gehouden.
- 5. Het kabinet neemt aanvullende beleidsmaatregelen om de (toekomstige) risico's verbonden aan SWF's zo efficiënt mogelijk te beheersen.** Het kabinet blijft alert op veranderingen die kunnen optreden in het gedrag van SWF's en de consequenties daarvan op Nederlandse publieke belangen. Want hoewel het gedrag van SWF's in het heden geen aanleiding geeft tot zorg, biedt dit nog geen garantie voor de toekomst. Uitgangspunt bij aanvullende beleidsmaatregelen is dat het open karakter van de Nederlandse economie ons veel welvaart en werkgelegenheid brengt. Daarnaast moeten deze maatregelen vanzelfsprekend passen binnen de Europese wet- en regelgeving. Om eventuele risico's te beperken, neemt het kabinet enkele maatregelen in de sfeer van onder andere *corporate governance* (naar aanleiding van advies van commissie-Frijns) en het staatsdeelnemingenbeleid. De aanscherping van het staatsdeelnemingenbeleid stelt de Rijksoverheid als aandeelhouder in staat het investeerders in diverse sectoren onmogelijk te maken om zeggenschap te verkrijgen. Verdergaand beleid, bijvoorbeeld een toets op publiek belang zoals in het VK, zal het kabinet bestuderen. Belangrijke toetsstenen hierbij zijn verwachte effectiviteit, ingeschatte proportionaliteit, mogelijkheden binnen het Europees recht en inpasbaarheid in Nederlandse praktijk. Het is belangrijk te voorkomen dat een dergelijke

restrictie op het kapitaalverkeer de baten die een open economie biedt, verkleint. Is de restrictie onvoldoende gericht dan worden onbedoeld ook veel andere investeerders afgeschrikt en dit heeft negatieve gevolgen voor de Nederlandse economie. In dit opzicht is de huidige praktijk in het VK, waarbij de toetsing door een overheidscommissie plaatsvindt gekoppeld aan het EU-mededingingsrecht, het meest gericht en daarmee het meest interessant om nader te analyseren.

6. Tot slot vindt het kabinet dat er nadere spelregels nodig zijn met betrekking tot het gedrag en de transparantie van de SWF's. Op mondiaal niveau omvat dit de volgende beleidsmaatregelen: (i) Inzetten op beperking van mondiale onevenwichtigheden: SWF's komen voort uit onder andere de opbouw van overtollige valutareserves in landen met grote overschotten op de handelsbalans, zoals bijvoorbeeld China. Het kabinet zal zich bilateraal via de EU en multilateraal bij het IMF blijven inzetten voor meer wisselkoersflexibiliteit bij landen die daar klaar voor zijn; (ii) Meer transparantie/gedragscode: onbekend maakt onbemind. Naar overtuiging van het kabinet is meer inzicht in het opereren van SWF's noodzakelijk om de aansturing, intenties en investeringsactiviteiten van SWF's goed te kunnen monitoren. Dit vereist een mondiale aanpak. Dit kabinet zal zich dan ook actief aansluiten bij de discussie en inspanningen op Europees en mondiaal niveau gericht op een *gedragscode* voor SWF's. Zo zetten IMF, Wereldbank en OESO reeds in op het identificeren en verspreiden van «best practices» en voeren hierover gesprekken met SWF's. Daarnaast zal dit kabinet haar actieve beleid – gericht op het binnenhalen van buitenlandse investeringen en het opbrengen van aandachtspunten van SWF's – in haar bilaterale contacten met deze overheden voortzetten.

In de navolgende zes pagina's worden de hoofdstukken samengevat.

SWF's: analyse van huidig opereren

Deze notitie gaat over SWF's in Nederland. SWF's zijn investeringsfondsen van buitenlandse overheden.¹ SWF's bestaan al sinds de jaren vijftig van de vorige eeuw, maar hun vermogen is de laatste jaren sterk toegenomen. Het bestaan en de sterke groei van deze fondsen komt voort uit:

- (1) *officiële reserves* die ontstaan door grote overschotten op de betalingsbalans, soms mede als gevolg van beperkte flexibiliteit van wisselkoersen;
- (2) omvangrijke inkomsten uit de export van met name *grondstoffen* (zoals olie en gas).

Het totale vermogen bedraagt naar schatting bijna \$ 3 000 mld², waarvan driekwart in handen is van de vijf grootste SWF's. Dit zijn fondsen uit de Verenigde Arabische Emiraten (VAE), Noorwegen, Singapore, Rusland en Koeweit. De verwachting is dat het door SWF's beheerde vermogen snel toeneemt in de komende jaren.

Naast de omvang van het door SWF's geïnvesteerd vermogen, is het ook van belang *waar* SWF's in investeren. Hierbij valt op dat waar voorheen met reserves van deze landen voornamelijk (Amerikaanse) staatsobligaties werden aangekocht, nu in toenemende mate in westerse bedrijven wordt belegd. Deze verandering in beleggingsstrategie is rationeel vanuit het perspectief dat het eenzijdig aanhouden van valuta- of begrotingsreserves in staatsobligaties weinig diversificatiemogelijkheden biedt en het rendement – als gevolg van de lage risico – relatief laag is. Daarom kiezen deze landen nu voor meer gespreide en hoger renderende portefolies.

¹ De notitie gaat niet specifiek in op de rol van staatsbedrijven. SWF's en staatsbedrijven verschillen op elementen van elkaar, al is het maar dat staatsbedrijven niet primair financiële partijen zijn (SWF's wel) en in specifieke sectoren werkzaam zijn (SWF's opereren breed over alle sectoren). Desalniettemin is de hier gepresenteerde analyse van baten en risico's van SWF's wel grotendeels van toepassing op beide type spelers, omdat zij vergelijkbaar zijn in de zin dat er een buitenlandse overheid uiteindelijk de eigenaar is. De notitie beperkt zich verder tot de consequenties van investeringen van SWF's in Nederland en gaat niet specifiek in op de toenemende rol van SWF's elders in de wereld, zoals in Afrika. Dit is namelijk onderdeel van een breder vraagstuk van verschuiving in geopolitieke machtsverhoudingen die het gevolg zijn van de toenemende economische en daarmee politieke macht van landen als China en Rusland (en ons buitenlands beleid). Dit bredere vraagstuk is wel relevant als context waarbinnen de discussie over SWF's wordt gevoerd.

² Ter vergelijking: dit is meer dan het totale geschatte vermogen van *hedge funds*, maar veel minder dan bijvoorbeeld het wereldwijd belegde vermogen van pensioenfondsen.

feuilles. Bovendien biedt de huidige kredietcrisis in de VS ook financieel aantrekkelijke nieuwe mogelijkheden.

De keuze om via een SWF reserves te investeren in het westen in plaats van in de eigen economie verder wordt verder ingegeven door:

- (1) macro-economische stabilisatie: het voorkomen van binnenlandse inflatie en grote fluctuaties op de begroting als gevolg van olieprijschommelingen.
- (2) intergenerationeel sparen: een spaarpot voor toekomstige generaties aanleggen voor wanneer grondstoffenvoorraden van de betreffende landen uitgeput raken.
- (3) het verwerven van economische en managementkennis die kunnen helpen in het versterken van de eigen economie.

Het feitelijke gedrag van SWF's

De praktische ervaring tot nu toe leert dat SWF's als aandeelhouder in ondernemingen te kenmerken zijn als stabiele aandeelhouders gericht op de lange termijn, die vooral minderheidsbelangen verwerven en niet zozeer uit zijn op het verwerven van een grote mate van zeggenschap. Wel maakt het gebrek aan transparantie en aan ervaring met een aantal SWF's het moeilijk om een algemene conclusie omtrent de motieven van SWF's te trekken. Vooralsnog zijn er geen aanwijzingen dat investeringen van SWF's in Nederland zijn ingegeven door andere dan het motief om rendement te behalen. SWF's gedragen zich bovendien naar de regels van de markt waarin ze opereren, die vaak anders zijn dan het land van oorsprong. Het is ook denkbaar dat SWF (en staatsbedrijven) in het westen anders opereren dan bijvoorbeeld in Afrika, waar de kwaliteit van de instituties vaak te wensen over laat en het relatieve gewicht van buitenlandse investeerders veel groter is.

SWF's brengen hierdoor in beginsel baten met zich mee voor het land van herkomst en het land waarin wordt geïnvesteerd. Deze baten zijn:

- *Voordelen van vrij verkeer van kapitaal:* Nederland profiteert in sterke mate van buitenlandse investeringen – waaronder investeringen door SWF's – die werkgelegenheid en welvaart opleveren. Voor Nederland is een open kapitaalmarkt van groot belang omdat Nederland een groot overschot op de lopende rekening kent en daarmee een groot spaaroverschot. Op een open markt hebben Nederlandse beleggers de mogelijkheid het spaaroverschot (pensioenvermogen) ook in andere regio's te laten renderen. Voor buitenlandse overheden van (grotendeels opkomende) economieën bieden SWF's mogelijkheden om buiten de eigen regio en in activa met een hoger risicoprofiel te investeren. In brede zin bevordert dit de efficiënte (her)allocatie van kapitaal.
- *Financiële stabiliteit:* SWF's dragen bij aan financiële stabiliteit, omdat ze mondiale onevenwichtigheden beperken. SWF's maken bovendien weinig gebruik van hefboomwerking en hanteren een lange beleggingshorizon. Zo investeren ze (juist) ook tijdens de huidige financiële onrust in enkele grote zakenbanken in de VS. Wel zouden SWF-investeringen, gegeven hun grote en groeiende omvang, kunnen resulteren in stijgende activaprijzen, een verdringing van institutionele beleggers. Daarmee kunnen SWF's een risico vormen voor de financiële stabiliteit («market movers»), maar de verwachting is dat dit risico beperkt is.
- *Toegang tot buitenlandse markten:* investeringen van SWF's in Nederlandse bedrijven kunnen leiden tot nieuwe mogelijkheden voor deze bedrijven omdat ze op deze wijze (betere) toegang tot de thuismarkten van sommige SWF's verkrijgen.

Naast deze kansen is ook een aantal potentiële risico's aan SWF's verbonden. Hierbij is het van belang dat SWF's zich op een aantal aspecten onderscheiden van andere investeerders. In eerste plaats laat de transparantie van SWF's te wensen over; het is moeilijk algemene conclusies te trekken met betrekking tot de motieven, intenties en gedrag van SWF's. Het is ook niet uit te sluiten dat het feitelijke gedrag van SWF's in de toekomst verandert. Het andere onderscheidende kenmerk van SWF's is dat ze mogelijk politieke motieven kunnen nastreven. Dit geldt overigens niet enkel voor SWF's, maar ook voor staatsbedrijven. De kans dat deze politieke motieven resulteren in schade voor Nederlandse publieke belangen wordt groter naarmate:

- SWF's een grote mate van zeggenschap (machtspositie) verwerven. Dit geldt in het bijzonder voor de zogenaamde strategische sectoren (zie verder).
- SWF's een grote mate van zeggenschap verwerven in bedrijven die staatsvertrouwelijke kennis bezitten dan wel productiefaciliteiten bezitten die van belang zijn voor de nationale veiligheid.
- SWF's Nederlandse bedrijven overnemen om het hoofdkantoor of belangwekkende R&D-activiteiten naar het buitenland te verplaatsen dan wel de concurrentieverhoudingen te verstoren ten bate van «eigen» bedrijven.

Hierdoor verdient de vraag «*Zijn publieke belangen voldoende bewaakt?*» bijzondere aandacht in de volgende (zogenaamde) strategische sectoren: energie, post, elektronische communicatie, financiële dienstverlening, media, watervoorziening en -beheer en infrastructuur. Het gaat hier om producten en/of diensten die in meer of mindere mate getypeerd kunnen worden als basisbehoefte, waarvan de voorziening met grote mate van zekerheid moet worden gegarandeerd. Dit ook omdat er vaak weinig substitutiemogelijkheden zijn. Naast deze sectoren verdienen producten dan wel productiefaciliteiten met directe relevantie voor de nationale veiligheid de aandacht, zoals defensie en veiligheid. Een investering in deze strategische sectoren kan vanwege deze kenmerken door een vreemde mogendheid ook worden gebruikt om politieke druk mee uit te oefenen op andere overheden.

Naast sectorale risico's kan er sprake zijn van een risico indien SWF's een grote mate van zeggenschap verwerven in specifieke bedrijven die, omdat ze activiteiten uitvoeren met positieve externe (netwerk)effecten, van bijzondere betekenis voor Nederland zijn. Hierbij doelen we op hoofdkantoren of bedrijven die veel aan onderzoek en ontwikkeling (R&D) ondernemen. Het behoud van deze ondernemingen is van belang om economische schade te voorkomen. Indien de participatie van buitenlandse investeerders (waaronder SWF's) ertoe zou leiden dat de met dit bedrijf verwante investeringen en activiteiten Nederland verlaten, leidt dit tot economische schade. Dit risico is overigens niet specifiek van toepassing op SWF's, maar geldt ook voor andere (markt)partijen.

Bewaking van de publieke belangen

De vervolgvraag is of publieke belangen voldoende bewaakt zijn. Dit is een breder vraagstuk dan alleen dat van SWF-gerelateerde risico's. Veel bestaande borgingsinstrumenten, hoewel niet specifiek in het leven geroepen voor SWF's, kunnen dienen als middel tegen SWF-gerelateerde risico's, bijvoorbeeld omdat ze grenzen stellen aan het gedrag van SWF's maar ook omdat ze de schade beperken die partijen kunnen aanrichten. Sterker nog: instrumenten die specifiek gericht zijn op SWF-investeringen zijn moeilijk vorm te geven c.q. impliceren een ongelijke behandeling.

De bewaking van publieke belangen wordt op het meest generieke niveau gerealiseerd met de volgende relevante wet- en regelgeving die van toepassing is op SWF's in de hoedanigheid van aandeelhouder en/of marktpartij:

- *Ondernemingsrecht en financiële toezichtswetgeving regelen rechten en plichten van aandeelhouders.* Deze stelt eisen aan onder andere de transparantie van de aandeelhouder en legt vast welke mate van zeggenschap vereist is om invloed (via met name de Algemene Vergadering van Aandeelhouders) uit te oefenen. In de financiële sector in het bijzonder geldt daarbij dat aandeelhouders bij een deelneming van 10% of meer de verwerving daarvan door de toezichthouder moeten laten goedkeuren, waarbij onder meer kritisch wordt gekeken naar de transparantie en de betrouwbaarheid van deze aandeelhouder.
- *Concentratiecontrole: dit beperkt invloed van één partij en zorgt dat er voldoende substitutiemogelijkheden bestaan:* de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa) dan wel Europese Commissie toetst in het concentratietoezicht of een voorgenomen concentratie de daadwerkelijke mededinging op de markt op significante wijze zou belemmeren, met name wanneer het resultaat is het ontstaan of het versterken van een economische machtspositie.

Daarnaast kunnen (beursgenoteerde) ondernemingen zelf gebruik maken van juridische beschermingsconstructies om ongewenste overnames te voorkomen.

Strategische sectoren

In de meeste sectoren is bovenstaand instrumentarium toereikend: voldoende spelers, substitutiemogelijkheden en de bestaande wet- en regelgeving maken het moeilijk om schade aan te richten. Voor wat betreft de strategische sectoren is dit echter niet voldoende. De overheid heeft hier daarom aanvullend beleid om publieke belangen te bewaken. In een deel van deze sectoren voorkomt de overheid via (staats)deelnemingen dat marktpartijen überhaupt zeggenschapsposities in kunnen nemen, waardoor publieke belangen in deze sectoren in geen geval risico's lopen door eventueel toedoen van SWF's. Voorbeelden zijn energienetwerken, waterschappen en watervoorziening of gevoelige nucleaire kennis. Uit een analyse van de overige (deel)sectoren blijkt dat via een combinatie van (toezicht op) concurrentie, aanvullende wet- en regelgeving en toezichthouders de risico's voor de publieke belangen momenteel beperkt zijn.

Bedrijven met belangrijke uitstralingseffecten

Tot slot, voor wat betreft het behoud van belangrijke economische activiteiten in Nederland, zoals de aanwezigheid van grote (inter)nationale bedrijven, voert de overheid een krachtig beleid om deze bedrijven te behouden en nieuwe aan te trekken. Dat deze bedrijven Nederland als vestigingslocatie (blijven) kiezen is belangrijk en onderstreept het belang van een goed vestigingsklimaat. Het kabinetsbeleid op het terrein van fiscaliteit, infrastructuur, kennismigratie, onderwijs en kennis-economie is daar op gericht. Op deze wijze kunnen activiteiten met grote toegevoegde waarde voor Nederland zo goed mogelijk worden behouden. De aandelen van deze bedrijven zijn voor het overgrote deel reeds in buitenlandse handen en de bedrijven opereren veelal ook op wereldschaal. Hoewel voor de welvaart in Nederland het niet direct relevant is of bedrijven in buitenlands eigendom zijn, kan een dominante eigendomspositie – indien zich dit ook vertaalt in navenante zeggenschap – wel in sommige gevallen een rol spelen bij investerings- en locatiebeslissingen van hoofdkantoren en R&D-activiteiten. De vestigingslocatie bepaalt vaak waar investeringen

plaatsvinden, waar (nieuwe) banen zijn, waar geïnnoveerd wordt en waar belasting wordt betaald.

Consequenties voor beleid

Het bestaande overheidsinstrumentarium, inclusief specifieke instrumenten voor de bewaking van publieke belangen in bepaalde sectoren, biedt een stevig kader voor het functioneren van SWF's. Daarnaast neemt het kabinet stappen die de potentiële risico's verder kunnen beperken zonder dat deze ten koste gaan van het Nederlandse investeringsklimaat. In de internationale fora, zoals het IMF, de Wereldbank en de OESO en ook op Europees niveau zet Nederland in op de volgende zaken:

- *Beperking van mondiale onevenwichtigheden:* SWF's komen voort uit onder andere de opbouw van overtollige valutareserves in landen met grote overschotten op de handelsbalans, zoals bijvoorbeeld China. Een flexibelere wisselkoers vermindert deze overschotten.
- *Meer transparantie en een internationale gedragscode:* meer inzicht in het opereren van SWF's is wenselijk om de aansturing, investeringsactiviteiten en intenties van SWF's goed te kunnen monitoren. Dit vraagt om een gedragscode voor SWF. Het kabinet heeft deze zaak aanhangig gemaakt tijdens de laatste jaarvergadering van het IMF en de Wereldbank. Ook wordt binnen het IMF en de Wereldbank al ingezet op het identificeren en verspreiden van «best practices». In bilaterale contacten met deze overheden, bijvoorbeeld tijdens internationale handelsmissies, zal dit kabinet ook aandacht vragen voor het vergroten van de transparantie van SWF's.

Naast bovenstaande beleidsmaatregelen op mondiaal niveau, neemt het kabinet de volgende maatregelen op Nederlands niveau, die ook relevant zijn voor SWF's.

- *Aanscherpen verplichtingen aandeelhouders:* Het kabinet heeft naar aanleiding van het advies van de *Monitoring Commissie Corporate Governance Code* (Commissie Frijns) extra maatregelen aangekondigd, die voorspelbaar en transparant aandeelhouderschap vergroten. Zo wordt onder meer de drempel voor de verplichte melding van zeggenschap verlaagd van 5% naar 3% en wordt een verplichte melding van intenties door aandeelhouders ingevoerd. Deze maatregelen zijn uiteraard ook van toepassing wanneer SWF's aandeelhouder zijn.
- *Aanscherping staatsdeelnemingenbeleid:* Waar het de huidige staatsdeelnemingen betreft, geldt dat met de nota *Staatsdeelnemingenbeleid* het adagium van «privatiseren, tenzij» vervangen is door «publiek, tenzij». Dit betekent dat de bestaande deelnemingen in beginsel worden aangehouden. De nota gaat bovendien expliciet in op het feit dat er geen gevaar voor de continuïteit van dienstverlening mag ontstaan indien een deelneming – mocht er toch besloten worden een staatsdeelneming af te stoten – in buitenlandse en/of speculatieve handen zou vallen.
- *Versterking investerings- en vestigingsklimaat:* buitenlandse investeringen – waaronder die van SWF's – brengen baten met zich mee voor de Nederlandse economie. Dit kabinet blijft zich inzetten voor een aantrekkelijk investerings-, innovatie- en vestigingsklimaat. Een goed klimaat voor hoofdkantoren vraagt specifiek om extra aandacht. Hoofdkantoren hebben immers belangrijke uitstralingseffecten in termen van aan het hoofdkantoor gerelateerde investeringen (waaronder in R&D en menselijk kapitaal) en andere (hoogwaardige) activiteiten (zoals ook R&D-spin offs). Het kan ook aantrekkelijk zijn als in Nederland (een deel van) het vermogensbeheer van SWF's plaatsvindt.

In het publieke debat komen ook verdergaande maatregelen aan de orde die materieel beperkingen opleggen aan buitenlandse investeringen, zoals het gouden aandeel en een toetsingscommissie op buitenlandse investeringen. De roep om dergelijke maatregelen is begrijpelijk, de vraag is of dergelijke kapitaalrestricties gerechtvaardigd zijn. Ze hebben in potentie aanzienlijke kosten, te meer omdat deze ook niet exclusief gericht kunnen worden op SWF's. Een open economie als de Nederlandse is gebaat bij een vrije in- en uitstroom van handel en kapitaal. Bovendien kan het nemen van protectionistische maatregelen leiden tot een tegenreactie waarin andere landen ook beschermingsconstructies optuigen. Een dergelijke spiraal van protectionisme kan aanzienlijke schade voor Nederland met zich mee brengen. Ook beperkt Europese wet- en regelgeving de mogelijkheden voor dergelijke maatregelen. Gegeven deze overwegingen en de bijdrage van de overige beleidsacties, is het kabinet terughoudend dergelijke opties (eeenzijdig) te introduceren.

Een Amerikaans model, met zeer brede mogelijkheden tot toetsing, komt binnen de Europeesrechtelijke context niet voor nadere overweging in aanmerking. Wel wil het kabinet nader bezien in hoeverre elementen uit het Britse toetsingsmodel in de mededingingswetgeving, of een aanpassing van de Wet Financiële Betrekkingen Buitenland, een aanvulling kunnen zijn op de bestaande instrumenten. In het Britse model bestaat de mogelijkheid om bij overname van individuele bedrijven, als onderdeel van het mededingingstoezicht, een preventieve toets op beperkte en afgebakende publieke belangen te doen. De publieke belangen waarop in het VK getoetst kan worden betreffen pluraliteit van de media en nationale veiligheid. Dit model is, vanwege de beperkte opzet, in overeenstemming met de EU-regelgeving. Gegeven het beperkte risico van SWF's, het reeds bestaande en hierboven aangegeven aangescherpte instrumentarium, zal het kabinet varianten als het Britse model op z'n merites bezien. Daarbij moet duidelijk worden of dit model voor Nederland meerwaarde heeft en wat de beperkingen en risico's zijn. Het kabinet zal de Kamer hier nader over informeren.

SOVEREIGN WEALTH FUNDS

Gezamenlijke notitie ministeries van Financiën en Economische Zaken

Inhoudsopgave

Inleiding	10
Hoofdstuk 1. Feiten en ontwikkelingen	12
1.1 Wat zijn Sovereign Wealth Funds?	12
1.2 De omvang van SWF's	13
1.3 Aansturing en investeringsmandaat van SWF's	15
Hoofdstuk 2. Baten en potentiële risico's	19
2.1 Baten van SWF's	20
2.2 Potentiële risico's	21
2.3 In welke sectoren kunnen publieke belangen in het geding zijn?	23
2.4 Risico van verplaatsing van grote bedrijven	24
2.5 Conclusie	24
Hoofdstuk 3. Beleidsrespons	26
3.1 Verminderen betalingsbalansonevenwichtigheden	27
3.2 Gedrag en transparantie	27
3.3 Sectorale regelgeving en publiek aandeelhouderschap in de strategische sectoren	32
3.4 Nederland aantrekkelijk houden als investerings- en vestigingsland	34
3.5 Aanvullend: Beperkingen van het kapitaalverkeer?	34
3.6 Conclusie	38
Bijlage 1 Overzicht van borging publiek belang per strategische sector	40
Bijlage 2 Beslisboom SWF's: wanneer kunnen publieke belangen in het geding zijn?	44

Inleiding

In het nationale en internationale debat rijzen vragen over de opkomst van staatsfondsen of Sovereign Wealth Funds (SWF's). Het onderscheidende kenmerk van SWF's is – in vergelijking met andere (private) investeerders – dat het investeringsvehikels zijn van overheden, waarvan sommige er andere opvattingen op na (kunnen) houden, in het bijzonder ten aanzien van de rol van de overheid in de economie. Deze investeringsfondsen bestaan al decennia, maar vooral de Russische en Aziatische SWF's zijn de afgelopen jaren sterk in omvang gegroeid en zullen dit waarschijnlijk de komende jaren blijven doen. Ook is zichtbaar dat SWF's omwille van rendement en diversificatie hun investeringsactiviteiten uitbreiden en meer in westerse ondernemingen investeren. SWF's worden hiermee een steeds belangrijkere speler in de internationale financiële wereld.

Hoewel buitenlandse investeringen een belangrijke bron van economische groei en werkgelegenheid zijn, leeft een zorg dat SWF's zich wel eens anders zouden kunnen gedragen dan andere investeerders, juist omdat zij een vehikel zijn van buitenlandse overheden. De vrees is dat zij zich als aandeelhouders anders opstellen dan wat we normaliter van aandeelhouders verwachten. Concreet: sommige SWF's zouden in hun beleggingsbeleid en aandeelhouderschap politieke motieven kunnen nastreven. Deze politieke motieven zouden kunnen resulteren in acties die conflicteren met de belangen van het land waarin wordt geïnvesteerd. Voorbeelden van vragen die één zijn: Heeft het beleggingsbeleid van één of meerdere SWF's invloed op de uitkomsten en het sentiment op de internationale kapitaalmarkten? Kan door een investering van een SWF de voorzieningszekerheid van water en energie in gevaar komen? Wat is het risico dat SWF's belangen nemen in onze strategische sectoren of in grote bedrijven met belangrijke uitstralingseffecten? Kunnen vreemde mogelijkheden kennis op het terrein van nationale veiligheid vervreemden en misbruiken? Waaruit bestaat een effectieve en proportionele beleidsrespons op de mogelijke risico's verbonden aan SWF's? In hoeverre is het mogelijk en wenselijk om beperkingen op te leggen aan het vrije kapitaalverkeer?

Deze zorgen zijn voor het kabinet aanleiding voor een feitelijke analyse van het opereren van de SWF's en de (mogelijke) risico's die aan SWF's verbonden zijn. Het kabinet *wil* de genoemde zorgen niet afdoen als ongegronde angst. Dit *kan* ook niet vanwege twee redenen: (i) het gebrek aan transparantie van SWF's vormt een belemmering voor het trekken van algemene conclusies; (ii) de intenties en het feitelijk gedrag van SWF's tot nu toe bieden geen garanties voor hun optreden in de toekomst. Tegelijkertijd is het essentieel de discussie zo veel mogelijk te voeren op basis van de feiten en redelijke verwachtingen en niet slechts naar risico's te kijken maar ook naar de kansen.

Deze notitie bevat dan ook een zakelijke analyse van het opereren van SWF's met als doel het vergroten van inzicht in de eigenschappen en het opereren van SWF's en de mate waarin het huidige overheidsinstrumentarium de baten van SWF's benut en de eventuele specifieke risico's ondervangt:

- in hoofdstuk 1 wordt inzicht gegeven in de omvang, aansturing, transparantie en investeringsactiviteiten van deze fondsen;
- in hoofdstuk 2 worden de baten en risico's geassocieerd met SWF's geïdentificeerd;
- in hoofdstuk 3 wordt gezien hoe de overheid omgaat met het benutten van de baten en het ondervangen van de specifieke risico's van SWF's.

Box 1. Afbakening van de notitie

De discussie over SWF's spitst zich vooral toe op die van opkomende, grote spelers in de wereldeconomie zoals China en Rusland. De sterke (economische) groei van landen als China, Rusland en India brengt geopolitieke machtsverschuivingen met zich mee. De snel toenemende financiële slagkracht van deze mogendheden is daarmee een nieuwe en aanzienlijke factor aan het worden in de buitenlandse politiek en deze slagkracht kan mogelijk ook worden ingezet voor langere termijn politieke doeleinden. Deze toenemende financiële middelen resulteren ook in een sterke groei van SWF's, maar zijn niet één en hetzelfde vraagstuk. Het vraagstuk van de gevolgen van de toenemende economische en daarmee politieke macht op de wereldschaal van deze landen is doorlopend onderwerp van intensieve analyse en gesprek met onze Europese en andere buitenlandse partners, maar is veel breder dan de insteek van deze notitie. Deze notitie gaat in op de consequenties van investeringen van SWF's *in Nederland* en niet specifiek op de toenemende rol van SWF's elders in de wereld, zoals in Afrika. Dit bredere vraagstuk is wel relevant als context waarbinnen de discussie over SWF's wordt gevoerd. Het is echter de vraag in hoeverre de situatie in Afrika relevant is voor het verkrijgen van inzicht in de gevolgen van SWF's voor Nederland en Europa. De institutionele structuur in Afrika wijkt immers af van die in Europa en het economisch en politieke gewicht ten opzichte van SWF's verschilt ook tussen beide continenten.

Een tweede afbakening van deze notitie is dat deze niet specifiek ingaat op de rol van staatsbedrijven. Wel is de analyse voor beide categorieën grotendeels vergelijkbaar. Naast SWF's zijn ook staatsbedrijven – vooral uit opkomende economieën – internationaal steeds actiever. SWF's verschillen van staatsbedrijven doordat SWF's primair investeerder zijn van valutareserves, terwijl staatsbedrijven niet primair financiële partijen zijn. Staatsbedrijven zijn bovendien in specifieke sectoren werkzaam, daar waar SWF's breed in vele sectoren opereren. De transparantie van SWF's is vaak ook beperkter. Ondanks deze verschillen is de in deze notitie gepresenteerde analyse van de baten en de risico's die gepaard gaan met het opereren van SWF's grotendeels ook van toepassing op staatsbedrijven. Beide type spelers zijn vergelijkbaar in de zin dat een buitenlandse overheid de (mede-)eigenaar is. Dit leidt tot een vergelijkbare analyse voor zover deze betrekking heeft op de mogelijke gevolgen van aansturing door een buitenlandse overheid, zoals politiek gemotiveerde investeringen (zie H2). Hoewel een uitputtende analyse over staatsbedrijven zelf dus buiten het bestek van deze notitie valt, kan de analyse wel grotendeels op staatsbedrijven worden toegepast. Dit geldt ook voor de beleidsrespons zoals geformuleerd in hoofdstuk 3.

HOOFDSTUK 1. FEITEN EN ONTWIKKELINGEN

Inzicht in de omvang, aansturing, transparantie en investeringsdoeleinden van SWF's is noodzakelijk om de baten en eventuele risico's van SWF's in beeld te krijgen. De bevindingen in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op rapporten van internationale instellingen, artikelen, nieuwsberichten en websites van SWF's. Aandachtspunt hierbij is dat een aantal SWF's geen rapportages opstelt, waardoor de kennis over deze SWF's beperkt is.

1.1 Wat zijn Sovereign Wealth Funds?

Het IMF en de OESO gebruiken de volgende definitie: «*SWF's zijn investeringsvehikels van overheden met een breed investeringsmandaat gericht op de lange termijn, die gefinancierd worden met de valutareserves die opgebouwd zijn door middel van de buitenlandse handel in grondstoffen of producten. Deze buitenlandse reserves worden apart van de officiële reserves van de monetaire autoriteiten beheerd. Deze fondsen kunnen ook gefinancierd worden door begrotingsoverschotten resulterend uit binnenlandse inkomsten.*» Pensioenfondsen, centrale banken en andere mone-

taire autoriteiten die de rol van centrale bank vervullen, worden niet gerekend tot SWF's.¹

1.2 De omvang van SWF's

SWF's bestaan al sinds de jaren vijftig, maar zijn vooral sinds de eeuwwisseling sterk in opkomst. Over de huidige omvang van SWF's bestaat enige onduidelijkheid. Hoewel schattingen van het totale vermogen variëren, bedraagt de omvang naar schatting bijna \$ 3 000 mld.²

Twee derde van dit vermogen is in handen van zogenoemde *grondstofgedreven* fondsen. Deze worden gefinancierd via de export van grondstoffen (zoals olie). Een derde is in handen van *niet-grondstofgedreven* fondsen. Dit zijn vooral SWF's uit Aziatische landen, die zijn opgericht wegens de sterke groei van deviezenreserves uit internationale handel.

Uit tabel 1 blijkt dat hoewel ruim 30 landen over een SWF beschikken, de vijf grootste bijna 75% van het wereldwijde SWF-kapitaal beheren. Deze fondsen zijn afkomstig uit Koeweit, Noorwegen, Singapore, Rusland en de Verenigde Arabische Emiraten, waarbij deze laatste – het ADIA-fonds – met een geschat vermogen van \$ 875 mld verreweg de grootste SWF is.³ Het Chinese fonds CIC bezet één jaar na oprichting de zesde plaats qua omvang.

Uit figuur 1 blijkt dat de omvang van de vermogens van SWF's (ruim \$ 2 800 mld) zich het best laat vergelijken met de omvang van alle aan Euronext (Amsterdam, Brussel, Parijs, Lissabon en Londen Liffe gezamenlijk) genoteerde fondsen (\$ 3 700 mld). De omvang van het grootste SWF uit Abu Dhabi, ADIA (\$ 875 mld), is ruwweg vergelijkbaar met de waarde van de bezittingen van alle Nederlandse pensioenfondsen tezamen. Het totale beheerde vermogen van SWF's is echter slechts een fractie van het totale vermogen van pensioenfondsen (\$ 17 900 mld) en dat van de verzekeringsmaatschappijen (\$ 16 000 mld) wereldwijd.

Tabel 1. Beleggingspotentieel van SWF's (gerangschikt naar omvang, kleinste SWF's niet opgenomen)

Land	SWF	Startjaar	Omvang in \$ mld	Inkomstenbron
VAE (Abu Dhabi)	ADIA	1976	875	Olie
Singapore	GIC	1981	330	Niet-grondstof
Noorwegen	GPF	1990	322	Olie
Saoedi-Arabië	Diverse fondsen	nb	300	Olie
Koeweit	KIA	1953	213	Olie
China	CIC	2007	200	Niet-grondstof
Rusland	SFRF	2004	127	Olie
Singapore	Temasek	1974	108	Niet-grondstof
Qatar	QIA	2005	60	Olie
Australië	AGFF	2004	50	Niet-grondstof
VS (Alaska)	APRF	1976	40	Olie
Brunei	BIA	1983	35	Olie
Zuid-Korea	KIC	2006	20	Niet-grondstof
Maleisië	KNB	1983	18	Niet-grondstof
Kazachstan	KNF	2000	18	Olie, gas
Canada	AHF	1976	17	Olie, gas
Taiwan	TNSF	2000	15	Niet-grondstof
Venezuela	—	2006	15	Olie
Nieuw Zeeland	Superannuation Fund	2003	10	Niet-grondstof
Chili	ESSF	2007	9,7	Koper
Oman	SGSF	1980	8,2	Olie, gas

¹ Zie: IMF, *Global Financial Stability Report*, oktober 2007 en OECD, *Freedom of investment, national security and strategic industries: Sovereign Wealth Funds and the international investment landscape*, september 2007.

² Zie: DNB, Kwartaalbericht, september 2007, Deutsche Bank, *Sovereign Wealth Funds – state investments on the rise*, september 2007 en IMF, *Global Financial Stability Report*, oktober 2007.

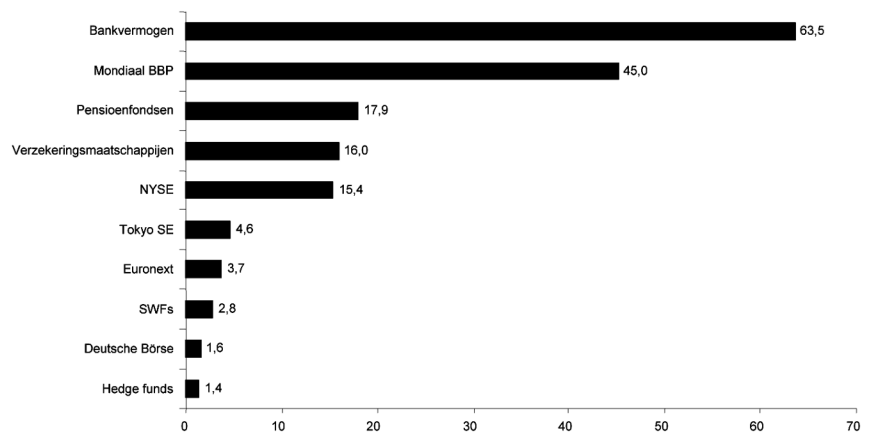
³ Financial Times (22 dec. 2007) meldt op basis van anonieme bronnen dat Saoedi-Arabië plannen heeft om een nieuw SWF op te richten. Deze zou groter zijn dan ADIA en daarmee de grootste SWF worden. Aangezien dit nog niet officieel bevestigd is, is deze SWF niet opgenomen in tabel 1.

Land	SWF	Startjaar	Omvang in \$ mld	Inkomstenbron
VAE (Dubai)	Istithmar	2003	8	Olie
VAE (Dubai)	DIC	2004	6	Olie
Libië	LIA	2007	40	Olie
Totaal			2 845	

Bron: DNB, (2007); Deutsche Bank, (2007); Standard Chartered Bank, (2007) en eigen bewerking van gegevens.

De verwachting is dat – net als in vorige jaren – de omvang en het aantal SWF's de komende jaren sterk zal toenemen. Zo is de omvang van het Russische SWF (SFRF) verdubbeld in 2006. Verschillende studies voorspellen dat het vermogen van SWF's in het komende decennium zal vervelvoudigen. Het IMF schat dat de omvang zal stijgen tot circa \$ 12 000 mld in 2012. Dit impliceert dat het totale vermogen met gemiddeld 63% per jaar zal groeien in de komende vijf jaar. Morgan Stanley verwacht ook een sterke groei, maar verwacht dat de fondsen de omvang van \$ 12 000 mld pas in 2015 bereiken¹.

Figuur 1. Relatieve omvang van SWF's (x 1000 mld in \$)



Bron: Standard Chartered Bank, (2007); Deutsche Bank, (2007)

Deze schattingen zijn vanzelfsprekend onzeker en mede afhankelijk van de veronderstellingen omtrent het tempo waarmee officiële reserves naar SWF's worden overgeheveld. Naar verwachting zullen de deviezenvoorraden van met name Aziatische economieën ook in de komende jaren blijven stijgen. Vooral in Azië, maar ook in Latijns-Amerikaanse landen, bestaat nog veel ruimte om reserves onder te brengen in SWF's. Nu vertegenwoordigen SWF's «slechts» 33–50% van de mondiale officiële reserves.² In haar schatting geeft Morgan Stanley aan dat het totale vermogen van de SWF's reeds in 2011 groter zal zijn dan de totale omvang van de mondiale officiële reserves. Ondanks de onzekerheden is duidelijk dat gezien de hoge olieprijs, de sterke economische groei en de voorlopig aanhoudende mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden de groei van gelden in deze landen – en daarmee de omvang van de investeringsfondsen – vrijwel onvermijdelijk is. Net als dat westerse landen hun kapitaal wereldwijd investeren, doen deze landen dat nu ook.

¹ IMF, *Global Financial Stability Report*, oktober 2007 en Morgan Stanley Research, *How big could Sovereign Wealth Funds be by 2015?*, mei 2007. Berekeningen van Deutsche Bank zijn gematigder en gaan in de richting van een beheerd vermogen van boven de \$ 10 000 mld in de komende tien jaar. Standard Chartered Bank schat het vermogen voor diezelfde periode op maximaal \$ 13 400 mld. ING gaat uit van een omvang van \$ 7 000–9 000 mld in 2015. Overigens zullen ook de andere grootheden uit figuur 1 toenemen in dezelfde periodes.

² Ervan uitgaande dat officiële reserves ca € 6 000 mld bedragen (<http://www.morganstanley.com/views/gefi/index.html>).

1.3 Aansturing en investeringsmandaat van SWF's

Informatie over de aansturing, investeringsdoelen en de (beleggings-)portefeuille van SWF's is niet volledig voorhanden. In deze paragraaf wordt eerst de mate van transparantie in beeld gebracht en daarna – gegeven deze beperkingen – een beeld gegeven van de aansturing en de investeringsactiviteiten van SWF's.

1.3.1 Transparantie

Het rapport «*The management of China's international reserves: China and a SWF scoreboard*» van het Peterson Institute for International Economics uit 2007 heeft 32 SWF's gerangschikt op basis van verschillende indicatoren, waaronder transparantie en afrekenbaarheid. Deze scores zijn gebaseerd op de mate waarin een SWF verslag doet van onder andere de omvang van het fonds, het type investeringsactiviteiten en het behaalde rendement. De gemiddelde score is 4; dit betekent dat gemiddeld (slechts) vier van de 12 vragen bevestigend konden worden beantwoord.¹

Uit tabel 2 blijkt dat SWF's onderling sterk verschillen in de mate van transparantie en afrekenbaarheid. In de tabel zijn zowel de vijf hoogst als vijf laagst scorende grote SWF's opgenomen. Ook zijn de scores van de grote SWF's uit Rusland, Koeweit en China weergegeven. De vijf hoogst scorende fondsen zijn SWF's uit Nieuw Zeeland, Noorwegen, Canada, Verenigde Staten en Singapore. Deze publiceren gedetailleerde informatie over hun omvang, opbrengsten en de samenstelling van de portefeuille. Deze SWF's kunnen worden aangeduid als *best practice*. Tegelijkertijd suggereren de scores dat over twee-derde van het totale vermogen van SWF's weinig tot geen transparantie bestaat (score lager dan 4). Dit komt met name doordat grote fondsen van de Verenigde Arabische Emiraten, Saoedi-Arabië en Qatar laag scoren. Het grootste fonds ADIA (VAE, Abu Dhabi) scoort het laagst. Dit SWF heeft in zijn 30-jarige bestaan nog geen rapport gepubliceerd. Verder is opmerkelijk dat het publiceren van informatie gerelateerd aan de SWF in Koeweit bij wet verboden is.²

Tabel 2. Scoreboard van SWF's t.a.v. transparantie

rang	SWF	Transparantie en afrekenbaarheid	Omvang in \$ mld
1	Superannuation Fund (Nieuw-Zeeland)	12,0	10
2	GPF (Noorwegen)	10,5	322
3	AHF (Canada)	9,0	17
4	APRF (VS, Alaska)	8,5	40
5	Temasek (Singapore)	8,0	108
12	SFRF (Rusland)	3,5	127
13	KIA (Koeweit)	3,0	213
20	CIC (China)	0,5	200
23	Istithmar (VAE, Dubai)	0,25	8
24	Mubadala (VAE)	0,0	10
25	QIA (Qatar)	0,0	60
26	ADIA (VAE, Abu Dhabi)	0,0	875
27	Saoedi-Arabië (div. fondsen)	nb	300

¹ Dit betreft geen vergelijkend onderzoek; de mate van transparantie kan niet vergeleken worden met andere marktpartijen. Verwachting is wel dat andere partijen, zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, hoger zullen scoren. Echter, er zijn ook partijen, zoals private equity en hedge funds, die eveneens beperkt transparant opereren.

² Uit onderzoek van Standard Chartered Bank komt grotendeels hetzelfde beeld. De scores van individuele SWF's wijken wel enigszins af. Zo scoren met name de SWF's van Singapore (GIC) en Rusland beter.

Bron: Peterson Institute for International Economics, (2007) en eigen bewerking

1.3.2 Aansturing en management van SWF's

SWF's zijn in eigendom van de overheid. Met de groei van SWF's wordt de rol van de overheid in de mondiale economie dus groter. De aansturing en

vormgeving van SWF's wordt mede bepaald door de algehele economische ordening in het land van herkomst. Het management is divers en varieert van afgevaardigden van het Ministerie van Financiën en Centrale Banken tot apart opgerichte entiteiten. Soms wordt het management van een SWF volledig uitbesteed aan externe fondsmanagers.¹ Zo worden het fonds KIC uit Zuid-Korea en verscheidene Arabische fondsen gemanaged door bankiers in London City. Dit geldt ook voor het Chinese SWF (CIC) dat het vermogensbeheer naar alle waarschijnlijkheid zal uitbesteden aan onder andere vermogensbeheerders van BlackRock, Allianz en PIMCO. Er is echter nauwelijks informatie beschikbaar over in hoeverre het management onafhankelijk investeringsbeslissingen kan maken zonder beïnvloeding of ingrijpen door de eigenaar, de staat.²

1.3.3 Investeringsmandaat- en activiteiten van SWF's

De investeringsactiviteiten van een SWF hangen logischerwijs af van het doel waarmee een SWF opereert. Volgens een recent rapport van Standard Chartered Bank kan grofweg onderscheid worden gemaakt in de volgende vier verschillende investeringsdoelen van SWF's³.

1. *Macro-economische stabilisatie*: Doel is het stabiliseren van begroting-sinkomsten, aangezien bijvoorbeeld de prijzen van olie en andere grondstoffen sterk kunnen fluctueren.

Voorbeelden: Het Russische Stabilisation Fund is mede opgericht «to serve as an important tool for absorbing excessive liquidity, reducing inflationary pressure and insulating the economy from volatility of raw material export earnings». De beleggingen concentreren zich dan ook op obligaties met AAA-rating met een maximale looptijd van drie jaar⁴. Hetzelfde geldt voor het Noorse staatsinvesteringsfonds dat in 1990 werd opgericht «to counter the effects of the forthcoming decline in income and to smooth the disrupting effects of highly fluctuating oil prices».⁵

2. *Intergenerationeel sparen*: Deze SWF's hebben als mandaat een spaarpot te vormen voor toekomstige generaties wanneer grondstofvoorraden van de betreffende landen uitgeput raken. SWF's dienen dan de lange termijn houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Het alternatief van hoofdzakelijk investeren in eigen land kan de inflatie opvoeren (*Dutch disease*).

Voorbeelden: het Noorse fonds heeft als doel «to facilitate government savings necessary to meet the rapid rise in public pension expenditures in the coming years, and to support a long-term management of petroleum revenues». Ook het Canadese SWF, Alberta Heritage Savings Trust Fund, is met hetzelfde doel opgericht, namelijk «to provide prudent stewardship of the savings from Alberta's non-renewable resources by providing the greatest financial returns on those savings for current and future generations of Albertans». Deze fondsen kennen een gediversifieerde portefeuille en nemen veelal kleine posities in. Zo belegt het Noorse fonds in meer dan 3500 bedrijven, waarbij belangen in die bedrijven vaak kleiner zijn dan 1%, terwijl het Canadese fonds in 46 verschillende landen belegt, waarvan een totaalbelang van 5% in Nederlandse bedrijven.⁶

3. *Hoger rendement*: Het hanteren van vaste wisselkoersen (meestal koppeling aan US dollar) in combinatie met sterke exportgroei heeft geleid tot grotere reservevoorraden dan noodzakelijk: *excessieve reserves*.⁷ Doorgaans worden deze reserves in de traditionele staatsobligaties belegd. Dit soort beleggingen geven echter een laag rendement in vergelijking met andere investeringen zoals bedrijfsobligaties of aandelen. Door een deel van de officiële reserves over te hevelen naar SWF's, die in meer risicovolle en minder liquide instrumenten beleg-

¹ Standard Chartered, *State capitalism: The rise of sovereign wealth funds*, oktober 2007.

² Deutsche Bank Research, *Sovereign wealth funds – state investments on the rise*, september 2007.

³ Standard Chartered, *State Capitalism: The rise of sovereign wealth funds*, oktober 2007.

⁴ Zie site van Russische Stabilisation Fund, http://www1.minfin.ru/stabfond_eng/about_eng.pdf. Russische fonds is voornemens in 2008 te starten met investeringen in bedrijfsobligaties en -aandelen wereldwijd.

⁵ Zie website van het Noorse Ministerie van Financiën, <http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/The-Government-Pension-Fund/Investment-strategy.html?id=429634>

⁶ Alberta Heritage Savings Trust Fund 2007 Annual Report, pag. 11.

⁷ Vuistregel die DNB hanteert om overtollige reserves te kwantificeren is dat de 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 deze vuistregel schat DNB de Chinese overtollige reserves op z'n \$ 900 mld (DNB, Kwartaalbericht september 2007). Als China al deze middelen in eigen land zou investeren, zou dit leiden tot toenevende inflatie.

gen dan centrale banken, kan worden gediversifieerd en een hoger rendement worden behaald.

Voorbeelden: Singapore (GIC en Temasek) en Koeweit. Deze fondsen nemen veelal substantiële belangen; zo houdt KIA 7,26% van de stemrechten in Daimler AG, heeft GIC een belang van 50% in de Britse WestQuay Shopping Centre, terwijl Temasek o.a. een belang van 17,2% in de Britse Standard Chartered Bank heeft.

4. **Kennisverwerving:** Door te investeren in kennisintensieve dan wel innovatieve bedrijven kan een land met een SWF – met inachtneming van de regels voor bescherming van intellectueel eigendom – actief nationale bedrijven kennis verschaffen. Een SWF investeert in dit geval wereldwijd in bedrijven die qua kennis aansluiten op de kennisbehoefte in eigen land. Op deze wijze kan het investeringsmandaat van een SWF bijdragen aan de economische ontwikkeling van het betreffende land en invulling geven aan de beleidsdoelstelling de eigen economie meer divers te laten ontwikkelen.

Deze laatste categorie van Standard Chartered zou kunnen worden uitgebreid met andere strategische overwegingen, als bijvoorbeeld markttoegang (zie ook onderstaande box) en andere niet-financiële rendementsoverwegingen, waaraan in hoofdstuk 2 aandacht wordt besteed.

Voorbeelden: Kennisverwerving is (mede) een doelstelling van het grootste SWF ter wereld (ADIA), om de economie van Abu Dhabi minder afhankelijk te maken van de inkomsten uit grondstoffen. Hetzelfde geldt voor de SWF uit Maleisië, Khazanah Nasional, dat als hoofddoel heeft «to promote economic growth and make strategic investments on behalf of the Government which would contribute towards nation building.»¹ Zo investeert het SWF uit Maleisië in 50 internationale bedrijven die in 12 sectoren actief zijn, waarvan de sectoren media en communicatie, nutssector en infrastructuur en bouw de belangrijkste zijn.

Ook lijkt er onder staatsfondsen (maar ook staatsbedrijven) een tendens zichtbaar om te investeren in westerse banken; dit blijkt deels gedreven door de wens om toegang tot andere kapitaalmarkten te verkrijgen. Zo zou de investering door de China Development Bank (een staatsbedrijf) in Barclays afgelopen juli deels gemotiveerd zijn uit interesse in het netwerk van Barclays in Afrika. Barclays heeft tegelijkertijd aangegeven te hopen dat de samenwerking tot nieuwe mogelijkheden in China leidt. Ook hoopt Fortis via de deelneming (4,2%) door de Chinese verzekeraar Ping An Insurance (een privaat bedrijf) eind november makkelijker de Chinese markt op te kunnen. Tevens is Bear Stearns eind oktober door een cross-investment een strategische samenwerking aangegaan met de Chinese bank Citic Securities (staatsbedrijf).

Tabel 3 geeft een overzicht van de grootste deelnames van enkele grote SWF's. Aangetekend moet worden dat het aandelenbelang van deze fondsen niet altijd overeenkomt met de mate van zeggenschap. Voorbeelden zijn de recente aankoop van belangen door ADIA in Citigroup en CIC in Blackstone zonder stemrechten.

Tabel 3. Investeringsactiviteiten van SWF's in individuele beursgenoteerde ondernemingen

SWF	Onderneming	Aandelenbelang (%)
ADIA (Abu Dhabi Investment Authority, VAE)	Citigroup	4,9
	Banque de Tunisie et des Emirates	39,0
	Banking Corporation Bahrain	27,0

¹ Zie website van Khazanah Nasional, <http://www.khazanah.com.my/>

SWF	Onderneming	Aandelenbelang (%)
	Arab International Bank (Egypte)	25,0
	Blackstone Group LP	9,9
CIC (China Investment Corporation, China)	Morgan Stanley	9,9
GIC (Gov. of Singapore Investment Corp.)	UBS	9,0
Temasek Holding (Singapore)	WestQuay Shopping Centre (VK)	50,0
	Standard Chartered Bank (VK)	17,2
	Barclays	2,5
	Intercell AG	8,1
QIA (Qatar Investment Authority, Qatar)	London Stock Exchange	20,0
	Nordic Exchange OMX	9,98
	Lagardère (media & technologie)	5,0
	European Aeronautic Defence & Space	3,12
KIA (Kuwait Investment Authority, Koeweit)	Daimler AG	7,26
DIC (Dubai International Capital, VAE)	Och-Ziff Capital Management Group LLC	9,9
	GLG Partners (hedge fund)	3,0
	European Aeronautic Defence & Space	3,12

Bron: Standard Chartered Bank, 2007, websites van verschillende SWF's.

1.3.4 Gedrag van SWF's als aandeelhouder

De transparantie over de aansturing, intenties en investeringsactiviteiten van SWF's is beperkt. Desalniettemin zijn er tot op heden praktische ervaringen noch aanwijzingen dat SWF's andere dan financieel-economische motieven nastreven. Ondanks het ontbreken van aanwijzingen voor andere dan financieel-economische motieven, kan dit in de toekomst mogelijk veranderen. Aandacht hiervoor blijft dan ook belangrijk.

Uit praktische ervaringen blijkt echter voorlopig dat SWF's over het algemeen passieve beleggers zijn; zij lijken met name gericht op het behalen van rendement en minder op het verwerven van zeggenschap. Beursgenoteerde bedrijven kunnen rekenen op een *stabiele aandeelhouder*, die zich voor een langere tijd committeert aan het beleid van een onderneming. SWF's staan bekend als investeerders met een *lange beleggingshorizon* die weinig gebruik maken van schuldhefboomwerking (d.w.z. financiering met veel vreemd vermogen). SWF's zijn daarmee niet zozeer vergelijkbaar met meer activistische aandeelhouders.

Box 2. SWF's in Nederland

Onderstaande tabel geeft een overzicht van de belangrijkste investeringsactiviteiten van SWF's (en staatsbedrijven) in Nederlandse bedrijven. In de loop der tijd zijn er verschillende SWF's geweest die in Nederland geïnvesteerd hebben. De acquisitie van het kapitaal van SWF's uit bijvoorbeeld de Golfregio is ook reeds enkele jaren onderdeel van het acquisitiebeleid van het Ministerie van Economische Zaken. Enkele voorbeelden van investeringen in Nederland zijn die van Abu Dhabi Investment Authority in Spyker Cars, China Investment Corporation in Euromax Terminals en het Noorse Government Pension Fund dat in 42 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven kleine posities inneemt.¹

¹ Zie: Government Pension Fund – Global, Holding of Equities at 31 December 2006.

Tabel 4 Investerings SWF's en staatsbedrijven in Nederland

SWF/staatsbedrijf	Onderneming	Aandelenbelang (in %)
SABIC (staatsbedrijf Saoedi-Arabië)	DSM Petrochemicals	100
	GE Plastics	100
Dubai Ports World (staatsbedrijf VAE, Dubai)	Terminal Maasvlakte	20,0
	Leaseplan Corp.	25,0
ADIA (VAE, Abu Dhabi)	Spyker Cars	17,0
	Tango	100
KIA (Koeweit)	Celtel International	100
	Gulf of Oil Benelux	100
Temasek Holding (Singapore)	Holland Terminals	100
	Terminal Maasvlakte	20,0
	HHR Euro CV Hotels	48,0
	HHR TRS CV Hotels	70,3
TNSF (Taiwan)	Euromax Terminal	12,25
CIC (China)	Euromax Terminal	12,25
GPF (Noorwegen)	42 Nederlandse bedrijven	minderheidsbelang (< 1%)
		minderheidsbelang
APRF (Verenigde Staten)	43 Nederlandse bedrijven	minderheidsbelang

Deze kenmerken van SWF's uit zich in een stabiliserende werking op financiële markten. Dit blijkt ook tijdens de huidige turbulente ontwikkelingen op de financiële markten. Waar andere investeerders achterblijven, hebben SWF's in de afgelopen maanden tientallen miljarden dollars geïnvesteerd in grote (zaken)banken, die vanwege de kredietcrisis verlegen zijn om kapitaal. Voorbeelden zijn de investering in UBS door het Singaporese GIC in oktober vorig jaar (9%) en in Citigroup door ADIA eind november (4,9%). Daarnaast is het Chinese CIC medio december in Morgan Stanley gestapt (9,9%). Ook Merrill Lynch kreeg eind december een kapitaalinjectie van Temasek (\$ 7,5 mld). Deze trend lijkt zich in 2008 verder voort te zetten.

Voor zover deze investeringen puur kapitaalinjecties zijn, zijn ze als positief te verwelkomen. Deze investeringen dragen bij aan de financiële stabiliteit. Door activa in de financiële sector te blijven aankopen, zorgen deze SWF's voor belangrijke liquiditeit. Tot dusver zijn er geen aanwijzingen voor niet-economische motieven. Zo is er in een aantal gevallen expliciet geen zeggenschap verbonden aan de investering (zoals Abu Dhabi in Citigroup) of heeft het SWF aangegeven geen controleerbaar belang na te streven (zoals de Singapore Investment Corporation in UBS). Ook de Chinese verzekeraar Ping An (overigens geen SWF) heeft volgens Fortis bevestigd niet het voornemen te hebben *controlerende* zeggenschap te verwerven.

HOOFDSTUK 2. BATEN EN POTENTIËLE RISICO'S

Dit hoofdstuk geeft een analyse van de baten en de potentiële risico's die SWF's met zich meebrengen. Bij de baten gaat het met name om voordelen voor de economie en de financiële stabiliteit. Bij de risico's gaat speciale aandacht uit naar de gevolgen van investeringen door SWF's voor de publieke belangen (in strategische sectoren) en voor de kans op het vertrek van grote bedrijven met positieve netwerkeffecten voor de Nederlandse economie. Dit biedt een opmaat voor hoofdstuk 3 waarin bezien wordt hoe de overheid eraan bijdraagt deze baten te benutten en deze risico's te ondervangen.

2.1 Baten van SWF's

Zoals aangegeven in hoofdstuk 1 bemoeilijkt de beperkte transparantie het volledige inzicht in de intenties en investeringsactiviteiten van deze fondsen. Vooralsnog zijn er echter geen aanwijzingen dat investeringen van SWF's door politieke motieven worden gedreven. Zolang investeringen primair gedreven worden door financieel-economische motieven, brengen deze belangrijke baten met zich mee voor zowel het land van herkomst als het ontvangende land.

2.1.1 De voordelen van vrij verkeer van kapitaal

Als open economie profiteert Nederland in sterke mate van zowel handel als investeringen uit het buitenland, zowel in termen van werkgelegenheid als welvaart. SWF's zijn in eerste plaats dan ook een belangrijke bron van kapitaal voor ontvangende landen. Hierbij gaat het over kapitaal dat grotendeels is opgebracht door westerse landen, via import van goederen en grondstoffen (olie). Dit vloeit dus terug naar landen die het kapitaal in eerste instantie hebben opgebracht en wordt daar weer productief aangewend. Voor ontvangende landen is een aantrekkelijk investeringsklimaat een belangrijke voorwaarde om te kunnen profiteren van deze investeringen. Een voorbeeld hiervan is dat de Britse premier Brown bij zijn staatsbezoek aan China het Chinese staatsfonds CIC heeft uitgenodigd om zich in Londen te vestigen. Hiermee zou de toegang van Britse bedrijven tot het Chinese fondskapitaal worden vereenvoudigd.

Aanvullend geldt dat door het bestaan van SWF's nu meer dan voorheen buiten de eigen regio en meer gespreid wordt geïnvesteerd. Hierdoor ligt het (risicogewogen) rendement op kapitaal ook hoger. Dit draagt bij aan een mondiaal efficiënte allocatie van besparingen en investeringen. De SWF-landen zelf zijn dan ook gebaat bij internationale diversificatie van hun gelden. Niet alleen de Nederlandse economie, maar ook de landen met een SWF zijn daarom gebaat bij vrij verkeer van kapitaal. Dit impliceert dat een eventuele protectionistische tegenreactie (tegen SWF's) omvangrijke kosten met zich meebrengt, niet alleen Nederland, maar ook voor de SWF-landen zelf, omdat dit de investerings- en beleggingsmogelijkheden voor SWF's zal beperken.

2.1.2 Toegang tot buitenlandse markten

Investerings van SWF's in Nederlandse bedrijven kunnen ook leiden tot nieuwe mogelijkheden voor Nederlandse bedrijven in termen van toegang tot de (vaak moeilijk bereikbare) thuismarkten van SWF's. Door SWF's toe te laten op de Nederlandse markt kunnen Nederlandse bedrijven betere toegang krijgen op buitenlandse markten.

2.1.3 Financiële stabiliteit

Gegeven het tot nu toe geobserveerde gedrag van SWF's, kan de aanwezigheid van deze partijen daarnaast gunstig uitwerken op de financiële stabiliteit (zoals aangegeven in paragraaf 1.3.4):

- SWF's hanteren vaak een *lange beleggingshorizon*. Dit brengt rust op de financiële markten. Een concreet voorbeeld is de rol van SWF's bij de huidige onrust op de financiële markten. SWF's hebben hier voor kapitaalinjecties gezorgd bij enkele grote zakenbanken. Daarnaast blijken SWF's zich vooral te gedragen als professionele aandeelhouders en kunnen daarom worden aangemerkt als goede «monitors».
- SWF's maken *zeer beperkt gebruik van omvangrijke schuldhefboomwerking (leverage)*, d.w.z. investeren met geleend vermogen. Deze fondsen bleken in de recente kredietcrisis dan ook stabiele aandeel-

houders te zijn, hetgeen positief uitwerkt op de rust op de financiële markten.¹

- SWF's kunnen bijdragen aan een *meer gespreide belegging* van internationale reserves. SWF's hebben een breder investeringsmandaat en helpen door meer gespreid te investeren de negatieve effecten van de sterke groei van de internationale liquiditeit te beperken.

Het is te verwachten dat de opkomst van SWF's zal leiden tot een (geleidelijke) beweging uit vooral Amerikaans staatspapier naar risicovollere activa, zoals aandelen en bedrijfsobligaties. De behoefte van SWF's aan risicovollere activa² kan de prijzen van deze activa opdrijven en de rendementen onder druk zetten. Hier staat tegenover dat het rendement op risicovrij staatspapier relatief zal stijgen, wanneer de vraag naar dit papier afneemt³. Een toenemend belang van SWF's op de financiële markten kan er ook toe leiden dat zij – door hun omvang – de financiële markten verstoren, indien zij abrupt hun beleggingsstrategie zouden veranderen. Dit geldt echter in gelijke mate voor andere grote (private) marktpartijen. Voor de financiële stabiliteit hebben al deze verschuivingen naar verwachting weinig gevolgen.

Een abrupte verandering van beleggingsstrategie door SWF's kan voor de betrokken buitenlandse overheden ook leiden tot substantiële kosten. Wanneer China bijvoorbeeld een substantieel gedeelte van haar Amerikaanse overheidsobligaties – naar schatting \$ 900 mld – via SWF's herinvesteert in Europese bedrijven, heeft dat een drukkend effect op de dollar en de waarde van Amerikaanse obligaties. Daarom zal het voor China niet mogelijk zijn om grote volumes Amerikaanse obligaties te verkopen zonder vermogensverlies te lijden.

Voor de financiële stabiliteit is de beperkte transparantie van sommige SWF's wel een aandachtspunt. Verscheidene SWF's geven niet of nauwelijks openheid over hun aansturing, intenties en investeringsactiviteiten. Financiële markten hebben hierdoor weinig zicht op hun beleggingsbeleid. Onduidelijkheid over de motieven en het gedrag van deze fondsen kan leiden tot mogelijk onjuiste verwachtingen van marktpartijen over deze fondsen. Dit kan leiden tot marktverstoringen en – wanneer informatie over deze fondsen bekend wordt gemaakt die afwijkt van de verwachtingen – tot toenemende volatiliteit op financiële markten.

2.2 Potentiële risico's

De perceptie van risico's van SWF's wordt beïnvloed door hun groeiende omvang, de beperkte transparantie en het feit dat sommige in handen zijn van niet-westerse overheden met andere politieke overtuigingen (waaronder andere opvattingen over de rol van de overheid in de economie). Deze risico's kunnen zich voordoen wanneer SWF's andere dan louter financiële motieven hebben. Immers, als zij financiële motieven hebben vertonen SWF's geen andersoortig gedrag dan andere aandeelhouders of investeerders.

Hier wordt bezien welke risico's SWF's in potentie met zich mee kunnen brengen. Speciale aandacht gaat daarbij uit naar die risico's die in het publieke debat de meeste aandacht krijgen. Dit betreft investeringen van SWF's in zogenoemde strategische sectoren waar publieke belangen een grote rol spelen dan wel in grote individuele bedrijven met belangrijke uitstralingseffecten voor de Nederlandse economie. Ingegaan zal worden op specifieke risico's van SWF's, met name het risico op mogelijke politieke motieven. Een groot deel van de zorgen over SWF's gaat namelijk in zijn algemeenheid over het gedrag van buitenlandse partijen, dan wel de overname van «Nederlandse» ondernemingen door buitenlandse inves-

¹ Olivier Jeanne, *International Reserves in Emerging Market Countries*, IMF Brookings Papers on Economic Activity, 1:2007.

² Deutsche Bank heeft geraamd dat in de komende vijf jaar asset-allocatie van SWF's kan leiden tot een bruto kapitaalinstroom in de mondiale aandelenmarkt t.w.v. \$ 1 000 mld, en \$ 1 500 mld, in de mondiale obligatiemarkt.

³ Volgens een ruwe schatting van Morgan Stanley kunnen door de opkomst van SWF's de risicopremies op aandelen over tien jaar met zo'n 80 tot 110 basispunten dalen. Hier staat tegenover dat het rendement op risicovrij staatspapier relatief zal stijgen. De schattingen van Morgan Stanley laten zien dat de risicopremies op de veilige staatsobligaties in dezelfde periode, met zo'n 30 tot 40 basispunten zullen stijgen (bron: D. Miles en S. Jen, *Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices*, Morgan Stanley, mei 2007).

teerders. In deze notitie ligt echter de nadruk op specifieke aandachtspunten van SWF's.

Drie soorten risico's

Er zijn drie soorten risico's die potentieel voort kunnen komen uit afwijkende motieven van SWF's: geopolitieke, veiligheids- of industriepolitieke risico's.

- *(Geo-)politiek risico: vijandige actie en geopolitieke overwegingen.*

De mogelijkheid bestaat dat buitenlandse overheden SWF's hanteren als een politiek instrument. Een SWF kan via opgebouwde belangen in bedrijven pogen de belangen van een buitenlandse overheid te behartigen. Het specifieke bedrijf waarin een belang wordt genomen is niet zozeer relevant, als wel de mogelijkheid om via deelnemingen druk uit te oefenen op de overheid of consumenten in een ander land. De zeggenschap werkt in dat geval als een machtsmiddel. Een voorbeeld is dat een SWF investeert in een land om *goodwill* op te bouwen, met als doel om in de toekomst te kunnen rekenen op (de politieke of financiële) steun. De Chinese motieven om te investeren in Afrika zijn niet geheel helder, maar het is aannemelijk dat het hier gaat om investeringen met geopolitieke bedoelingen. In een uiterst geval kan een dergelijk machtsmiddel als vijandig instrument worden ingezet.¹

Voorwaarde om effectief te zijn als machtsmiddel is dat een SWF beschikt over een dominante positie/zeggenschap in een bedrijf of sector waarmee voor de consument een afhankelijkheidsrelatie bestaat. Dit is alleen mogelijk wanneer er sprake is van onvoldoende substitutiemogelijkheden en de mogelijkheid bestaat om overwegende zeggenschap te verkrijgen.

Het gebruik van een SWF voor politieke doeleinden is overigens niet altijd in het eigen belang van het desbetreffende land. Ten eerste zal niet-marktconform opereren directe kosten met zich meebrengen. Er zijn mogelijk ook indirecte kosten als gevolg van politieke reputatieschade voor het land in kwestie.

- *Veiligheidsrisico: toegang tot kennis en informatie*

Informatie in handen van SWF's kan mogelijk schadelijk zijn wanneer het gaat om:

- *Kennis die relevant is voor de nationale veiligheid:* SWF's zouden mogelijk belangen kunnen opbouwen in bedrijfstakken die een belangrijke rol spelen voor de nationale veiligheid, met als doel het verwerven van kennis op dit gebied. Vanwege de mogelijke politieke motieven kunnen SWF's – vanwege het overheidseigendom mogelijk eerder dan andere investeerders – staatsvertrouwelijke kennis overhevelen naar hun thuisland. Hierdoor kan mogelijk de veiligheid van Nederland of van andere landen in het geding komen.
- *Schaden van regels rond patenten:* Een buitenlandse overheid kan gepatenteerde kennis verkrijgen door direct een prijs voor dit patent te betalen, dan wel indirect door een bedrijf op te kopen dat over deze kennis beschikt. Dit is alleen schadelijk wanneer hierbij wetten en regels rond patenten niet worden nageleefd. De gevolgen van het beschikken over deze kennis door een SWF dan wel een private partij zijn echter in grote mate vergelijkbaar.

¹ Stephanie Kleine-Ahlbrandt en Andrew Small, *China's New Dictatorship Diplomacy*, in: *Foreign Affairs*, jan/feb 2008. De auteurs beschouwen de (politieke) rol van China in Afrika over een langere periode en constateren dat China zich steeds meer als partner van westerse landen kritisch opstelt ten aanzien van Afrikaanse regimes.

Waar het gaat om algemene, niet-gepatenteerde kennis die niet relevant is voor de nationale veiligheid, brengt het veroveren van kennis door een SWF geen risico's met zich mee.

- *Industriepolitiek risico*

SWF's kunnen worden ingezet als een instrument van industriepolitiek om

(binnenlandse) economische doelen van hun thuisland te bereiken. Dit kan bijvoorbeeld door het versterken van de economische machtspositie in een bepaalde sector of door het verkrijgen van toegang tot bijvoorbeeld grondstoffen.¹ Zo investeert China momenteel fors in Afrika en Latijns Amerika, met het doel om hiermee de toegang tot grondstoffen in de toekomst veilig te stellen. Een ander voorbeeld is dat binnen Europa een discussie gaande is over de ruimte die Rusland krijgt om deel te nemen in de productie en distributie van met name gas. De situatie waarin Rusland zowel grote gasvoorraden bezit (in eigen land) en zeggenschap heeft over de distributie (in Europa) wordt gezien als potentieel problematisch. Reden is dat Rusland met het verwerven van deelnemingen in gasnetwerken mogelijk te veel marktmacht verwerft (waarbij ook relevant is of dit met staatssteun gebeurt). Misbruik van marktmacht kan leiden tot hoge prijzen en minder leveringszekerheid. Omgekeerd geldt uiteraard dat Rusland wat gasinkomsten betreft afhankelijk wordt van Europa.

In principe kan iedere (markt-)partij met marktmacht deze (actief dan wel passief) misbruiken, met alle negatieve gevolgen van dien. Dit risico is wellicht groter bij SWF's aangezien:

- niet altijd duidelijk is in hoeverre (sommige) SWF's *afrekenbare rendementsdoelstellingen* hanteren. De disciplinerende werking voor efficiënt presteren of opereren als aandeelhouder voor SWF's is daarmee mogelijk beperkter.
- SWF's een *langere tijdshorizon* hanteren voor het behalen van rendement waardoor zij – in combinatie met de in sommige gevallen omvangrijke financiële middelen en beperkt afrekenbare doelstellingen – zich mogelijk beter dan andere partijen negatieve financieel-economische resultaten kunnen permitteren (bijvoorbeeld: een bedrijf opkopen en vervolgens «verwaarlozen» omwille van de positie van een bedrijf in het eigen land dat vergelijkbare producten maakt).

2.3 In welke sectoren kunnen publieke belangen in het geding zijn?

De risico's van het verwerven van een dominante positie zijn met name aan de orde als hiermee Nederlandse publieke belangen in het geding komen. Indien deze risico's zich zouden voordoen, is het de taak van de overheid om de publieke belangen te bewaken. Het is daarbij wel de vraag *welke* belangen de overheid moet bewaken. Niet in alle sectoren spelen publieke belangen een even grote rol; daarmee verschilt ook de rol van de overheid in verschillende sectoren². Hier wordt geïnventariseerd in welke type sectoren publieke belangen eventueel in het geding kunnen zijn.

De mate waarin publieke belangen in een bepaalde sector in het geding kunnen zijn, is afhankelijk van de volgende drie criteria:

- de omvang van het belang en de mate van zeggenschap die een partij heeft in *een onderneming*;
- het type product/productiefaciliteit (gevoelige kennis, basisbehoefte, nationale veiligheid);
- substitutiemogelijkheden op de markt (concurrentieverstorend, voorzieningszekerheid).

Indien het gaat om basisbehoeften of om producten die de nationale veiligheid raken, zou een SWF in potentie via ongewenst gedrag publieke belangen kunnen schaden. Immers, als dit bedrijf de productie stopzet of onvoldoende onderhoud pleegt, kan de voorzieningszekerheid in gevaar komen en het bedrijf verworden tot een instrument om invloed uit te oefenen. Dit risico zal zich niet voordoen wanneer er voldoende substitutiemogelijkheden voor dit product bestaan, ook al gaat het om een basisbehoefte of veiligheidsgevoelig product. Concurrentie zorgt er

¹ Het verschil met geopolitieke invloed is niet altijd scherp te trekken, omdat economische macht en politieke macht vaak dicht bij elkaar liggen. Economische macht kan ook een middel zijn ter verwerving van politieke macht.

² Publieke belangen kunnen worden omschreven als algemene belangen waarvan niet zeker is dat die «als vanzelf» geborgd worden (WRR, 2000, Het borgen van publiek belang, Den Haag: Sdu). Zo is in het klassieke voorbeeld de broodvoorziening wel een algemeen belang, maar geen publiek belang. Er is in een moderne markteconomie geen reden waarom een overheid zich met broodbakken zou bezig houden.

immers voor dat de invloed minder effectief zal zijn, omdat consumenten en andere afnemers/toeleveranciers een alternatief hebben. Naast de kenmerken van het product is de mate van mededinging dus van belang.

Aan de hand van deze overwegingen kan per sector worden gezien hoe groot de potentiële risico's zijn. Er bestaat geen «officiële» definitie van strategische sectoren, maar in de Nederlandse context omvat dit doorgaans: energie, post, elektronische communicatie, watervoorziening en waterschappen, transport, media en defensie en veiligheid. Ook de financiële sector wordt hier vaak toe gerekend. Het volgende hoofdstuk bevat een nadere analyse in hoeverre in deze sectoren de potentiële risico's zich – gegeven bestaand overheidsbeleid – kunnen vertalen in daadwerkelijke risico's.

2.4 Risico van verplaatsing van grote bedrijven

Naast sectorale risico's kan er sprake zijn van een risico indien SWF's een grote mate van zeggenschap verwerven in bedrijven die – uit hoofde van het uitvoeren van activiteiten met positieve externe (netwerk)effecten – van bijzondere betekenis voor Nederland zijn. In de maatschappelijke discussie is veel aandacht voor dit vraagstuk. Denk daarbij aan grote multinationals, waarbij naast nationale trots ook voor de economie de locatie van hoofdkantoren relevant is. Hoofdkantoren brengen namelijk een aantal externe effecten met zich mee, waaronder een grotere mate van (R&D) investeringen in het land waarin het hoofdkantoor gevestigd is (*home country bias*) en loopbaan- en ontwikkelingsmogelijkheden voor hoogopgeleid personeel.

Dat deze bedrijven Nederland als vestigingslocatie (blijven) kiezen is belangrijk en onderstreept het belang van een goed vestigingsklimaat. Op deze wijze kunnen activiteiten met grote toegevoegde waarde voor Nederland zo goed mogelijk worden behouden. De aandelen van deze bedrijven zijn voor het overgrote deel reeds in buitenlandse handen en de bedrijven opereren veelal ook op wereldschaal. Hoewel voor de welvaart in Nederland het niet direct relevant is of bedrijven in buitenlands eigendom zijn, kan een dominante eigendomspositie – *indien* zich dit ook vertaalt in navenante zeggenschap – wel in sommige gevallen een rol spelen bij investerings- en locatiebeslissingen van hoofdkantoren en R&D-activiteiten. De locatie van deze bedrijven is daardoor voor de gehele economie van belang. De vestigingslocatie bepaalt vaak waar investeringen plaatsvinden, waar (nieuwe) banen zijn, waar geïnoveerd wordt en waar belasting wordt betaald. Indien de zeggenschap van buitenlandse investeerders (waaronder SWF's) er toe zou leiden dat de met dit bedrijf verwante investeringen en activiteiten Nederland verlaten, leidt dit tot economische schade. In hoeverre dit risico zich daadwerkelijk voordoet, hangt met name af van de kwaliteit van het vestigingsklimaat voor deze bedrijven. Hierdoor is er een rol voor de overheid om zorg te dragen voor een aantrekkelijk vestigingsklimaat. Voor kleinere bedrijven zonder genoemde positieve externe (netwerk-)effecten gelden deze overwegingen in veel mindere mate. Bij kleine spelers in sectoren met weinig publieke belangen zijn alle risico's (voor zowel de Nederlandse economie als de publieke belangen) praktisch verwaarloosbaar.

2.5 Conclusie

De potentiële risico's die SWF's met zich meebrengen hebben veel te maken met de mogelijke motieven van de overheden achter de SWF's. Wat betreft het gedrag van deze fondsen is in hoofdstuk 1 naar voren gekomen dat er vooralsnog geen aanwijzingen zijn dat SWF's in het verleden vanuit andere dan financieel-economische motieven hebben

geïnvesteed in westerse landen of dat momenteel doen. We kunnen constateren dat het *feitelijk* opereren van SWF's in westerse landen *tot nu toe* belangrijke economische baten voor Nederland biedt, dan wel kan bieden. Sterker nog: SWF's blijken in het algemeen stabiele aandeelhouders gericht op de lange termijn. Zij dragen daarmee bij aan de mondiale financiële stabiliteit en een efficiënte allocatie van bestaande betalingsbalansoverschotten. Bovendien biedt een toenemende internationale verwevenheid kansen voor Nederlandse bedrijven en instellingen om actief te worden op veelal moeilijk toegankelijke thuismarkten elders. Nederland heeft veel bedrijven en instellingen die deze kansen willen benutten. Anders gezegd, een discussie over SWF's die leidt tot ongericht protectionisme gaat ten koste van onze welvaart en werkgelegenheid. Op deze afruil zal de belangenafweging zich dus moeten richten.

Deze positieve ervaringen gelden op basis van ervaringen uit het verleden. De intenties en het feitelijk gedrag van SWF's tot nu toe bieden echter geen garanties voor de toekomst. Indien SWF's *wel* als verlengde van een overheid worden aangespoord om te investeren vanuit andere dan financieel-economische overwegingen, zijn er mogelijk risico's voor publieke belangen. Het kan daarbij gaan om politiek risico (vijandige actie en geopolitieke overwegingen), en/of kennis- en veiligheidsrisico (de kans om gevoelige kennis te vergaren) en/of industriepolitiek risico (voeren van industriepolitiek of hanteren van andere investeringsstrategie).

Deze risico's kunnen zich (in verschillende mate) vertalen in risico's voor de publieke belangen in zogenoemde strategische sectoren. In deze sectoren kunnen bij een tekortschietend overheidsbeleid Nederlandse publieke belangen in het geding zijn, omdat het (in meer of mindere mate) gaat om basisvoorzieningen of producten en diensten die cruciaal zijn voor de nationale veiligheid, waarbij mogelijk sprake is van beperkte mogelijkheden voor substitutie en potentieel kwetsbare productiefaciliteiten.

Naast risico's voor de publieke belangen in een bepaalde sector kan er sprake zijn van een risico indien SWF's een grote mate van zeggenschap verwerven in individuele bedrijven die – omdat deze bedrijven activiteiten uitvoeren met positieve externe (netwerk)effecten – van bijzondere betekenis voor Nederland zijn. Een sterk investerings-, innovatie- en vestigingsklimaat kan het risico op het wegtrekken van deze bedrijven in belangrijke mate verminderen.

Al met al is de conclusie dat er mogelijk risico's zijn wanneer SWF's niet louter vanuit financiële motieven opereren. Hiervoor zijn nog geen aanwijzingen. Bovendien wordt dit risico beperkt door reputatiekosten voor een SWF. Daarnaast is het zo dat het *feitelijk* gedrag van SWF's een uitkomst is van (eventueel politieke) *motieven* en de *mogelijkheid* om actie te ondernemen in lijn met die motieven. Die mogelijkheden worden echter beperkt door reeds bestaand overheidsbeleid. Echter, met het oog op het borgen van publieke belangen is het zaak dat de overheid ook kritisch beziet of risico's zich in de toekomst kunnen voordoen. De recente en te verwachten groei van SWF's, gebrekkige transparantie van sommige SWF's en toenemende zichtbaarheid in de financiële sector geven aanleiding tot alertheid. Daarom wordt in hoofdstuk 3 een analyse gegeven van de relevante regelgeving om de risico's te managen, met speciale aandacht voor de «strategische» sectoren en grote bedrijven met (positieve) netwerk-effecten.

HOOFDSTUK 3. BELEIDSRESPONS

De voorgaande hoofdstukken bevatten een inventarisatie van feiten en van de baten en risico's van SWF's. De bevindingen zijn dat het feitelijk opereren van SWF's in westerse landen tot nu toe belangrijke economische baten voor Nederland biedt, dan wel kan bieden. Er zijn voortsnog geen aanwijzingen dat SWF's in het verleden vanuit andere dan financieel-economische motieven hebben geïnvesteerd in westerse landen of dat nu doen. Dit biedt echter geen garantie voor de toekomst.

Naast belangrijke baten, is in hoofdstuk 2 ook een aantal belangrijke aandachtspunten gesignaleerd. Het gaat dan om onderliggende oorzaken als betalingsbalansonevenwichtigheden en gebrekkige transparantie, de gevolgen van dat (geo)politieke-, veiligheids- en kennisrisico's voor publieke belangen en het belang van vestigingsklimaat. De vraag in dit hoofdstuk is hoe beleidsmatig om te gaan met deze aandachtspunten met het oog op de belangen van bedrijven en burgers.

Hoewel van origine niet specifiek gericht op SWF's beschikt de overheid reeds over veel bestaande en overwegend generieke instrumenten. De beleidsrespons voor het reduceren van de SWF-gerelateerde risico's richt zich in veel gevallen dan ook in bredere zin op het gedrag van aandeelhouders, op bewaking van publieke belangen en op de zorg voor een sterke economie. Het kabinet blijft alert op veranderingen die kunnen optreden in het gedrag van SWF's en de consequenties daarvan voor Nederland. Daarom neemt het kabinet aanvullende maatregelen om de (toekomstige) risico's verbonden aan SWF's zo efficiënt mogelijk te beheersen.

Uitgangspunt bij aanvullende beleidsmaatregelen is dat het open karakter van de Nederlandse economie ons veel welvaart en werkgelegenheid brengt. Daarnaast moeten deze maatregelen vanzelfsprekend passen binnen de Europese wet- en regelgeving. De hieronder genoemde aanscherpingen van het beleid passen binnen deze uitgangspunten en zijn erop gericht nog beter klaar te zijn voor eventuele toekomstige risico's.

Gegeven de genoemde aandachtspunten, kiest het kabinet voor de volgende beleidsinzet om: onderliggende oorzaken te adresseren (1 en 2), vestigingsklimaat te bewaken (4) en publieke belangen te borgen (3 en 5):

1. *Vermindering van betalingsbalansonevenwichtigheden:* Deze betalingsbalansonevenwichtigheden zijn deels de onderliggende oorzaak zijn van de groei van SWF's. Deze kunnen een probleem vormen voor de financiële stabiliteit. Meer wisselkoersflexibiliteit en een vermindering van het dubbele tekort van de VS kunnen deze onevenwichtigheden reduceren. Dit vergt een internationale aanpak.
2. *Mondiale inzet op meer transparantie en een aanscherping van nationaal beleid gericht op transparant aandeelhouderschap:* Beperkte transparantie bemoeilijkt het om de activiteiten en intenties van SWF's te beoordelen en kan daarom resulteren in een protectionistische tegenreactie. Onbekend maakt al snel onbemind. Daarnaast kan het schadelijk zijn voor de financiële stabiliteit. Het kabinet heeft recent al gekozen voor een aanscherping van de eisen ten aanzien van corporate governance. Daarnaast ze dit kabinet op mondiaal niveau in op meer transparantie en een gedragscode voor SWF's.
3. *Borgen van publieke belangen in strategische sectoren:* Politiek gemotiveerde investeringen door SWF's in de toekomst zijn niet uit te sluiten. Het risico voor publieke belangen kan zich met name voordoen in eerder genoemde strategische sectoren. In aanvulling op generiek beleid, kan specifiek aanvullend beleid gericht op het borgen van publieke belangen in specifieke sectoren deze risico's verminderen.

4. *Een aantrekkelijk vestigingsklimaat:* Een goed investerings-, innovatie- en vestigingsklimaat is van groot belang om (hoogwaardige) productie en hoofdkantoren voor Nederland te behouden. De gevolgen van ontwikkelingen in de wereldeconomie op de werkgelegenheid en productie in Nederland – inclusief netwerkeffecten – worden met name bepaald door de locatie van belangrijke economische activiteiten.
5. *Studie naar wenselijkheid en mogelijkheid van een toetsingsprocedure naar Brits model.* Het kabinet wil nader bezien in hoeverre elementen uit het Britse toetsingsmodel in de mededingingswetgeving een goede aanvulling zijn op de bestaande instrumenten. Daarbij moet duidelijk worden of dit model voor Nederland meerwaarde heeft en wat de beperkingen en risico's zijn.

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op deze vijf beleidslijnen. Hierbij wordt het huidige beleid besproken en aangegeven waar aanvullend beleid wenselijk en mogelijk is.

3.1 Verminderen betalingsbalansonevenwichtigheden

Betalingsbalansoverschotten, in combinatie met een vast wisselkoersbeleid, vormen een belangrijke voedingsbron van SWF's. Hoewel het desbetreffende vermogen nog slechts eenderde uitmaakt van het totale SWF-vermogen, komt de verwachte groei van SWF's vooral voor rekening van fondsen gevoed door betalingsbalansoverschotten. Deze onevenwichtigheden kunnen bij een onordelijke correctie een probleem vormen voor de financiële stabiliteit.

SWF's dragen al bij aan een vermindering van deze mondiale onevenwichtigheden. Diversificatie vanuit Amerikaanse overheidsobligaties naar meer risicodragend vermogen zorgt voor een toename van de risicovrije rente: hierdoor kunnen zowel publieke als private besparingen in de VS toenemen, waardoor het Amerikaanse tekort op de lopende rekening kan afnemen. Een vermindering van wereldwijde betalingsbalansonevenwichtigheden kan verder bijdragen aan een verbetering van de mondiale financiële stabiliteit.

Dit vereist een mondiale aanpak. Belangrijke oorzaken van de onevenwichtigheden zijn namelijk het wisselkoersbeleid van China en het begrotingsbeleid van de Verenigde Staten. Via het IMF-lidmaatschap hebben landen (waaronder landen met een SWF) zich gecommitteerd bij te dragen aan de mondiale financiële stabiliteit. Binnen het IMF zijn al maatregelen overeengekomen om deze onevenwichtigheden te adresseren. Zo moeten de VS meer gaan besparen om het grote tekort op de lopende rekening te beperken, moeten Japan en het Eurogebied meer structurele hervormingen doorvoeren en is afgesproken dat China haar wisselkoers flexibiliseert. De naleving van deze maatregelen maakt nu deel uit van de reguliere bilaterale *surveillance* door het IMF. Voor wat betreft het wisselkoersbeleid van China geldt dat het land in juli 2005 is overgegaan van een vaste koppeling aan de dollar naar een koppeling aan een mandje van valuta's. Sindsdien is de Chinese munt nominaal 14% geapprecieerd ten opzichte van de dollar. Op dit moment wordt door de G7 en bilateraal door de VS en de EU aangedrongen op een snellere appreciatie. Het kabinet zet in internationale fora actief in op deze zaken.

3.2 Gedrag en transparantie

Veel wet- en regelgeving stelt eisen aan het gedrag en de transparantie van een SWF als aandeelhouder en marktspeeler. Veel zorgen over het gedrag van SWF's doen zich voor doordat sommige overheden met een SWF mogelijk een andere opvatting hebben over bijvoorbeeld de rol van

de overheid in de economie en over democratie. Belangrijk is echter te realiseren dat ook deze overheden zich – wanneer zij met een SWF investeren in Nederland – moeten houden aan de hier geldende wetten en regels.

In het navolgende worden de belangrijkste eisen aan transparantie en gedrag besproken:

- het financiële toezichtrecht stelt eisen aan de transparantie van aandeelhouders;
- het ondernemingsrecht geeft de voorwaarden aan waaronder aandeelhouders invloed uit kunnen oefenen op de strategie van een onderneming;
- het mededingingsrecht legt beperkingen op aan grote concentraties in een markt.

Dit draagt bij aan het mitigeren van de risico's van SWF's. Aanvullend hierop pleit dit kabinet voor een gedragscode, welke verdere eisen aan het gedrag en de transparantie van SWF's kan stellen.

3.2.1 Financiële toezichtswetgeving: transparantie en intenties van de aandeelhouder

De Wet op het financieel toezicht regelt dat aandeelhouders boven een zekere drempelwaarde zich moeten melden bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Als gevolg hiervan kan een ieder nagaan wie de aandeelhouders zijn en hoe groot hun zeggenschap of kapitaalbelang is. Deze regelgeving geldt enkel voor zeggenschap en/of kapitaalbelang in *beursgenoteerde* ondernemingen. Het conceptwetsvoorstel naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code scherpt deze regels aan om voorspelbaar en transparant aandeelhouderchap te vergroten. Deze maatregelen zijn uiteraard ook van toepassing wanneer SWF's aandeelhouder zijn:

- Een investeerder moet een *melding* doen bij de AFM wanneer zijn zeggenschap (stemmen) of kapitaalbelang in beursvennootschappen een drempelwaarde bereikt, over- of onderschrijft. De eerste drempelwaarde is vijf procent. In het conceptwetsvoorstel wordt voorgesteld om de eerste drempelwaarde naar drie procent te verlagen. Dat betekent dat de identiteit van investeerders in een eerder stadium openbaar worden.
- Ook wordt een regeling voor de *identificatie van aandeelhouders* voorgesteld in de Wet giraal effectenverkeer. De voorgestelde regeling stelt beursgenoteerde ondernemingen in staat de identiteit van haar aandeelhouders te achterhalen.
- In het genoemde conceptwetsvoorstel wordt ook een regeling voor *melding van intenties* voorgesteld. Deze regeling zal onderdeel gaan uitmaken van de regeling van melding van zeggenschap. Het voorstel is dat een investeerder vanaf een bepaald belang en in geval van bijzondere zeggenschapsrechten zijn intenties aan de AFM moet melden. Als gevolg hiervan zal (meer) duidelijkheid ontstaan omtrent de bedoelingen van aandeelhouders (waaronder SWF's). Zichtbaar zal zijn welke aandeelhouders enkel investeren vanuit financiële overwegingen en welke aandeelhouders (mede) voornemens zijn om bijvoorbeeld de strategie van de onderneming te beïnvloeden, fusies of samenwerkingsverbanden aan te gaan of bedrijfsonderdelen af te stoten.
- Tot slot wordt een *verhoging van de drempel voor het agenderingsrecht* van 1% naar 3% in het Burgerlijk Wetboek voorgesteld. Reden voor deze verhoging is dat met een relatief klein percentage van de stemmen aandeelhouders – eventueel dus ook SWF's – een grote invloed kunnen uitoefenen op de besluitvorming in de AVA.

3.2.2 Ondernemingsrecht: invloed aandeelhouders op strategie

De mate waarin aandeelhouders invloed uit kunnen oefenen op de strategie van een onderneming neemt toe naarmate het aandelenbelang met zeggenschap toeneemt. Twee manieren om dit te doen zijn statutenwijzigingen en aanpassingen in beleid door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) binnen de wetten en statuten.

Wijziging statuten

Statuten die de doelomschrijving bevatten, vormen het fundament waarop de onderneming is gebouwd. Een mogelijke statutenwijziging zou vanuit politieke overwegingen dan ook een rol kunnen spelen. De wet schrijft dwingend voor dat de bevoegdheid tot wijziging van de statuten bij de AVA berust en dat statutenwijzigingen worden genomen met *minimaal een gewone meerderheid* van de uitgebrachte stemmen, tenzij de statuten een grotere meerderheid voorschrijft.

Invloed op beleid binnen statuten

In de wet wordt bepaald dat aan de AVA, binnen de grenzen van de wet en statuten, alle bevoegdheid toekomt die niet aan het bestuur of de RvC is toegekend:

- Voor bepaalde belangrijke bestuursbesluiten is goedkeuring door de AVA nodig, zoals de benoeming van bestuurders/commissarissen. Indien er sprake is van een structuurvennootschap geschiedt de benoeming door de Commissarissen in plaats van door de AVA. Het benodigde percentage stemmen om AVA te domineren is afhankelijk van het opkomstpercentage en van de vereiste meerderheid (gewone of gekwalificeerde meerderheid).
- Voor de uitoefening van bepaalde aandeelhoudersrechten zijn minimumpercentages vereist (agendering, bijeenroeping AVA, enquête-recht). Het benodigde percentage voor het agenderingsrecht wordt zoals eerder aangegeven verhoogd van 1% naar 3%.

In het algemeen kan worden gesteld dat voor een grote mate van invloed op het beleid een relatief grote mate van aandelenbezit (zeggenschap) vereist is dan wel medewerking van andere aandeelhouders. Er is een (variërend) groot belang nodig om een AVA te kunnen domineren.

3.2.3 Mededingingsrecht: voorkomen van ongewenste concentraties

Bij de concentratiecontrole wordt getoetst of een voorgenomen concentratie ertoe leidt dat een economische machtspositie kan ontstaan of wordt versterkt die tot gevolg heeft dat een daadwerkelijke mededinging op de (Nederlandse of Gemeenschappelijke) markt of een deel daarvan op significante wijze wordt belemmerd. Er geldt allereerst een meldingsplicht voor alle voorgenomen concentraties binnen Nederland en Europa van ondernemingen die aan een bepaald omzetcriterium voldoen¹. Naar aanleiding van de melding van een voorgenomen concentratie, kan de NMa respectievelijk de Europese Commissie (EC) besluiten dat de betrokken ondernemingen toestemming nodig hebben voor een voorgenomen concentratie.

Concentratiecontrole is onder meer van toepassing bij verschillende vormen van het direct of indirect verkrijgen van zeggenschap door (1) één of meer (rechts)personen die al zeggenschap hebben over ten minste een andere onderneming, of door (2) een of meer ondernemingen over een of meer andere ondernemingen of delen daarvan door middel van verwerving van participaties in het kapitaal of vermogensbestanddelen, bij overeenkomst of op elke andere wijze. Er is sprake van zeggenschap indien de investeerder in de feitelijke situatie een beslissende invloed kan uitoe-

¹ Een concentratie heeft in ieder geval een communautaire dimensie (EC is bevoegd) indien er sprake is van een wereldwijde omzet van alle betrokken ondernemingen van meer dan € 5 mld en ten minste twee van de betrokken ondernemingen elk afzonderlijk een totale omzet hebben van meer dan € 250 mln. Een concentratie komt voor melding bij de NMa in aanmerking indien de gezamenlijke omzet van de betrokken ondernemingen groter is dan € 113 450 000,-, waarvan door ten minste twee betrokken ondernemingen ieder ten minste € 30 mln. in NL is behaald.

fenen over de onderneming. De NMa respectievelijk de EC bekijkt op individuele basis of hiervan sprake is. Door middel van concentratiecontrole kunnen overnames worden voorkomen die leiden tot economische machtsposities en met als gevolg dat de mededinging op de Nederlandse markt – of een deel daarvan – respectievelijk de gemeenschappelijke markt op een significante wijze wordt belemmerd.

SWF's nemen tot op dit moment slechts in beperkte mate zeggenschapsposities in. In veel gevallen is er daarom geen sprake van een concentratie die meldingsplichtig is bij de NMa. Wanneer dit wel het geval is, wordt vervolgens getoetst of de voorgenomen concentratie de marktwerking sterk belemmert. Afhankelijk van het antwoord op de vraag of de concentratie een economische machtspositie oplevert die tot gevolg heeft dat de daadwerkelijke mededinging op de markt of een gedeelte daarvan op significante wijze wordt beperkt, kan toestemming voor een voorgenomen concentratie worden geweigerd. Overigens is daarbij van belang om op te merken dat er ook uitzonderingen op de concentratiecontrole bestaan, bijvoorbeeld voor bepaalde soorten investeerders¹. Naast de concentratiecontrole biedt mededingingswetgeving ook de mogelijkheid om te beschermen tegen kartelvorming en misbruik van economische machtsposities.

3.2.4 Beschermingsconstructies: voorkomen ongewenste overnames

Binnen de huidige wetgeving kunnen beursgenoteerde ondernemingen gebruik maken van juridische constructies die bescherming kunnen bieden tegen ongewenste overnames. Bedrijven besluiten zelf om deze maatregelen al dan niet te gebruiken. De bestaande maatregelen zijn:

- *Preferente aandelen* (ook wel *beschermingsprefs* genoemd): Dit zijn aandelen waaraan voor de bezitter bijzondere rechten zijn verbonden. Door bij een dreigende overname zeer veel preferente aandelen uit te geven aan een bevriende partij (veelal een stichting) kan de zeggenschap van de overnemer worden geneutraliseerd. De overnemer verkrijgt dan niet de meerderheid om in de algemene vergadering van aandeelhouders zijn wensen door te kunnen zetten.
- *Prioriteitsaandeel*: Aandeel dat de bezitter bijzondere zeggenschapsrechten geeft. Een onderneming mag verschillende soorten aandelen hebben en daaraan eigen grotere zeggenschapsrechten koppelen.
- *Certificering*: Bij certificering is een administratiekantoor de officiële aandeelhouder. Het AK geeft vervolgens certificaten van aandelen uit aan de uiteindelijke kapitaalverschaffers. Een certificaat geeft wel recht op een deel van de winst ofwel het dividend, maar biedt in beginsel geen stemrecht.

De toepassing van deze juridische constructies is afgenomen; in het bijzonder het gebruik van prioriteitsaandelen en certificering is in 2006 ten opzichte van 1992 gehalveerd. Tegelijkertijd zijn beschermingspreferente aandelen een constante en veelgebruikte bescherming tegen een ongewenste overname (in 2006: 60% van de fondsen)². Nederland biedt qua juridische beschermingsmogelijkheden niet minder (en vaak zelfs meer) mogelijkheden om beschermd te zijn dan in het buitenland. Tegelijkertijd zijn grote Nederlandse ondernemingen vanwege de feitelijke omstandigheden (internationale aandeelhouders, klanten en bestuurders) veel opener dan grote ondernemingen uit omliggende landen als Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk. Hierdoor kiezen Nederlandse bedrijven ervoor om zich niet (of minder) te beschermen. In het verleden speelde tevens de *Dutch discount* een rol; Nederlandse bedrijven zouden een lagere beurskoers hebben vanwege de beschermingsmaatregelen. Als gevolg van de beschermingsconstructies waren de aandeelhouders onvoldoende in staat om bestuurders scherp te houden en te stimuleren

¹ Zoals bijvoorbeeld in artikel 28, lid 1, sub a en c Mededingingswet (voor ondernemingen die beleggen in aandelen en hun stemrechten niet uitoefenen en participatiemaatschappijen).

² C. F. van der Elst, A. de Jong en M. J. G. C. Raaijmakers, *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de «kwetsbaarheid» van Nederlandse beursvennootschappen*. Onderzoeksrapport ten behoeve van de SER-Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur, 24 oktober 2007.

om maximale resultaten te behalen. Het verminderende gebruik – binnen dezelfde mogelijkheden tot gebruik – van deze constructies is daarmee te plaatsen binnen het geven van een grotere rol aan aandeelhouders, die bestuurders stimuleren om maximale resultaten te behalen.

3.2.5 Aanvullend: een gedragscode voor SWF's en het vergroten van transparantie

Het bovengenoemde beleid stelt belangrijke eisen aan transparantie en gedrag van SWF's. Toch acht het kabinet het zinvol dat de transparantie van SWF's verder wordt bevorderd. Het vergroten van inzicht in de aansturing, intenties en investeringsactiviteiten vereist een internationale aanpak. Ook bilaterale gesprekken met (landen met) SWF's kunnen benut worden om aandacht te besteden aan dit fenomeen.

Op internationaal niveau moet worden gewerkt aan een *gedragscode* voor SWF's. Dit kan betrekking hebben op elementen als transparantie over de aansturing en investeringsdoeleinden van SWF's en het beperken van de invloed van de overheid op de investeringsactiviteiten van SWF's. Een dergelijke gedragscode kan bijdragen aan het wegnemen van zorgen over het opereren van SWF's en kan voorkomen dat meer beperkende maatregelen voor SWF's worden afgekondigd.

De kosten van een dergelijke gedragscode zijn beperkt. Inzet op een gedragscode die de voordelen van investeringen van SWF's niet onnodig beperken, lijkt dan ook *no regret*. Nederland zet zich daarom in internationale fora actief in om te komen tot een gedragscode. De gouverneurs van het IMF hebben – mede op expliciet aandringen van Nederland – tijdens de jaarvergadering van het IMF op 20 oktober 2007 al ingezet op verhoogde transparantie voor SWF's.¹ Bij het IMF heeft hiertoe op 16 november 2007 een eerste rondetafelbijeenkomst plaatsgevonden. Door deze zaak aanhangig te maken tijdens de laatste jaarvergadering heeft Nederland hier een initiërende rol gehad. Uit de analyse in deze notitie en uit gesprekken met experts over het opereren van SWF's blijkt in het bijzonder de noodzaak om te komen tot meer transparantie over onder andere het beleggingsbeleid en intenties van SWF's. Een beperkte transparantie kan nadelige effecten hebben op de financiële stabiliteit en bevordert protectionistische tendensen. Het is dus zowel in het belang van de Nederlandse economie als van SWF's zelf om de transparantie te vergroten. Meer transparantie zou daarom onderdeel moeten zijn van een gedragscode.

Het vergroten van transparantie over aansturing en investeringsactiviteiten vereist een internationale aanpak. In internationale circuits als IMF, G7, OESO, Wereldbank en de EU bestaat al veel aandacht voor SWF's, hun activiteiten en het vergroten van transparantie. De Europese Commissie (EC) benadrukt ook de voordelen en legitieme bestaansrechten van SWF's in internationale gremia, maar zet ook in op het verzamelen van meer kennis rond het opereren van SWF's.² In de eerste helft van 2008 komt de EC met een mededeling over het opereren van SWF's. Al duidelijk is dat de Commissie SWF's meer als een mondiaal dan als een Europees fenomeen ziet, en dat de Commissie haar steun zal uitspreken voor lopende initiatieven van instellingen als het IMF en de OESO. Hiermee wordt de internationale consensus steeds breder.

Uit praktische ervaringen is bekend dat SWF's ook bereid zijn om meer transparantie te bieden ten aanzien van hun activiteiten om op die manier de toegang tot de westerse kapitaalmarkt veilig te stellen. Voor desbetreffende fondsen is echter vaak niet geheel helder in welke concrete acties zich dit moet vertalen. Dit vraagt om een dialoog met SWF's op zowel

¹ In het IMF Communiqué (20 oktober 2007) staat opgenomen: «The Committee also notes the growing importance of Sovereign Wealth Funds in international financial markets. While recognizing their positive role in enhancing market liquidity and financial resource allocation, the Committee welcomes the work by the IMF to analyze issues for investors and recipients of such flows, including a dialogue on identifying best practices. It stresses the importance of resisting protectionism and maintaining an open global financial system.»

² In het G-20 Communiqué (17/18 november 2007) staat opgenomen «We also noted the use of sovereign wealth funds to limit the pro-cyclicality of commodity-linked revenue and discussed more generally the challenge of ensuring such funds best serve their intended purpose. We agreed that SWF's are increasingly important participants in the international financial system and that our economies can benefit from openness to SWF investment flows. Coordinating fund spending with fiscal and monetary policy is also necessary. We would welcome further sharing of member countries' experience and insight on the management and operation of these funds; and we welcome the work by the IMF, World Bank and OECD to analyse issues for investors and recipients of such flows, including a dialogue on identifying best practices.»

bilateraal als mondiaal niveau, zoals tijdens de eerste ronde tafelbijkomst van het IMF op 16 november jl. In bilaterale contacten met deze overheden, bijvoorbeeld tijdens internationale handelsmissies, zal dit kabinet ook aandacht vragen voor het vergroten van de transparantie van SWF's.

3.3 Sectorale regelgeving en publiek aandeelhouderschap in de strategische sectoren

Politiek gemotiveerde investeringen van SWF's kunnen in de toekomst een risico vormen voor de publieke belangen in Nederland. Echter, in veel strategische sectoren kan dit risico zich niet voordoen, omdat de overheid aanvullende instrumenten heeft ingezet om dit te voorkomen. De belangrijkste instrumenten die de overheid heeft om publieke belangen te borgen, zijn publiek aandeelhouderschap, sectorale wet- en regelgeving en een (sectorspecifieke) toezichthouder. In deze paragraaf lopen we deze instrumenten langs voor de eerder in hoofdstuk 2 genoemde sectoren energie, post, elektronische communicatie, media, defensie en veiligheid, watervoorziening en waterschappen, transport en de financiële sector. In deze sectoren geldt (in verschillende mate) aanvullend overheidsbeleid gericht op het borgen van publieke belangen.

Staatsdeelnemingenbeleid beperkt mogelijkheid tot zeggenschap SWF's
Het vraagstuk hoe de publieke belangen in deze sectoren te borgen is een continu en dynamisch proces, waarin bezien wordt welke manier van overheidsingrijpen het meest geëigend is om de publieke belangen in deze sectoren te borgen. De discussie over SWF's is hierbij één van de overwegingen. De verschillende vormen van overheidsinterventie in deze sectoren beperken de speelruimte voor private partijen, maar ook voor SWF's.

Aangezien de Nederlandse overheid in sommige (delen van) sectoren 100% aandeelhouder is, kunnen SWF's en andere beleggers in deze bedrijven geen aandelen kopen dan wel zeggenschapsposities innemen. Uit tabel 4 blijkt dat het dan gaat om de energienetwerken, kernenergie, de transportinfrastructuur, de waterschappen en de drinkwatervoorziening. In deze sectoren is sprake van volledig publiek aandeelhouderschap. Er is geen mogelijkheid om via SWF's te investeren in deze sectoren en dus geen sprake van risico voor de publieke belangen. Waar het staatsdeelnemingen betreft, geldt dat met de nota Staatsdeelnemingenbeleid het adagium van «privatiseren, tenzij» vervangen is door «publiek, tenzij»¹. Dit betekent dat de bestaande deelnemingen in beginsel worden aangehouden. In desbetreffende nota is verder aangegeven dat in de afweging voor een eventuele afstoting van een staatsdeelneming wordt opgenomen dat er geen gevaar voor de continuïteit van dienstverlening mag ontstaan indien een deelneming, na afstoting van aandelen, in bijvoorbeeld buitenlandse en/of speculatieve handen zou vallen. Daarnaast wordt ingezet op een actiever aandeelhouderschap door de overheid. De mogelijke risico's die ten grondslag liggen aan de zorgen geassocieerd met SWF's worden te allen tijde meegewogen in de bredere afweging hoe publieke belangen te bewaken.

¹ Tweede Kamerstuk 28 165, nr. 69.

Tabel 4. Borging publieke belangen in strategische sectoren

	Kunnen SWF's zeggenschapsposities innemen?	Publiek aandeelhouder-schap	Wet- en regelgeving	Toezichthouder
Energie	Niet in netwerken, wel in levering en productie	Tennet, Gasunie, distributienetwerken	Elektriciteitswet 1998, Gaswet, Mijnbouwwet	DTe, NMa, SodM
Nucleaire technologie	Nee	Ja, Urenco, via UCN (98%) is de NLse staat voor 33 $\frac{1}{3}$ % eigenaar (overige in handen Britse en Duitse overheid)		
Covra (afval)	o.a. kernenergiewet	o.a. Euratom		
Post	Ja	Geen	Postwet (o.a. waarborg universele dienstverlening)	OPTA, NMa
Elektronische communicatie	Ja	Geen	Telecommunicatiewet (o.a. waarborg universele dienstverlening)	OPTA, Agentschap Telecom, NMa en consumentenautoriteit
Media	Ja	Nee. Wel publieke omroepen	Mediawet, Mediabesluit, Europese richtlijn	Commissariaat voor de Media, NMa
Defensie en veiligheid	Ja	Zeer beperkt (1% Thales)	Wet op de inlichtingen- en veiligheidsdiensten; Besluit voorschrift informatiebeveiliging rijksdienst; Besluit voorschrift informatiebeveiliging-bijzondere informatie; Algemene Beveiligings-eisen voor Defensie-opdrachten 2002	MIVD, AIVD
Financiële sector	Ja	Alleen in dienstverlening aan (BNG, NWB) en namens overheden (DNB en FMO)	Wet financieel toezicht (verklaring van geen bezwaar)	DNB, AFM
Transport	Infrastructuur: nee	Grotendeels publiek eigendom	Wet luchtvaart, Spoor-wegwet	NMa, Vervoerkamer, IVW
	Vervoersbedrijven en overige logistieke activiteiten: ja	Privaat eigendom, soms publiek aandeelhouder-schap	Regelgeving gericht op marktordening, duurzaamheid en veiligheid	
Waterschappen	Nee	Waterschappen zijn overheidsinstanties	Waterschapswet	Algemeen bestuur Waterschap, provincie
Drinkwatervoorziening	Nee	Drinkwaterbedrijven zijn volledig in handen van lagere overheden.	Drinkwaterwet	VROM-inspectie
Nederland algemeen	– Mededingingswetgeving – Vennootschaps- en effectenrecht – Ondernemingsrechtelijke beschermingsconstruc-ties			

Noot: Deze tabel geeft de voor handen zijnde borgingsinstrumenten weer zoals deze thans bestaan in de genoemde sectoren.

Daarnaast borgt aanvullende wet- en regelgeving de publieke belangen in de strategische sectoren

In de overige gevallen beoogt wet- en regelgeving ervoor te zorgen dat partijen niet handelen in strijd met het publieke belang. Toezichthouders zien toe op de correcte naleving van deze wet- en regelgeving. Tabel 4 geeft een overzicht van het bestaande aanvullende overheidsbeleid in deze sectoren; deze tabel wordt in bijlage 1 per sector nader uitgewerkt. Het kabinet is van mening dat deze instrumenten de publieke belangen in deze sectoren op een adequate manier borgen.

3.4 Nederland aantrekkelijk houden als investerings- en vestigingsland

Zoals in hoofdstuk 2 besproken, impliceren investeringen van SWF's aanzienlijke baten in termen van financiële stabiliteit en welvaart. Nederland kan hiervan profiteren door buitenlandse investeringen – waaronder die van SWF's – of het beheer hiervan aan te trekken. Dit kabinet blijft daarom inzetten op een sterk investerings-, innovatie- en vestigingsklimaat om Nederland als vestigingslocatie aantrekkelijk te laten zijn voor buitenlandse investeerders, waaronder SWF's. Omgekeerd kan dit beleid ertoe bijdragen dat Nederlandse bedrijven toegang krijgen tot nieuwe markten.¹

Om te zorgen dat Nederland een aantrekkelijk vestigingsplaats voor bedrijven en hoofdkantoren blijft, moet worden ingespeeld op de kwaliteit van de belangrijkste locatiefactoren. Dit kan in het algemeen door te zorgen voor de juiste macro-economische randvoorwaarden, zoals een goede infrastructuur, een goed opgeleide beroepsbevolking, een goed werkende arbeidsmarkt en het terugdringen van administratieve lasten. Specifiek vraagt een aantrekkelijk klimaat voor hoofdkantoren om extra aandacht. Deze hebben namelijk vaak belangrijke extra baten en uitstralingseffecten in termen van aan het hoofdkantoor gerelateerde investeringen (waaronder in R&D en menselijk kapitaal) en andere (hoogwaardige) activiteiten (zoals ook R&D-spin offs). Voor het behouden en aantrekken van hoofdkantoren zijn zaken als goede internationale vliegverbindingen, een hoog opgeleide beroepsbevolking, een aantrekkelijke leefomgeving voor bestuurders en een aantrekkelijk fiscaal klimaat van groot belang.² Nederland scoort internationaal goed op deze punten, maar het blijven punten die continue aandacht vragen. Het kan ook aantrekkelijk zijn als in Nederland (een deel van) het vermogensbeheer van SWF's plaatsvindt.

3.5 Aanvullend: Beperkingen van het kapitaalverkeer?

In het publieke debat komen ook verdergaande maatregelen aan de orde die beperkingen opleggen aan buitenlandse investeringen, zoals het gouden aandeel en een toetsingscommissie op buitenlandse investeringen. De roep om dergelijke maatregelen is begrijpelijk, de vraag is of kapitaalrestricties gerechtvaardigd zijn. Ze hebben in potentie immers aanzienlijke kosten. Een open economie als de Nederlandse – die 's werelds 7e ontvanger van buitenlandse investeringen is en een grote internationale investeerder en belegger is – is gebaat bij een vrije in- en uitstroom van handel en kapitaal. Hoe meer (algemene) beperkingen aan het kapitaalverkeer worden opgelegd, hoe groter de economische kosten. Daarnaast kan het nemen van protectionistische maatregelen ertoe leiden dat ook andere landen beschermingsconstructies opbouwen. Een dergelijke spiraal van protectionisme kan aanzienlijke schade voor Nederland met zich mee brengen. Deze kosten kunnen aanzienlijk zijn: zo schat het CPB in haar studie «Four futures of Europe» (2003) de jaarlijkse economische groei in een protectionistisch scenario over een periode van 40 jaar ca. 1% per jaar lager in dan in een globaliserende samenleving. Hierbij is bovendien relevant dat het praktisch onmogelijk is om maatregelen specifiek en uitsluitend te richten op SWF's. Ook beperkt Europese wet- en regelgeving de mogelijkheden voor dergelijke maatregelen (zie box). Gegeven deze overwegingen en de bijdrage van de overige beleidsacties, is het kabinet terughoudend in het (eenzijdig) invoeren van dergelijke opties, maar is het zinvol deze elk op hun merites te beoordelen.

¹ Zie: «In actie voor acquisitie; hoe Nederland profiteert van buitenlandse investeringen» TK 2005–2006, 30 300 XIII, nr. 98.

² Ernst&Young International Location Advisory Services (2005), European Head quarters: Location decisions and establishing sequential company activities.

De term «gouden aandeel» betreft in het algemeen een aandeel (of pakket aandelen) met bijzondere zeggenschapsrechten. Hiermee wordt een situatie gecreëerd waarbij economisch eigendom in een onderneming niet parallel loopt met de zeggenschapsverdeling. De Staat als houder van het gouden aandeel kan beslissingen nemen of tegenhouden zonder het vereiste meerderheidspercentage aandelen te bezitten. Hiermee kan bijvoorbeeld worden voorkomen dat anderen grote zeggenschapsposities innemen.

Het gouden aandeel is op nationaal niveau geen haalbare en gewenste beleids optie. Europees wordt dit gezien als een beperking van het vrij kapitaalverkeer¹. Bovendien zijn er in de huidige portefeuille staatsdeelnemingen nauwelijks deelnemingen waarin de Staat een minderheidsbelang houdt en geen enkele die beursgenoteerd is. Daarnaast leidt een gouden aandeel mogelijk tot een lagere marktwaardering voor het bedrijf in kwestie, omdat de macht van de overige aandeelhouders wordt beperkt.

Box 3. Europese beleidsruimte ten aanzien van beperking vrijheid van kapitaalverkeer

Individuele lidstaten

Binnen de EU bestaat weinig ruimte om op nationaal niveau beperkingen op te leggen aan het kapitaalverkeer. Artikel 56 EG verbiedt alle beperkingen op het vrij verkeer van kapitaal tussen lidstaten onderling. Dit verbod geldt ook voor verkeer tussen lidstaten en derde landen. Het verbod treft alle regelingen die het vrije verkeer van kapitaal illusoir maken doordat zij marktdeelnemers weerhouden in andere lidstaten te investeren. Wel zijn er twee uitzonderingen:

- Op basis van artikel 58 EG: 1) in het kader van belastingwetgeving en het toezicht op financiële instellingen of 2) wanneer deze gerechtvaardigd is op grond van openbare orde of openbare veiligheid (onder andere veiligstellen van de bevoorrading van energieproducten – olie en gas –, het bestrijden van illegale activiteiten zoals witwassen, handel in verdovende middelen en terrorisme). Niet alleen moeten maatregelen noodzakelijk zijn om de belangen zoals hier beschreven te beschermen, zij dienen ook proportioneel te zijn (wat betekent dat het gebruikte middel in relatie tot het doel moet staan; resultaat moet op de minst ingrijpende wijze worden bewerkstelligd). Maatregelen in dit kader mogen onderscheid maken naar nationaliteit of vestigingsplaats van de investeerder, maar mogen niet leiden tot willekeurige discriminatie.
- Op basis van een dwingende reden van algemeen belang (zgn. «rule of reason»). In feite gaat het dan om een aanvulling van de uitzonderingsgronden in art. 58 EG op basis van jurisprudentie van het Europese Hof van Justitie (zoals het arrest Trummer, waarin het Hof lidstaten het recht geeft om maatregelen te treffen die noodzakelijk zijn opdat het hypothecaire stelsel zekerheid en doorzichtigheid biedt). Belangrijkste voorwaarde voor een beroep op de «rule of reason» is dat er geen onderscheid gemaakt mag worden naar nationaliteit of vestigingsplaats van de investeerder en dat de beperkende maatregel proportioneel moet zijn (niet verder gaat dan noodzakelijk voor het bereiken van het doel).

Het is aan lidstaten zelf om de uitzondering op artikel 56 EG te motiveren, wanneer deze voor het Europese Hof van Justitie wordt aangevochten. Deze uitzonderingsmogelijkheden worden door de lidstaten geregeld ingeroepen, echter met wisselend succes. Een voorbeeld van succesvol beroep op zowel de bescherming van de openbare veiligheid en als voorzieningszekerheid, is de zaak Commissie/België waarin een stelsel van verzet tegen bepaalde investeringsbeslissingen van netbeheerders door het Hof werd goedgekeurd. Een onsuccesvol beroep is de zaak Commissie/Italië waarin een maatregel werd afgekeurd die het stemrecht van een buitenlandse aandeelhouder in een energiebedrijf tot

¹ Vanaf 2002 werd duidelijk dat de EC en het Hof van Justitie gouden aandelen als een beperking van het vrij kapitaalverkeer zien. De EC heeft zaken aangespannen tegen Portugal (tweemaal), Spanje, Frankrijk, België, Nederland (in KPN en TNT), Verenigd Koninkrijk, Italië en Duitsland. Hierbij gaat het veelal om ex-staatsbedrijven die geprivatiseerd zijn en waarin de overheden gouden aandeelconstructies hadden bedongen. Deze bedrijven bevonden zich vooral in sectoren die diensten leveren van algemeen belang zoals energie (distributie), aardolie, gas, elektriciteit, lucht-havens, telecommunicatie en post. Van de zeven zaken waarin al uitspraak is gedaan door het Hof, heeft de EC er zes gewonnen. De rode lijn in de jurisprudentie van het Hof is dat de aan gouden aandeelconstructies verbonden rechten verder strekten dan de borging van de betrokken publieke belangen waardoor potentiële investeerders ervan weerhouden worden om in deze bedrijven te investeren. Dit is een belemmering van het vrij verkeer van kapitaal.

een marginaal niveau terugbracht, indien de investeerder een buitenlands overheidsbedrijf was.

EU-niveau

Op EU-niveau is meer mogelijk dan op het niveau van de individuele lidstaat. De Raad kan op basis van art. 57 EG op voorstel van de Europese Commissie maatregelen nemen betreffende het kapitaalverkeer naar of uit derde landen in verband met onder andere directe investeringen. De Raad kan bijvoorbeeld ook een eis van reciprociteit op basis van art. 57 vaststellen voor het kapitaalverkeer met derde landen.¹

Publiek toetsen van investeringen

Verschillende landen kennen beperkingen aan het kapitaalverkeer door het toetsen van individuele investeringen van buitenlandse partijen. Deze paragraaf bevat een overzicht van bestaande vormen van toetsing, welke ook op Europees niveau in discussie zijn.

De drie bekendste voorbeelden van toetsing zijn het CFIUS model in de Verenigde Staten, de toetsing van buitenlandse investeringen binnen het mededingingsrecht in het Verenigd Koninkrijk en de recente voorgenomen wetwijziging in Duitsland (zie tabel 5). In de Verenigde Staten is een toetsingscommissie opgericht die zich bezighoudt met het toetsen van buitenlandse investeringen. De factoren die deze toetsingscommissie mag meenemen in zijn beoordeling zijn recentelijk sterk verruimd. Zo mag worden meegenomen of de transactie een veiligheidsgerelateerde impact heeft op cruciale Amerikaanse infrastructuur of technologie, of de Amerikaanse behoeften aan cruciale hulpbronnen in het geding zijn, of de transactie door een buitenlandse overheid wordt beheerst en *alle overige zaken* die de president of het CFIUS toepasselijk achten².

Ook in het Verenigd Koninkrijk kunnen buitenlandse investeringen in Britse bedrijven in geval van een fusie of overname worden getoetst, maar is de grond voor toetsing nauw gedefinieerd op basis van de EU Concentratie-verordening (nr. 139/2004). De Concentratieverordening geeft de lidstaten namelijk de mogelijkheid om in geval van een fusie of overname maatregelen te nemen om gewettigde belangen te beschermen. Gewettigde belangen die in de Concentratieverordening zijn opgenomen zijn de openbare veiligheid, de pluraliteit van de media en de toezichtsregels. Indien de lidstaten zich willen beroepen op andere dan de in de Concentratieverordening genoemde belangen, dient dit te worden voorgelegd aan de Europese Commissie.

Het Duitse model betreft een uitbreiding van de Duitse wet op de economische betrekkingen met het buitenland, die het mogelijk maakt om investeringen van buitenlandse ondernemingen in Duitse bedrijven te toetsen.

De EC heeft haar standpunt ten aanzien van toetsingsmodellen op nationaal en Europees niveau nog niet bepaald. Enerzijds heeft de EC zich kritisch uitgelaten over het Amerikaanse CFIUS. Het bezwaar is dat het een niet-voorspelbaar, bureaucratisch en na de recente wetwijziging steeds meer discretionair instrument is geworden. Het brengt het risico van politisering van investeringen met zich mee en het onderscheid maken naar herkomst van de investeerder staat op gespannen voet met het EG-verdrag. Een Amerikaans model komt binnen de Europees-rechtelijke context daarom niet voor nadere overweging in aanmerking.

¹ Voor een open economie als Nederland draagt ook een éézijdig open investeringsklimaat in belangrijke mate bij aan de welvaart. Het leidt tot lage kosten van kapitaal en er wordt veel geproduceerd door westerse bedrijven in relatief gesloten landen. Dit sluit «offensief onderhandelen» voor tweezijdig open markten vanuit de Europese Unie niet uit, maar dit moet met zorgvuldigheid gebeuren.

² Ook wordt in geval van een nader onderzoek gekeken naar het naleven door het desbetreffende land van non-proliferatie controle-regimes, de relatie van het land in kwestie met de VS en de staat van dienst van dat land met betrekking tot medewerking in de strijd tegen terrorisme en het potentieel voor verspreiding van militaire technologieën. Hiermee wordt dus expliciet onderscheid gemaakt naar land van herkomst van de investering.

Tabel 5. Overzicht vormen van toetsing

	Duitsland*	VK	VS**
<i>Door wie wordt getoetst?</i>	Duitse ministerie van EZ	Britse ministerie van EZ (SoS) op advies van de mededingingsautoriteit	<i>Committee on Foreign Investments in the US</i> (CFIUS), leden zijn (afgevaardigden van) ministers
<i>Aard v/d wetgeving</i>	Expliciete wettelijke grondslag om <i>handelsverkeer</i> te beperken wanneer nationale veiligheid in gevaar komt. <i>Nieuw voorstel</i> : Uitbreiding naar <i>investeringen</i> van buitenlandse bedrijven.	Bijzondere bevoegdheid in het kader van het mededingingsrecht (obv. art.21, lid 4 van de EU-concentratieverordening)	Opgenomen in de <i>Defense Production Act 1950</i> , maar heeft bredere werking.
<i>Sectoren</i>	Nu gericht op defensie (wapens, munitie en wapenmateriaal), maar na beoogde wijziging kan werking worden uitgebreid naar andere sectoren waar openbare orde en veiligheid rol kunnen spelen (b.v. energie).	In praktijk defensie en media, maar gezien criterium openbare veiligheid in art. 21 lid 4 van de concentratieverordening niet uitgesloten dat het ook getoetst wordt in andere sectoren in het belang van nationale veiligheid.	Sinds de wetwijziging van 2007 van toepassing op alle sectoren.
<i>Wanneer toetsen?</i>	In geval van verwerving van een Duitse onderneming door een buitenlandse verwerfer of een directe of indirecte deelname van een buitenlandse onderneming in een Duitse onderneming. In elk geval moet het gaan over een deelneming groter dan 25%.	Wanneer SoS van mening is dat er sprake is van een « <i>public interest merger</i> » of een « <i>special merger situation</i> » waarbij de pluraliteit van de media of de nationale veiligheid in het geding zijn.	Toetsing <i>verplicht</i> : als entiteit gecontroleerd door/ namens een buitenlandse overheid fusie/overname voorneemt die resulteert in controle over een VS-bedrijf en dat effect zou kunnen hebben op de nationale veiligheid. Toetsing <i>toegestaan</i> : in geval van fusie of overname van Amerikaans bedrijf door buitenlandse entiteit.
<i>Factoren die moeten worden meegenomen in beoordeling</i>	Niet bekend, Duitsers hebben factoren niet gespecificeerd. Het instrument is vooral gericht op nationale veiligheid. Toetsing wordt in ieder geval begrensd door artikel 56–59 EG (vrij verkeer van kapitaal).	Publieke belang zoals gedefinieerd in de Europese concentratieverordening.	– Impact op VS industrie of kritieke infrastructuur (incl. energie); potentieel effect op kritieke VS technologie; meewerking van een land aan non-proliferatie controles en verdragen inzake wapen(handel) relatie van een land met VS, m.n. mbt. terrorismebestrijding; andere factoren die President of CFIUS relevant vinden
<i>Beroepsmogelijkheden</i>	Ja	Ja	Nee

Noten:

* Hierbij is uitgegaan van de meest recente versie van de wet inclusief de voorgestelde wetwijziging. Inmiddels is duidelijk dat op grond van de opmerkingen van de Europese Commissie, de door Duitsland voorgestelde wetwijziging nog verder zal gaan veranderen.

** Deze wet is medio 2007 voor het laatst gewijzigd.

Anderzijds functioneert het Britse *mededingingsmodel* meestal zonder ingrijpen van de EC. Hierbij speelt waarschijnlijk een rol dat 1) sprake is van enige toetsingscriteria op basis van EU verordening, 2) er mogelijkheden zijn voor beroep achteraf en 3) dat geen expliciet onderscheid wordt gemaakt tussen binnenlandse versus buitenlandse investeringen. De publieke belangen waarop in het VK getoetst kan worden betreffen pluraliteit van de media en nationale veiligheid. Dit model is, vanwege de beperkte opzet, in overeenstemming met de EU-regelgeving.

De EC heeft nog geen uitspraak gedaan over de op handen zijnde wetwijziging in Duitsland. In Duitsland vindt nog discussie over het voorstel plaats en het is het nog niet ter goedkeuring aan het parlement voorgelegd. In de Memorie van Toelichting van de Duitse wetsvoorstel wordt verwezen naar Europese jurisprudentie, die vooral betrekking heeft op de verzekering van strategische dienstverlening en van energie-, telecommunicatie- en elektriciteitsvoorzieningen bij crises.

Het kabinet wil nader bezien in hoeverre elementen uit het Britse toetsingsmodel in de mededingingswetgeving een goede aanvulling kunnen zijn op de bestaande instrumenten. Gegeven het beperkte risico van SWF's, de baten die SWF's met zich meebrengen en het reeds bestaande en aangescherpte beleidsinstrumentarium, zal het kabinet varianten als het Britse model op z'n feitelijke merites bezien. Daarbij moet duidelijk worden of dit model voor Nederland meerwaarde heeft en wat de beperkingen en risico's zijn. Belangrijke toetsstenen hierbij zijn verwachte effectiviteit, ingeschatte proportionaliteit, mogelijkheden binnen het Europees recht en inpasbaarheid in Nederlandse praktijk. Het is bovendien belangrijk te voorkomen dat een dergelijke restrictie op het kapitaalverkeer de baten die een open economie biedt, onnodig vermindert. Is deze onvoldoende gericht dan worden onbedoeld ook veel andere investeerders afgeschrikt en dit heeft negatieve gevolgen voor de Nederlandse economie.

Het kabinet zal daarbij ook kijken naar een alternatief voor het Britse model en bekijken of de beperkte ruimte die het EG-verdrag biedt voor het nationaal stellen van voorschriften aan kapitaalverkeer uit oogpunt van openbare orde en openbare veiligheid te vertalen is in een aanpassing van de Wet Financiële Betrekkingen Buitenland (WFBB). Het kabinet zal de Kamer hier nader over informeren.

3.6 Conclusie

De publieke belangen in Nederland zijn – ook *als* SWF's in de toekomst wel vanuit politieke motieven handelen – goed geborgd. Veel bestaande en overwegend generieke instrumenten mitigeren de specifieke risico's van SWF's. Goed mededingingstoezicht beoogt voldoende concurrentie te waarborgen, zodat er geen afhankelijkheid van één bedrijf ontstaat dan wel voorkomen wordt dat een dominante marktpartij misbruik van zijn machtspositie maakt. De eisen aan transparantie van de aandeelhouder en de wijze waarop deze via zeggenschap het gedrag van een onderneming kan beïnvloeden, is in Nederland geregeld via ondernemingsrecht en financiële toezichtswetgeving (inclusief beleid op het gebied van transparantie en gedrag). Ook bestaat veel sectorspecifieke wet- en regelgeving die publieke belangen borgt, zoals de «verklaring van geen bezwaar» in de financiële sector. Daarnaast voert de overheid actief beleid om bedrijven met netwerkeffecten voor Nederland te behouden (zoals hoofdkantoren met bijbehorende R&D-activiteiten).

Het kabinet neemt aanvullende beleidsmaatregelen om de (toekomstige) risico's verbonden aan SWF's zo efficiënt mogelijk te beheersen. Het kabinet blijft alert op veranderingen die kunnen optreden in het gedrag van SWF's en de consequenties daarvan op Nederlandse publieke belangen. Want hoewel het gedrag van SWF's in het heden geen aanleiding geeft tot zorg, biedt dit nog geen garantie voor de toekomst. Uitgangspunt bij aanvullende beleidsmaatregelen is dat het open karakter van de Nederlandse economie ons veel welvaart en werkgelegenheid brengt. Daarnaast moeten deze maatregelen vanzelfsprekend passen binnen de Europese wet- en regelgeving. Om eventuele risico's te beperken, neemt het kabinet enkele maatregelen in de sfeer van onder andere *corporate governance* (naar aanleiding van advies van commissie-Frijns) en het staatsdeelnemingenbeleid. De aanscherping van het staatsdeelnemingenbeleid stelt de Rijksoverheid als aandeelhouder in staat het investeerders in diverse sectoren onmogelijk te maken om zeggenschap te verkrijgen. Verdergaand beleid, bijvoorbeeld een toets op publiek belang zoals in het VK, zal het kabinet bestuderen. Belangrijke toetsstenen hierbij zijn verwachte effectiviteit, ingeschatte proportionaliteit, mogelijkheden binnen het Europees recht en inpasbaarheid in Neder-

landse praktijk. Het is belangrijk te voorkomen dat een dergelijke restrictie op het kapitaalverkeer de baten die een open economie biedt, verkleint. Is de restrictie onvoldoende gericht dan worden onbedoeld ook veel andere investeerders afgeschrikt en dit heeft negatieve gevolgen voor de Nederlandse economie.

Tot slot vindt het kabinet dat er nadere spelregels nodig zijn met betrekking tot het gedrag en de transparantie van de SWF's. Internationaal zet het kabinet in op beperking van mondiale onevenwichtigheden. Daarnaast is naar overtuiging van het kabinet meer inzicht in het opereren van SWF's noodzakelijk om de aansturing, intenties en investeringsactiviteiten van SWF's goed te kunnen monitoren. Dit vereist ook een mondiale aanpak. Dit kabinet zal zich dan ook actief aansluiten bij de discussie en inspanningen op Europees en mondiaal niveau gericht op een *gedragscode* voor SWF's.

Paragraaf 3.3 gaat in op sectorale regelgeving en publiek aandeelhouderschap in de strategische sectoren. In deze bijlage worden deze elementen per sector besproken. Tabel 4 in de hoofdtekst is gemaakt op basis van deze bijlage.

In de **energiesector** is met de Wet Onafhankelijk Netbeheer besloten dat de *netwerken* in overheidshanden dienen te blijven. SWF's kunnen hier dus geen zeggenschapsposities innemen.

In de *overige delen* (levering, productie en handel in gas en elektriciteit) zijn er meerdere partijen actief in een concurrerende omgeving. Consumenten zijn niet afhankelijk van een enkele aanbieder, maar van concurrerende marktpartijen op de Noordwest-Europese energiemarkt. Hierbinnen worden via de gestelde spelregels bedrijven geprikkeld te investeren in voorzieningszekerheid. Hiermee is een speelveld gecreëerd waarin niet langer lokale nutsbedrijven, maar veelal marktgerichte internationale bedrijven opereren die in concurrentie met elkaar de Europese burgers van energie voorzien.

De productie van elektriciteit in Nederland is momenteel al voor ongeveer 50 procent in handen van buitenlandse partijen. Net als bij Nederlandse energiebedrijven, die momenteel in handen zijn van gemeentes en provincies, is de ervaring dat deze partijen op basis van economische motieven opereren. Middels sectorale wet- en regelgeving zijn prikkels ingebouwd om ervoor te zorgen dat partijen concurreren en bedrijfseconomisch handelen.

Energie en politiek zijn al langer met elkaar verweven; desalniettemin heeft dit nog niet tot fundamentele problemen met de voorzieningszekerheid in Nederland geleid. Wel moet blijvend worden voorkomen dat de concentratie van zeggenschap in een kleine groep handen komt. Hiertoe dient het mededingingsbeleid. In het hypothetische geval dat een investeerder de voorzieningszekerheid in gevaar brengt door bijv. het stopzetten van de productie, geldt de volgende wet- en regelgeving. TenneT zal reserve-, nood- en regelvermogen inzetten om de balans op het net te handhaven. Hiervoor moet de partij, die de onbalans veroorzaakt, TenneT betalen met een vergoeding die bij grote onbalansen sterk kan oplopen. Voor de levering van elektriciteit aan eindafnemers zijn ook in het systeem prikkels ingebouwd. Als een partij niet nakomt wat deze heeft afgesproken met zijn afnemer dan kan de vergunning om elektriciteit te leveren ingetrokken worden door de NMa/DTe. Andere partijen nemen in deze situatie de levering aan de eindafnemer over, waardoor het publieke belang van levering is geborgd als een SWF of andere partij besluit geen elektriciteit te leveren.

In de sectoren **post en elektronische** communicatie bestaat geen publiek aandeelhouderschap meer, sinds het afstoten van de gewone en gouden aandelen in KPN en TNT. Er is in deze sectoren sprake van meerdere marktpartijen en concurrerende infrastructuur. TNT beschikt nog wel over een groot marktaandeel voor de geadresseerde post van ruim 85%. Naar verwachting zal dit marktaandeel teruglopen, als de postmarkt volledig zal worden opengesteld. In de postsector zijn er naast TNT nog twee andere postbedrijven die beschikken over een landelijk dekkend netwerk, Sandd en SelektMail. Deze bedrijven hebben bij elkaar een aandeel van ruim 10% van de geadresseerde post. Particulieren zijn nu aangewezen op TNT, omdat de concurrenten van TNT zich uitsluitend op de zakelijke markt begeven. Met het openstellen van de postmarkt kan dit op termijn veranderen.

Middels sectorale regelgeving is er sprake van een waarborg van het (enige) publieke belang universele dienstverlening en borging van een sectorspecifiek belang als het briefgeheim. Dit is ook cruciaal in sectoren waar op vertrouwelijkheid van informatie moet kunnen worden vertrouwd. TNT is door regelgeving verplicht overal in Nederland een postdienst te leveren tegen betaalbare, uniforme tarieven, waarbij aan een aantal kwaliteitseisen moet worden voldaan. OPTA ziet toe op de naleving van deze eisen. In het wetsvoorstel voor de nieuwe Postwet blijft dit alles onverkort gehandhaafd.

De overheid verleent steun en stelt regels voor de **media** vanwege de maatschappelijke impact die media hebben. Het is van belang dat media onafhankelijk functioneren, pluriform en toegankelijk zijn en kwaliteit leveren. De publieke omroep bestaat uit stichtingen met wettelijke grondslag en uit particuliere omroepverenigingen. Daar kunnen buitenlandse bedrijven of fondsen geen aandeel in verwerven. Voor het overige geldt dat in Nederland SWF's zeggenschapsposities kunnen innemen in de mediasector, hoewel het mediabeleid grenzen stelt aan de mate waarin private investeerders marktmacht kunnen opbouwen.

Mediabeleid komt tot stand op verschillende niveaus. Zo bepaalt de Europese Commissie het internationale kader met regelgeving zoals de richtlijn «Televisie zonder grenzen» en met regels over staatssteun aan de publieke omroep. Het nationale beleid is verankerd in de Mediawet. Er is een tijdelijke wet Mediaconcentratie (van juli 2007) die de groei van het marktaandeel op de dagbladenmarkt door fusies (niet: autonome groei) beperkt tot 35%. Deze tijdelijke wet geldt tot 1 januari 2010 en wordt in 2009 geëvalueerd, afhankelijk daarvan wordt het al of niet voortgezet los of in Mediawet. Hiernaast mag één onderneming door fusie niet meer dan 90% gezamenlijk marktaandeel hebben in dagbladen, radio en televisie (voorbeeld: een onderneming die 30% van de dagbladmarkt in handen heeft kan straks maximaal 60% van de tv-markt bezitten). Zo ontstaat er veel meer ruimte voor crossmedia-ownership, wat belangrijk is in een veranderend medialandschap. Tegelijkertijd is er een zekere bescherming tegen een te grote concentratie van opiniemacht binnen de dagbladen, televisie en radio.

In de nieuwe Mediawet die in februari 2008 naar de Tweede Kamer gaat zijn mogelijkheden opgenomen om haatzaaiende radio en televisiezenders van de Nederlandse markt te weren.

De regionale publieke omroep is aangewezen als rampenzender. Ook zijn er draaiboeken voor beveiliging van het Mediapark in bijzondere omstandigheden.

In de sector **transport** is de infrastructuur in publieke handen¹, maar de vervoersbedrijven en overige logistieke activiteiten (zoals warehousing, value added logistics en services en ketenregieactiviteiten) zijn dat niet. Deze bedrijven opereren veelal op Europese of wereldschaal, en de kans dat SWF's binnen Nederland een overwegende positie in kunnen nemen waardoor publieke belangen in het geding kunnen komen, is aanwezig maar gering:

- De sectoren luchtvaart, zeevaart, overslag en logistiek functioneren in een volledig internationale markt. Er is sprake van voldoende concurrentie in deze sectoren waardoor er voldoende substitutiemogelijkheden zijn. Schiphol en de Rotterdamse haven zijn in overheidshanden.
- Streekvervoerbedrijven zijn al overwegend in buitenlandse handen vanuit de EU. SWF's kunnen dus ook toetreden tot die markt door een bedrijf over te nemen. De aanbesteding van het streekvervoer wordt periodiek door de provincies gedaan. Als SWF's met een bedrijf op de Nederlandse markt diensten willen aanbieden, zullen ze mee moeten

¹ Ook indien infrastructuur in de vorm van publiek private samenwerking (PPS) wordt ontwikkeld, is er afdoende borging. Uitgangspunt bij PPS is immers niet overdracht van eigendom van de infrastructuur, maar contractering van werkzaamheden; de overheid blijft juridisch eigenaar. Dit ligt iets ingewikkelder indien de PPS is vormgegeven in de vorm van een joint venture, waarbij private partijen en overheid participeren in een vennootschap, die vervolgens een project ontwikkelt. In deze contracten worden echter aanvullende voorwaarden opgenomen. Zo wordt bijvoorbeeld bij de Amsterdamse Zuidas contractueel vastgelegd dat de investeerders voor een minimale duur in het project zitten, namelijk 20 jaar (de periode benodigd voor de afronding van de infrastructuur). Daarnaast kunnen, indien een van de private partijen wordt overgenomen, de overige partners afdwingen dat de aandelen eerst aan hen worden aangeboden. Overigens wordt in alle vormen van PPS-contracten doorgaans opgenomen dat het contract vervalt indien er sprake is van wanprestatie.

dingen in deze aanbestedingen. Het stadsvervoer is grotendeels in overheidshanden.

- De markt van het goederenvervoer per spoor is open, maar de infrastructuurcapaciteit wordt publiek toebedeeld door ProRail. Om in het goederenvervoer per spoor een overwegende positie in te nemen, zou een SWF de Deutsche Bahn (DB-Railion) moeten overnemen.
- In het goederenvervoer over de weg en binnenwateren is het niet waarschijnlijk dat SWF's een overwegende positie kunnen innemen door het grote aantal (ook kleine) ondernemers.

Om de publieke belangen in geval van oorlog(sgevaar), daaraan verwante of daarmee verbandhoudende buitengewone omstandigheden te bewaken, bestaat de Vervoersnoodwet «om de instandhouding van het vervoer te land en op de binnenwateren en een doelmatig gebruik der vervoermiddelen zoveel mogelijk te waarborgen».

Op gebied van **defensie en veiligheid** spelen er twee soorten risico's, waarop hier wordt ingegaan. Ten eerste speelt het nauwe defensiebelang dat vitale kennis over de krijgsmacht niet naar buiten mag komen, omdat dit de werking van de krijgsmacht mogelijk schade toebrengt. Voor zover dit operationele kennis van de krijgsmacht betreft, is deze geborgd binnen de defensie-organisatie zelf. Kennis over materieel is doorgaans beschikbaar op de internationale markt, omdat daar het materieel zelf verkrijgbaar is en ook de Nederlandse krijgsmacht het meeste materieel verwerft. Overigens is op een aantal deelsegmenten van die internationale markt ook een aantal Nederlandse private bedrijven actief, en instituten als TNO, NLR en MARIN. In zoverre technologie specifiek is ontwikkeld voor de Nederlandse krijgsmacht, bestaan er mogelijkheden om deze kennis te borgen middels rubricering. Deze kennis wordt dan als «bijzondere informatie» betiteld. Bijzondere informatie bestaat uit twee categorieën: staatsgeheimen en niet-staatsgeheime bijzondere informatie.¹ De MIVD zorgt ervoor dat indien bijzondere informatie buiten de Rijksdienst wordt gebracht (dus bijvoorbeeld bij de private productie van legermaterieel), er voldoende zekerheid bestaat dat een goede beveiliging is zeker gesteld. De Wet op de inlichtingen- en veiligheidsdiensten, het Besluit voorschrift informatiebeveiliging rijksdienst en het Besluit voorschrift informatiebeveiliging bijzondere informatie bevatten regelgeving met betrekking tot geheime informatie. Beveiligingseisen staan ook beschreven in Algemene Beveiligingseisen voor Defensieopdrachten 2006, waarin ook clausules zijn opgenomen voor als het eigendom van een privaat bedrijf verandert. Dit instrument van rubricering is overigens wel kostbaar, omdat het commerciële uitbating kan beperken. Overigens voert de Nederlandse defensie-industrie ook gerubriceerde opdrachten uit voor de NAVO en EU. Ten tweede kunnen er nationale veiligheidsrisico's spelen in sectoren zonder directe banden met defensie. Het gaat hier veelal om private bedrijven en private kennis. De overheid is wel alert op het beschermen van deze kennis en sectoren. In deze notitie wordt hier niet nader op ingegaan, omdat hier in het project Bescherming Vitale Infrastructuur aandacht aan wordt besteed.²

¹ Zo is er sprake van een staatsgeheim als het belang van de Staat of zijn bondgenoten in het geding is en indien kennisname door niet-gerechtigden kan leiden tot schade aan deze belangen. Er is sprake van niet-staatsgeheime bijzondere informatie (ook wel Departementaal vertrouwelijk genoemd) indien kennisname door niet-gerechtigden kan leiden tot nadeel aan het belang van één of meer ministeries.

² Het project Bescherming vitale infrastructuur is ingezet in 2002. In september 2005 heeft de minister van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties een onderzoeksrapport en een beleidsbrief Bescherming vitale infrastructuur naar de Kamer gestuurd. In november 2007 is het Nationaal Adviescentrum vitale infrastructuur (NAVI) van start gegaan.

In de **financiële sector** is voor het houden van een aandelen- of zeggenschapsbelang van 10% of meer (een «gekwalificeerde deelneming») in een in Nederland gevestigde bank, beleggingsonderneming, verzekeraar of beheerder van een instelling voor collectieve belegging in effecten (de financiële onderneming) goedkeuring van DNB dan wel de minister van Financiën nodig.

Een dergelijke goedkeuring heeft de vorm van een zogeheten verklaring van geen bezwaar (vvgb). Een vvgb wordt afgegeven nadat de beoogde deelneming is getoetst. Doel van de vvgb-toets is, conform Europese regelgeving, te voorkomen dat het verwerven van een gekwalificeerde

deelneming de stabiliteit van de onderneming in gevaar brengt. Daartoe wordt gekeken naar onder meer de betrouwbaarheid, de soliditeit en de structuur van de overnemende partij. Financiën zal conform de vorig jaar aangenomen richtlijn inzake procedureregels en evaluatiecriteria voor dergelijke deelnemingen (2007/44/EG) de Wet op het financieel toezicht aanpassen. Hiertoe wordt in de eerste helft van dit jaar een ontwerp-wetsvoorstel voorbereid. Deze richtlijn benadrukt het prudentiële karakter van de beoordeling van een deelneming door de toezichthouder. Lidstaten mogen geen politieke overwegingen laten meespelen bij de beoordeling van een dergelijke deelneming; specifiek op SWF's gerichte voorwaarden zijn daarom niet mogelijk. Wel bieden de criteria, zoals met name ter zake van de reputatie (betrouwbaarheid) en de structuur, de mogelijkheid om een aanvraag van een vvgb door een SWF kritisch te bezien.

Aan een vvgb kunnen daarnaast voorschriften of beperkingen worden verbonden. Ook bestaat er voor de houder van de vvgb een wettelijke meldplicht indien zich bepaalde wijzigingen met betrekking tot de deelneming voordoen. Financiële ondernemingen dienen De Nederlandsche Bank (DNB) over belangrijke wijzigingen te informeren. Daarnaast stellen zij DNB jaarlijks van de identiteit van de aandeelhouder(s) in kennis. Hiermee kunnen ook belangen die staatsfondsen in bedrijven in de financiële sector hebben, worden beoordeeld op hun effecten op de financiële stabiliteit.

Beslisboom SWF's: wanneer kunnen publieke belangen in het geding zijn?

In de hoofdstekst van hoofdstuk 2 en 3 is een aantal elementen benoemd die van belang zijn om te kunnen bepalen of er sprake is van een reëel risico voor publieke belangen. Mocht er sprake zijn van een risico, zonder dat er sprake is van een passende beschermingsconstructie, dan kan er een reden zijn voor aanvullende maatregelen. Wel moet dan worden bezien of alle kosten van bescherming opwegen tegen de kosten van het potentiële risico.

1. Gaat het om een basisbehoefte? / Gaat het om nationale veiligheid?

Nee → Geen risico

Ja → 2

2. Is de productie reproduceerbaar / zijn er substituten voor het product?

Ja → Geen risico

Nee → 3

3. Is de productie verplaatsbaar (van NL naar het buitenland)

Ja → Potentieel risico dat cruciale productie uit NL verdwijnt → 5

Nee → 4

4. Is de productie investeringsgevoelig (netwerk, cruciale productiefaciliteit vs. grondstoffen)?

Ja → Potentieel risico → 5

Nee → Geen risico

5. Is productie in overheidshanden?

Ja → Risico op dit moment ondervangen

Nee → 6

6. Is het mogelijk om een aandeel te verkrijgen dat het mogelijk maakt invloed uit te oefenen?

Ja → 7

Nee → Risico ondervangen

7. Is er nationale wetgeving die het risico kan ondervangen, indien het zich voordoet?

Ja → Geen risico

Nee → 8

8. Wegen de kosten van de kans dat zich het risico voordoet op tegen de kosten van nieuw beleid?

Ja → Overwogen kan worden om nieuw beleid te implementeren

Nee → Het is beter om het risico te aanvaarden en niets te doen