



Afstoten van staatsdeelnemingen

DRS. A. H. C. GIETMAN*

Inleiding

Tijdens de Algemene Beschouwingen is door het kamerlid De Korte het idee gelanceerd een deel van de staatsdeelnemingen in bedrijven af te stoten. De aandelen zouden zowel op de beurs als ondershands aan beleggers verkocht kunnen worden. De opbrengst zou kunnen worden aangewend om een gedeelte van de staatsschuld af te lossen. Omdat voor dit deel geen nieuwe schuld behoeft te worden aangegaan, zal de vraag van de overheid op de kapitaalmarkt afnemen en zal in later stadium eveneens de rentelast verlicht worden. De Korte ziet voor 1984 al de mogelijkheid om voor f. 250 mln. aan staatsbelangen in particuliere bedrijven af te stoten. Als een ander voordeel van deze operatie wordt genoemd dat de produktiviteit van deze ondernemingen zal verbeteren als zij „onder de tucht van de markt gebracht worden” (*de Volkskrant*, 12 oktober 1983). Volgens De Korte is de aankoop van aandelen mogelijk door de toegenomen besparingen van gezinnen en bedrijven. Verkoop sluit bovendien aan bij de toenemende belangstelling voor aandelen bij het publiek.

In dit artikel zal nader worden ingegaan op de argumentatie van het voorstel, op de mogelijkheid ertoe en ten slotte op de consequenties ervan voor de kapitaalmarkt. Omdat het idee veel gelijkenis vertoont met de politiek die premier Margareth Thatcher in deze voert, zal eerst in het kort de Britse situatie worden geschetst. Ook de recente plannen van de Westduitse regering zijn vermeldenswaard.

De vrije-marktfilosofie

Het Verenigd Koninkrijk kent een lange geschiedenis op het terrein van nationalisatie. Vooral door de Labourregeringen na de tweede wereldoorlog is tot overname van het particuliere bedrijfsleven overgegaan. Democratische controle en invloed op de inkomensverdeling stonden daarbij voorop. Grote staatsbedrijven bleken echter vaak te inefficiënt en bureaucratisch om deze doelstellingen te kunnen verwezenlijken. De leiding van een genationaliseerde onderneming zal zich, zeker indien ze in een monopolioide omgeving opereert, eerder budgetmaximaliserend gedragen dan winstmaximaliserend.

Bij het terugdringen van de invloed van de overheid neemt het denationaliseringspro-

gramma dan ook een belangrijke plaats in. Voor de verkiezingen in 1979 kondigde Thatcher aan dat zij, indien aan de macht, een belangrijk aantal nationalisaties teniet zou doen. Al vrij snel kwam ze haar verkiezingsbeloften na.

Inmiddels heeft de Britse overheid ca. £ 2,5 mrd. aan staats eigendom aan de particuliere sector verkocht ¹⁾. De verwachting is dat eind 1985 de staat hiermee een opbrengst van £ 4 mrd. heeft verkregen. Weliswaar hebben de gevolgen voor het budget meegepeeld in de beslissing tot verkoop van overheidsdeelnemingen, centraal stond echter de gedachtegang dat de gezondmaking van het Britse bedrijfsleven slechts mogelijk is indien de principes van de vrije markt gelden.

Het geloof in de superioriteit van het liberale kapitalisme leidt niet alleen tot de verkoop van overheidsactiva. Ook wordt de concurrentie aangemoedigd door monopolieposities (b.v. in de aardgasdistributie en de telecomunicatie) open te breken. Door denationalisering wordt de particuliere sector vergroot, maar nog niet noodzakelijkerwijze versterkt. Naast het eigendom dient ook de controle die de staat uitoefent op het bedrijfsleven te worden verminderd. Privatisering, dat wil zeggen naast afstoten van eigendom ook verlies van controle, kan echter niet altijd in zulke extreme mate worden doorgevoerd als denationalisering. Dit geldt vooral voor bedrijven die een collectief goed produceren. De monopoliepositie van British Telecom wordt doorbroken, maar de concurrentie wordt wel aan randvoorwaarden gebonden. De overheid blijft toezien op de privacy en verder dienen de onrendabele aansluitingen behouden te worden. Ook de spoorwegen zullen — ondanks Thatchers grote voorliefde voor de auto — niet geprivatiseerd worden. Wel heeft British Rail bedrijfsvreemde maar ook winstgevendende activiteiten zoals het exploiteren van hotels moeten afstoten.

Ondanks het succes van het denationaliseringsprogramma is het aantal mislukkingen aanzienlijk. Het spreekt voor zich dat het van de hand doen van onrendabele ondernemingen een lastige zaak is. Soms wordt ten aanzien van deze bedrijven een andere politiek gevolgd: maak ze eerst gezond, daarna is verkoop mogelijk. Zo wordt verwacht dat volgend jaar al een deel van de aandelen van British Airways te gelde kan worden gemaakt. Ten slotte mag het recente voorstel tot verkoop van een tweede serie British-Petroleum-aandelen niet onvermeld blijven.

Werden in het verleden vooral ideologische beweegredenen aangevoerd, nu erkende de minister van Financiën dat door de verkregen middelen het financieringstekort van de overheid dichter bij het gestelde doel kan worden gebracht. Ook financieel-budgettairre motieven spelen derhalve een rol bij de denationalisering.

In West-Duitsland wil de overheid begin volgend jaar een groot deel van haar belangen in de gediversificeerde energie-onderneming VEBA gaan verkopen. De volledige opbrengst, geschat op DM 700 mln., zal worden aangewend om het financieringstekort terug te dringen. VEBA is de grootste onderneming in de industrie in West-Duitsland. De VEBA-aandelen zijn zeer aantrekkelijk en verkoop zal dan ook op weinig problemen stuiten, zeker gezien de stimulans die de regering gaat bieden bij de aankoop van aandelen. Opvallend is echter dat de overheid een belang van 25% wil behouden, om voldoende invloed te kunnen blijven uitoefenen op energiepolitieke aangelegenheden. Van privatisering, zoals hierboven gedefinieerd, is dan ook nauwelijks sprake.

Staatsdeelnemingen in Nederland

Nederland kent staatsbedrijven en 100%-deelnemingen in gevallen waarin er sprake is van een natuurlijk monopolie (PTT), waarin de onderneming een sociale functie vervult (NS) of wanneer een collectief goed geleverd wordt (DNB: monetaire stabiliteit). De PTT is een staatsbedrijf en dat houdt in dat de overheid niet zonder meer het eigendom kan verkopen. Wel kan zij meer concurrentie toelaten bij bepaalde activiteiten, bij voorbeeld op het terrein van de randapparatuur ²⁾. De zorg om de kwaliteit van de dienstverlening en het leveren ervan voor een gelijke prijs aan alle afnemers zal betekenen dat privatisering van taken van de PTT slechts in beperkte mate mogelijk is ³⁾. Bovendien levert het monopolie van de PTT een belangrijke bijdrage aan de staatskas, wat verloren zou gaan bij ver doorgevoerde privatisering.

Het voorstel van De Korte heeft echter niet zozeer betrekking op de staatsbedrijven als wel op de deelnemingen van de overheid in zelfstandige bedrijven. Op de staatsbalans van 1982 staan de staatsbedrijven en deelnemingen gewaardeerd op ruim f. 38 mrd. Hierbij is voor de meeste ondernemingen de intrinsieke waarde gehanteerd. Bij minderheidsdeelnemingen is op de beurs genoteerde ondernemingen is gebruik gemaakt van de beurskoers. De f. 38 mrd. zijn echter een verkeerd uitgangspunt bij de bepaling van de

*De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de AMRO bank. Het artikel is geschreven à titre personnel.

1) Hierin is ook begrepen de verkoop van huurwoningen, tegen aantrekkelijke prijzen, aan de bewoners.

2) Inmiddels is bekend geworden dat de ministeriële onderraad voor informatiebeleid de voorstellen van de commissie-Swarttouw over privatisering van PTT-onderdelen heeft afgewezen. Slechts in geval van nieuwe apparatuur zou de PTT moeten gaan concurreren met het particuliere bedrijfsleven.

3) Zie P. J. M. Wilms, PTT en privatisering, *ESB*, 23 juni 1982.

omvang van de mogelijkheden tot afstoting. Indien de PTT en de RPS buiten beschouwing blijven, resteert een bedrag van ca. f 10 mrd. Een deel hiervan kan buiten beschouwing blijven omdat verkoop of wel onmogelijk is, of wel niet opportuun: de NS, DNB, Gasunie, bedrijven in het streekvervoer en de ontwikkelingsmaatschappijen.

In het Verenigd Koninkrijk — waar de relatieve omvang van het aandelenbezit van de staat veel groter is — is vooral op politieke gronden tot nationalisatie overgegaan. In Nederland is deelneming van de overheid vaak ontstaan als een vorm van steunverlening aan bedrijven: Vredestein, Hembrug en Gero om enkele bekende te noemen. Het werkgelegenheidsargument stond hierbij voorop. Ook deelnemingen in KLM en AKZO hebben een bijzondere reden gehad: het aanvullen van investeringsfondsen, bij voorbeeld voor de vlootuitbreiding van de KLM.

Het huidige kabinet beperkt de steunverlening die gebaseerd is op werkgelegenheidsargumenten. Er wordt voortaan gekeken naar de levensvatbaarheid van de te steunen bedrijven; eventueel met behulp van externe deskundigen, die de levenskansen dienen te beoordelen. Als de steunverlening van de overheid uiteindelijk leidt tot het weer gezond maken van een onderneming is er alle reden om het overheidsbelang weer af te stoten.

In 1981 ontving de overheid f. 1.359 mln. aan winstuitkeringen uit haar deelnemingen. Als de bijdrage van De Nederlandsche Bank (f. 1.319 mln.) hiervan afgetrokken wordt, resulteert een schamele f. 40 mln. als opbrengst van de ondernemersactiviteiten van de overheid (exclusief PTT) 4). Bij een totaalbezit van f. 10 mrd. aan activa is dit een vrijwel te verwaarlozen dividendrendement. Dit betekent echter niet dat het onmogelijk is om ook onrendabele bedrijven (in zoverre ze geen winst uitkeren) te verkopen. Beleggers zijn niet alleen geïnteresseerd in dividend maar ook in de koersontwikkeling. In principe koopt een belegger een aandeel van de staat wanneer hij verwacht dat de te behalen opbrengst groter is dan de opbrengst van alternatieve beleggingen. Zolang de overheid geen winst neemt, is slechts het dividend van belang als inkomstenbron. De verkoopmogelijkheden zijn sterk afhankelijk van de stemming op de beurs. Als deze gunstig blijft kan het afstoten van overheidsaandelen voor beide partijen aantrekkelijk zijn: voor de belegger omdat hij eventueel een hoog koersrendement kan behalen, voor de overheid omdat zij eventueel een boekwinst realiseert. Dit laatste is het geval als de huidige verkoopprijs hoger is dan de prijs ten tijde van de aankoop; en dit lijkt waarschijnlijk gezien de recente koersontwikkelingen.

De toegenomen belangstelling voor aandelen is vooral te danken geweest aan het gunstige beursklimaat. Ook minder goedlopende NV's hebben hiervan kunnen profiteren. Via de beurs zouden echter slechts de aandelen van 5 genoteerde ondernemingen (KLM, AKZO, NMB, Hoogovens en Gero) verkocht kunnen worden. Het overige bezit zou ondershands bij institutionele beleggers geplaatst kunnen worden. Een probleem doet zich voor bij DSM. Voor de verkoop van deze verreweg grootste deelneming — goed

voor ca. een derde van de totale intrinsieke waarde — is een wetswijziging nodig.

Ten slotte dient nog het ideologische argument bekeken te worden. De invloed die de Nederlandse overheid uitoefent op het bedrijfsleven is vooral een kwestie van regulering. Dit geldt zowel voor bedrijven met als zonder staatseigendom. De directe inmenging in de te voeren bedrijfspolitiek is gering. Het is niet duidelijk of en hoe de efficiency bij Hoogovens of DSM zou kunnen worden verhoogd indien er meer particuliere aandeelhouders zouden zijn.

Consequenties voor de kapitaalmarkt

In de *Miljoenennota 1983* werd de aandacht sterk gevestigd op de toekomstige rente- en aflossingsverplichtingen als gevolg van de hoge financieringstekorten. Sinds die tijd hebben vooral de rentelasten in het middelpunt van de belangstelling gestaan. De aflossingsverplichtingen zullen evenwel niet minder nijpend zijn. In de Meerjarenramingen lopen de aflossingen op van f. 5.759 mln. in 1984 tot f. 16.900 mln. in 1988.

Opvallend is dat in leerboeken de aflossingen volledig onder de tafel verdwijnen. Zo schrijven Compayen en Van Til dat het financieringstekort (het begrotingstekort exclusief aflossingen op gevestigde staatschuld) van belang is voor de monetaire analyse. Het begrotingstekort is slechts van „staatkundige” betekenis 5). Er wordt steeds impliciet van uitgegaan dat de middelen die vrijkomen bij aflossing van de staatschuld onmiddellijk omgezet worden in nieuwe staatsobligaties. Het is echter niet zonder meer zeker of de beleggers hier toe altijd bereid zijn. Veel beleggers wensen hun belangen meer te spreiden. Vooral de buitenlanders, die ultimo 1981 ca. 12% van de gevestigde staatschuld in handen hadden, zullen hun portefeuille opnieuw bezien bij aflossing.

Is het onzeker of het omzetten in nieuwe staatschuld te allen tijde mogelijk is, in ieder geval leidt de omzetting tot een hogere rentelast indien voor de nieuwe leningen een hogere rente geldt dan voor de oude. Blijft bij deze aflossing in eerste instantie het financieringstekort ongewijzigd, in latere jaren zal dit tekort ceteris paribus toenemen onder invloed van de hogere rentelasten. Om twee redenen zullen derhalve bij ongewijzigd beleid de rentelasten en daarmee het financieringstekort oplopen. Enerzijds omdat de aflossingsverplichtingen toenemen, anderzijds omdat de nieuw te creëren staatschuld gemiddeld duurder is dan de afgeloste.

Om het voorstel van verkoop van overheidsbelangen en de aanwending voor aflossingsverplichtingen juist te kunnen beoordelen dienen we de geïsoleerde transactie te bekijken. Door verkoop neemt de ontvangstenstroom voor de overheid toe en wordt het financieringstekort verkleind en daarmee in eerste instantie ook het beroep op de kapitaalmarkt. In een latere fase, wanneer de denationaliseringsoperatie beëindigd is, wordt deze behoefte bepaald door het saldo van lagere ontvangsten (deriving van deelnemingsinkomsten) en lagere uitgaven (rentelasten). De opbrengst uit verkoop is eenmalig, de vermindering van de inkomsten uit beleggingen

is daarentegen structureel. Ook de besparing op de rentelasten is structureel. Het is dus niet zo dat het hier budgettaire gezien een eenmalig karakter heeft, zoals minister Ruding het voorstel heeft becommentarieerd 6). Het effect op de langere termijn voor de besparingen van het rijk kan duidelijk worden met behulp van een rekenvoorbeeldje. Stel het rendement op staatsleningen bedraagt 8% en het dividendrendement op de overheidsaandelen 4%. Bij verkoop van f. 250 mln. aan deelnemingen bespaart de overheid aan rentelasten f. 20 mln. en derft ze f. 10 mln. aan inkomsten. Voor f. 10 mln. wordt het beroep van het rijk op de kapitaalmarkt verminderd.

De opbrengsten van de particulieren vormen het spiegelbeeld van die van het rijk. Door aflossing van staatschuld kan, indien deze niet omgezet wordt in nieuwe staatschuld, het aanbod op de kapitaalmarkt worden vergroot. Hiermee kan de aankoop van aandelen gefinancierd worden. In een volgende periode derven de particulieren f. 20 mln. rente-inkomsten en ontvangen ze f. 10 mln. aan dividend. Voor de particulieren is dit uiteraard alleen interessant als ze nog andere opbrengsten — koerswinsten — mogen verwachten.

Slotopmerkingen

De activa-portefeuille van de overheid laat slechts op beperkte schaal verloop toe 7). Daardoor gaat het hier om relatief geringe bedragen, die gezien de omvang van de financiële problemen van de overheid weinig soelaas bieden. Desalniettemin kan verkoop voor het rijk — zij het in geringe mate — voordelig zijn. Veel hangt daarbij af van de koersverwachting van de beleggers. Voor de beurs kan het psychologische aspect van belang zijn.

Weliswaar gaat het voorstel uit van het gebruik van de middelen voor aflossing, een andere aanwending is gezien het politieke handelen van de afgelopen jaren niet geheel uitgesloten. Wanneer deze middelen worden aangewend voor additionele uitgaven, vervalt het voordeel van verlaging van rentelasten voor de overheid en wordt bovendien de kapitaalmarkt extra belast.

A. H. C. Gietman

4) Persbericht Financiën, nr. X21, 26 januari 1983.

5) Compayen en Van Til, *De Nederlandse economie*, tweede druk, blz. 270.

6) Handelingen Tweede Kamer 1983, blz. 423.

7) In 1981 — het laatste jaar waarover cijfers bekend zijn — stonden de bedrijven die winst maakten, voor ca. f. 5 mrd. genoteerd. Ruim f. 4,5 mrd. hiervan had betrekking op slechts drie ondernemingen: DSM, KLM en BNG. Indien verkoop hiervan mogelijk is, zal hij zeker gespreid in de tijd dienen te gebruiken.