

Directe buitenlandse investeringen en Nederlandse banken

Directe buitenlandse investeringen door Nederlandse banken blijken een stimulans voor niet-financiële sectoren om eveneens investeringen in het buitenland te doen. Dit effect is sterker in ondoorzichtige markten, terwijl andere banken in het gastland geen substituut vormen. Naast de risico's van financiële mondialisering tijdens crises, is de aanwezigheid van Nederlandse banken in het gastland een onderbelicht voordeel.

STEVEN POELHEKKE

Hoofddocent aan de Vrije Universiteit Amsterdam, onderzoeker bij De Nederlandsche Bank en winnaar van de ESB Award 2012

Nederland kent meerdere zeer grote banken die heel succesvol zijn of waren in het buitenland. Nederlandse banken volgden daarmee de trend in financiële mondialisering van de afgelopen decennia. Naar internationale spreiding van activiteiten van alle grote banken in de wereld namen banken als ABN Amro, ING en Rabobank in 2006 respectievelijk de 7e, 11e en 42e plaats in volgens het World Investment Report 2008 (UNCTAD, 2008). Tijdens de crisis bleek dat dit een keerzijde had: het redden van bijvoorbeeld ING en ABN Amro werd toen een kostbare aangelegenheid voor de schatkist. Beleidsmakers vroegen zich af of de Nederlandse financiële sector groter was dan wenselijk, en ook nu nog is die vraag relevant. De recente wetenschappelijke literatuur (Cetorelli en Goldberg, 2012; Kalemlı-Ozcan *et al.*, 2013a; 2013b) heeft de nadruk van onderzoek dan ook gelegd op de risico's van financiële mondialisering. Een van die risico's is dat economische schokken zich snel van het ene land naar het andere kunnen verspreiden. Deze literatuur ziet mogelijk enkele voordelen van mondiale banken over het hoofd:

dragen internationale banken eraan bij dat het Nederlandse bedrijfsleven zo veel en zo succesvol direct investeert in het buitenland? Dit is relevant omdat in dat geval een kleine nationale bankensector niet optimaal zou zijn, ondanks dat een kleine bankensector wel minder direct blootstaat aan economische schokken uit het buitenland.

DATA EN METHODIEK

De gebruikte dataset is de populatie van de balanswaarde van directe buitenlandse investeringen (DBI's) – ofwel uitgaande buitenlandse investeringen – door Nederlandse bedrijven in het buitenland tussen 1983 en 2003, zoals verzameld door De Nederlandsche Bank, voor alle sectoren en alle landen. Directe buitenlandse investeringen worden zo gedefinieerd dat het moederbedrijf minstens tien procent van de aandelen van een dochterbedrijf bezit, en bovendien een zekere mate van controle over de bedrijfsvoering heeft. De waarde van alle Nederlandse DBI's in het buitenland was 741 miljard euro in 2011 (www.dnb.nl), verspreid over 190 landen. In 2010 was Nederland daarmee de op vier na grootste investeerder in de wereld, met 5,5 procent van het totaal (www.oecd.org). In beide getallen zijn bijzondere financiële instellingen, zoals brievenbusmaatschappijen, niet meegerekend. Met banken-DBI's wordt het totaal aan DBI's door banken bedoeld. DBI's door niet-financiële bedrijfstakken zijn gedefinieerd als het totaal aan DBI's minus de banken-DBI's, DBI's door verzekeraars, pensioenfondsen, overige financiële instellingen, financiële houdstermaatschappijen, beurzen, bemiddeling hypotheeken en effecten. Doordat overige financiële instellingen en financiële houdstermaatschappijen worden uitgesloten van de analyse, is het niet waarschijnlijk dat de gemeten effecten verklaard kunnen worden door DBI's die slechts belastingontwijking als motief hebben.

Omdat zowel banken-DBI's als niet-financiële DBI's trends over de tijd vertonen, wordt het model geschat als een *error-correction*-model (tabel 1). Een constante, jaar- en

gastlanddummy's zijn meegenomen maar niet in de tabel weergegeven.

Omgekeerde causaliteit wordt op meerdere manieren onderzocht, zoals: door banken-DBI's te instrumenteren, door te testen of het effect sterker is in moeilijke markten – waar het minder waarschijnlijk is dat banken andere bedrijven volgen – en door de analyse te beperken tot sectoren die later dan Nederlandse banken voor het eerst in een gastland investeerden.

DE BV EN HAAR BANK IN HET BUITENLAND

Uit recent onderzoek met data van DNB (Poelhekke, 2015) blijkt dat een daling van een standaarddeviatie (van ongeveer zestig procent) van banken-DBI's gemiddeld leidt tot een daling van niet-financiële DBI's met tien procent. Met andere woorden, de daling van banken-DBI's met negentien procent tussen 2007 en 2008 kan leiden tot een gemiddelde afname van de totale balanswaarde van DBI's door niet-financiële bedrijfstakken van ten minste drie procent op lange termijn (figuur 1). In tabel 1 is het langetermijneffect van banken-DBI's op niet-financiële DBI's uit de tabel te berekenen met behulp van de coëfficiënten in *levels*: $19\% \times -0,069 / -0,418 = 3,1\%$. Het kortetermijneffect (de coëfficiënten in eerste verschillen, $\Delta(1)$) is $0,062 \times 19\% = 1,2\%$, maar dit effect houdt geen stand na robuustheidstests. Dit effect is onafhankelijk van de standaarddeterminanten van DBI's, zoals omvang van de markt, afstand van het gastland tot Nederland, de reële wisselkoers en openheid van de economie voor handel en instituties (Blonigen *et al.*, 2007). Bovendien is dit effect niet zomaar goed te maken door op een andere buitenlandse bank over te stappen (Poelhekke, 2015). Een toename van het totale volume van buitenlandse bankenactiva in gastlanden voorspelt ook een toename van niet-financiële DBI's in deze

landen, maar wanneer deze gesplitst worden in DBI's door Nederlandse banken, activa van andere buitenlandse banken, activa van banken van het gastland, en het volume aan grensoverschrijdende of lokale leningen verstrekt door Nederlandse banken aan bedrijven in het gastland, dan blijkt dat vooral DBI's door Nederlandse banken – en dus hun fysieke aanwezigheid – de meest voorspellende waarde hebben. Het lijkt daarom verstandig van de Britse bank HSBC om te adverteren als *the world's local bank*, maar vooral voor zijn Britse klanten. Ook de Rabobank maakt reclame voor zijn netwerk aan buitenlandse kantoren door te wijzen op de voordelen van bankieren zoals men gewend is, thuis en in het buitenland. Door de regressie uit te breiden met interacties tussen banken-DBI's en institutionele variabelen, zoals de mate van corruptie, rechtszekerheid en een algemene maat van instituties van de International Country Risk Guide, blijkt dat die fysieke aanwezigheid vooral een sterker effect en dus een meerwaarde heeft indien zaken doen in het gastland te kampen heeft met corruptie of een gebrekkige rechtszekerheid.

Omdat uit een positieve correlatie nog geen causaliteit volgt, rijst de vraag of banken hun klanten volgen, of vice versa. In de jaren zeventig en tachtig leek in de literatuur overeenstemming te bestaan dat banken hun klanten vooral naar het buitenland volgen – op basis van data over banken uit de VS. Wellicht is dit ook nu nog het geval zodra een bank overweegt om in een nieuwe markt te investeren. Maar zodra een bank aanwezig is, zal het pakket aan diensten voordelen bieden aan andere bedrijven die nog overwegen om in het betreffende land te investeren.

Zelfs als het zo is dat banken klanten volgen bij het betreden van een nieuwe markt, dan nog zullen banken altijd belemmerd worden door de grote mate van regulering van de bankensector in met name ontwikkelingslanden, die bijvoorbeeld vrij verkeer van kapitaal belemmert of het niet

Basisresultaten

TABEL 1

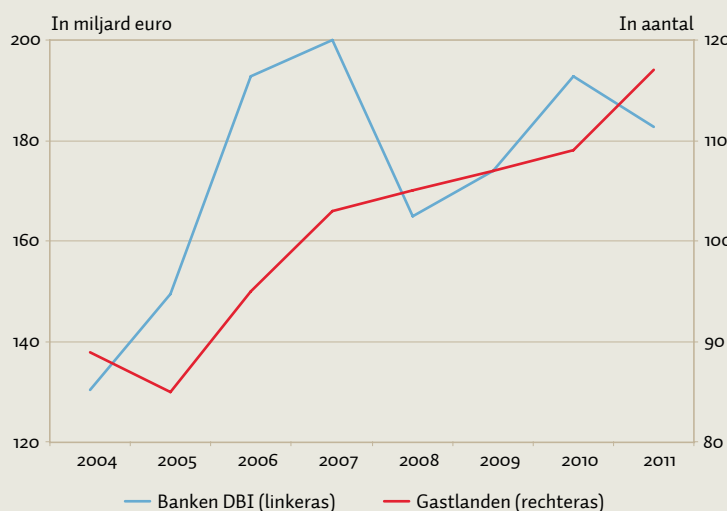
Afhankelijke variabele: log niet-financiële DBI uit Nederland	
Log banken DBI (t-2)	0,069***
Log niet-financiële DBI (t-1)	-0,418***
Log bevolkingsomvang (t-1)	-0,583
Handelsliberalisatie (t-1)	0,321***
Log bbp per hoofd (t-2)	0,651***
Reële wisselkoers met euro (t-1)	-0,944**
$\Delta(1)$ log niet-financiële DBI (t-1)	-0,085
$\Delta(1)$ log banken DBI (t-1)	0,062**
$\Delta(1)$ log bevolkingsomvang	-0,305
$\Delta(1)$ handelsliberalisatie	0,193
$\Delta(1)$ log bbp per hoofd (t-1)	0,505***
$\Delta(1)$ Reële wisselkoers met euro	0,536
Observaties	649
R ²	0,259

/ Significant op respectievelijk vijf- en eenprocentniveau

Bron: eigen berekeningen op basis van gegevens DNB

DBI door banken vanuit Nederland

FIGUUR 1



Bron: DNB

ABN Amro

KADER 1

Een klein jaar voordat de crisis tot uitbarsting kwam met het faillissement van Lehman Brothers, werd op 17 oktober 2007 de verkoop gesloten van ABN Amro aan een consortium van drie buitenlandse banken, bestaande uit Royal Bank of Scotland (RBS) uit het Verenigd Koninkrijk, Fortis uit België en Santander uit Spanje. Alle aandelen werden begin 2008 opgekocht, waarna het aandeel op 25 april 2008 van de beurs werd gehaald (ABN Amro, 2008). Deze Nederlandse bank had een bruto-balanswaarde van meer dan 1.508 miljard dollar. In 2006 had ABN Amro 3.868 kantoren en filialen in 56 landen. Van deze kantoren waren er 449 in Noord-Amerika, 2.154 in Latijns-Amerika en het Caribisch gebied, 1.144 in Europa, 8 in het Midden-Oosten en Afrika, en 113 in Azië. ABN Amro zit al sinds 1917 in Brazilië (ABN Amro, 2008). Met deze verkoop kwam een aanzienlijk deel van de internationale aanwezigheid van Nederlandse banken in buitenlandse handen. ABN Amro werd uiteindelijk gedeeltelijk teruggekocht door de Nederlandse overheid na de nationalisatie van Fortis. Dit betrof echter alleen de Nederlandse activiteiten en slechts enkele buitenlandse filialen, maar geen buitenlandse dochterondernemingen.

Of dit een effect heeft op de investeringskansen van niet-financiële bedrijven, weten we nog niet, omdat de verkoop en splitsing van een bank tijd kost, waardoor het niet meteen duidelijk is of bestaande en potentiële klanten meteen de gevolgen ervan zullen merken.

Twee maanden na de verkoop, in december 2007, kwamen de kopende banken overeen hoe zij hun aanwinst zouden splitsen. RBS zou de onderdelen in Noord-Amerika, Azië en Europa (zonder Antonveneta in Italië), de wereldwijde klanten (zonder Latijns-Amerika) en grote Nederlandse en Latijns-Amerikaanse klanten (met uitzondering van Brazilië) overnemen. Fortis kreeg de private klanten (zonder Latijns-Amerika) en asset management. Santander kreeg Latijns-Amerika (zonder grote niet-Braziliaanse klanten), Antonveneta en private klanten in Latijns-Amerika. Het plan werd goedgekeurd door de toezichthouder op 10 maart 2008, waarna integratie van de onderdelen met de nieuwe eigenaren kon beginnen (ABN Amro, 2008).

Dat integratie van de onderdelen tijd kost, blijkt uit het tijdstip waarop de onderdelen pas een nieuwe naam kregen. RBS had bijvoorbeeld tot september 2009 nodig om de effectenmakelaar Morgans in Australië om te dopen tot RBS Morgans. In maart 2009 kreeg ABN Amro Australia de nieuwe naam RBS Australia en pas op 10 februari 2010 kondigde RBS aan dat de filialen in India en de Verenigde Arabische Emiraten de merknaam RBS zouden krijgen – waarna de eerste spoedig doorverkocht zou worden aan HSBC.

Na verloop van tijd, als de filialen en dochterondernemingen van management veranderen en een andere strategie en zakelijk model gaan volgen, kan blijken dat Nederlandse bedrijven minder makkelijk zaken kunnen blijven doen via hun oude bankrelatie. Maar uit het tempo waarop integratie plaatsvond, kan men opmaken dat het een jaar of langer na verkoop kan duren voordat zulke effecten merkbaar worden. Dit is consistent met de bevindingen dat er alleen op lange termijn een robuuste relatie gevonden wordt tussen banken-DBI's en niet-financiële DBI's.

Het is niet zo dat de nieuwe eigenaren elke bestaande bankrelatie nutteloos maken. Bovendien zijn meerdere Nederlandse banken actief in het buitenland. Het gemiddelde effect verhuult ook variatie op het niveau van specifieke landen. Gemiddeld daalde banken-DBI's met 151 miljoen euro per land in 2007 en 2008. In vier landen zijn zelfs geen Nederlandse banken meer aanwezig en het volume daalde in vijftig landen. Daarbij moet de kanttekening gemaakt worden dat de impact van dit effect op andere bedrijven ook afhangt van de lokale instituties, zoals rechtszekerheid en de kans op corruptie.

mogelijk maakt om een netwerk van kantoren in het land te openen. In de jaren negentig en het eerste decennium van deze eeuw heeft veel liberalisatie plaatsgevonden waardoor ook het buitenlandse netwerk van banken kon uitbreiden en in volume kon toenemen. Ook het op basis van bankenregulering voorspelde volume aan banken-DBI's voorspelt een significant positief effect op niet-financiële DBI's, onafhankelijk van de liberalisatie van handel of andere dienstensectoren. Daarnaast is er geen significant effect van niet-financiële DBI's wanneer juist banken-DBI's de afhankelijke variabele vormen. Bovendien is het minder waarschijnlijk dat een bank een klant zal volgen naar een land dat heel corrupt is of geen rechtszekerheid kent. Als laatste blijkt dat het positieve effect van banken-DBI's standhoudt wanneer de analyse zich beperkt tot sectoren die later dan Nederlandse banken voor het eerst in een gastland investeren.

Met andere woorden: het bedrijfsleven heeft veel aan de buitenlandse aanwezigheid van Nederlandse banken. Mogelijk komt dit doordat de diensten die geboden worden door Nederlandse multinationale banken, via hun kantoren en dochterondernemingen in het buitenland, het makkelijker maken voor het bedrijfsleven om DBI's te doen in landen waar hun eigen bank actief is.

Wat betekenen deze bevindingen voor Nederland? Het positieve effect van banken-DBI's op niet-financiële DBI's impliceert dat de daling van banken-DBI's in 2008 tot een daling leidt van ten minste vijftien miljard euro aan niet-financiële DBI's op een balanstotaal van 496 miljard in 2009. Een aanzienlijk deel van de daling van banken-DBI's in 2008 is toe te schrijven aan de verkoop en splitsing van ABN Amro (kader 1).

HET BELANG VAN EEN BANK VOOR DBI'S

De complexiteit van buitenlandse directe investeringen suggereert dat alleen de meest productieve bedrijven op eigen kracht en met succes in het buitenland kunnen investeren (Helpman *et al.*, 2004), terwijl veel andere bedrijven waarschijnlijk baat hebben bij de kennis en ervaring van eerdere investeerders, en in het bijzonder van banken. Multinationals moeten een verscheidenheid aan besluiten nemen, zoals in welk land zij willen investeren, of het om een overname van een bestaand bedrijf gaat of om een nieuw op te zetten bedrijf, het vinden van een geschikte potentiële dochteronderneming, de omvang van de deelneming, en de waardering van het te kopen bedrijf. De spreiding van DBI's over landen met verschillende instituties impliceert bovendien dat multinationals om moeten gaan met een verscheidenheid aan marktfricties en verschillende maten van bescherming van investeringen. Bankenspecialiseren zich in het verlagen van transactiekosten en kunnen informatieasymmetrie verkleinen om zo het aantal investeringsmogelijkheden en de succeskans te verhogen (Beck, 2002).

Het effect van banken-DBI's is juist sterker in markten die lijden onder corruptie en rechtsonzekerheid. In degelijke markten heeft zogenaamde 'zachte kennis' over lokale instituties, belastingstelsels, investeringskansen, overheidsbeleid en kennis over sectoren en mogelijke overnamekandidaten een meerwaarde. Een mogelijke verklaring die consistent is met de gevonden effecten, is dat Nederlandse banken via dochterondernemingen en branches dergelijke

zachte informatie verzamelen. Zulke informatie is moeilijker in cijfers te vangen en heeft meer te maken met ervaring en kennis over hoe men lokaal zakendoet. ‘Harde’ informatie, zoals gegevens uit jaarverslagen, is echter relatief vrijelijk beschikbaar voor zowel banken als bedrijven, en vormt de basis voor grensoverschrijdende leningen. Zachte informatie vergt een lokale aanwezigheid en een kortere afstand tot lenende bedrijven, en de specialistische vaardigheden van banken om informatieasymmetrie te slechten.

Kan deze dienst niet door een andere buitenlandse bank worden aangeboden? Mogelijk niet in dezelfde mate. Indien een Nederlandse bank een Nederlands bedrijf als klant heeft en dit bedrijf wil expanderen naar andere landen, dan heeft de eigen bank unieke informatie over de specifieke investeringen die het bedrijf wil doen en over de eisen die daaraan gesteld worden. Het bedrijf zal een goede partner proberen te vinden die past bij de specifieke doelen van het bedrijf – zoals lokaal produceren of technologie inkopen – maar de Nederlandse bank kent de investeringsrisico’s en mogelijkheden in het gastland en de institutionele verschillen met Nederland: een informatievoordeel ten opzichte van andere multinationale banken en een voordeel ten opzichte van de lokale banken van het gastland. De resultaten laten zien dat alleen banken-DBI’s van het thuisland een significant positief effect hebben. Bovendien is een interactie tussen instituties en niet-Nederlandse bankenactiva niet significant. Het verzamelen van zachte informatie kost tijd, wat consistent is met de bevinding dat de effecten niet al na één jaar spelen, maar pas op langere termijn.

Andere mogelijke kanalen zijn lokale financiering van overnames en acquisities, het organiseren van interne kapitaalmarkten van multinationals en het verzorgen van grensoverschrijdende betalingen en wisselkoersmanagement. Maar voor deze andere kanalen is het minder duidelijk waarom alleen een bank van het thuisland het met de data geschatte voordeel biedt. Informatieasymmetrie en lokale kennis vormen daarom mogelijk een overtuigender mechanisme achter de gevonden effecten.

CONCLUSIE EN IMPLICATIES

Voor niet-financiële bedrijven vormt fysieke buitenlandse aanwezigheid van Nederlandse banken een comparatief voordeel voor het succesvol uitvoeren van directe buitenlandse investeringen. Een daling van een standaarddeviatie (van ongeveer zestig procent) van banken-DBI’s leidt gemiddeld tot een daling van niet-financiële DBI’s met tien procent. Een interpretatie die consistent is met dit effect, is dat banken het makkelijker maken om in het buitenland te investeren, doordat zij informatieasymmetrie kunnen verlagen. Banken kunnen bijvoorbeeld de vijver aan mogelijke overnamekandidaten vergroten en helpen om de institutionele verschillen tussen landen te overbruggen. Hoewel de potentiële kosten van bijvoorbeeld systeemrisico niet onderschat mogen worden, is de hoofdboodschap dat grote internationale banken voor Nederland van belang zijn voor de investeringskansen van andere bedrijven in het buitenland. De Nederlandse banken bieden daarmee een belangrijk voordeel voor de zeer open en internationale Nederlandse economie, die in ruim 190 landen investeert. Natuurlijk betekent de internationale aanwezigheid van Nederlandse

bedrijven dat het bedrijfsleven heeft geïnvesteerd in vele landen waar hun bank *niet* ook fysiek aanwezig was. Desalniettemin kunnen banken de transactiekosten verlagen en daarmee het volume aan investeringen bevorderen.

Voor niet-financiële bedrijven vormt de omvang van de financiële sector in het thuisland een comparatief voordeel, zolang deze sector zich kenmerkt door een uitgebreid buitenlands netwerk van kantoren en dochterondernemingen.

LITERATUUR

ABN Amro (2008) *Annual Report*, 25 maart. Amsterdam: ABN Amro Holding N.V.

Beck, T. (2002) Financial development and international trade. Is there a link? *Journal of International Economics*, 57(1), 107–131.

Blonigen, B.A., R.B. Davies, G.R. Waddell en H.T. Naughton (2007) FDI in space: spatial autoregressive relationships in foreign direct investment. *European Economic Review*, 51, 1303–1325.

Cetorelli, N. en L.S. Goldberg (2012) Banking globalization and monetary transmission. *The Journal of Finance*, 67(5), 1811–1843.

Helpman, E., M.J. Melitz en S.R. Yeaple (2004) Export versus FDI with heterogeneous firms. *American Economic Review*, 94(1), 300–316.

Kalemli-Ozcan, S., E. Papaioannou en F. Perri (2013a) Global banks and crisis transmission. *Journal of International Economics*, 89(2), 495–510.

Kalemli-Ozcan, S., E. Papaioannou en J.L. Peydró (2013b) Financial regulation, financial globalization and the synchronization of economic activity. *The Journal of Finance*, 68(3), 1179–1228.

Poelhekke, S. (2015) Do global banks facilitate foreign direct investment? *European Economic Review*. 76, 25–46.

UNCTAD (2008) *World Investment Report*. New York/Genève: UNCTAD.