

Privatisering in Groot-Brittannië, Frankrijk en Nederland

Inleiding

Privatisering is de laatste jaren in vele landen toegepast als middel om overheidstaken en -bedrijven onder de tucht van de markt te brengen. Nadere bestudering van de literatuur leert dat privatisering meestal benaderd wordt vanuit een politieke optiek. Veel minder aandacht wordt besteed aan het verband tussen de aandelenemissies en de prijsvorming van financiële markten. De behoefte om op dit gebied nadere informatie op te doen vormde de grondslag van een onderzoek naar de stand van zaken en ervaringen op privatiseringsgebied in Groot-Brittannië, Frankrijk en Nederland. Met name voor Groot-Brittannië geldt dat merchant bankers, accountants, geprivatiseerde ondernemingen en de overheid zoveel expertise hebben opgebouwd, dat advies aan andere landen is uitgegroeid tot een waar exportprodukt. Achtergrondidee bij de opzet van de studie was dat bestudering van de in het buitenland opgedane ervaring zou kunnen leiden tot aanbevelingen voor de privatisering van DSM en de Postbank in Nederland.

Het begrip privatisering

De literatuur is verdeeld over wat het begrip privatisering inhoudt. De algemene gedachte is dat er 'iets' van de overheid naar de private sector verschuift. Hierbij verschilt de invulling van dat 'iets' van land tot land en van auteur tot auteur. Privatisering is het tegenbeeld van nationalisering, waarbij de overheid juist taken overneemt die tot dan toe door het bedrijfsleven werden uitgevoerd. De Nederlandse Interdepartementale Begeleidingscommissie Privatisering (IBP) hanteert de volgende definitie: "Elke vorm van verzelfstandiging, waarbij door de overheid verrichte taken en activiteiten, hetzij onder een minder directe overheidsinvloed worden gesteld, hetzij aan overheidsinvloed worden onttrokken". Dit betekent een onderscheid in de volgende hoofd-

vormen: verzelfstandiging, uitbesteding en afstoting. De in Groot-Brittannië gebruikte term 'privatisation' beperkt zich tot het afstoten, door middel van aandelenverkoop of andere verkoopvorm, van staatsbedrijven en -deelnemingen. In het onderzoek hebben wij ons bij de in Groot-Brittannië gehanteerde definitie aangesloten. Dit bracht met zich mee dat we geen aandacht hebben geschonken aan het uitbesteden of afstoten van rijksdiensten in Nederland, zoals bij voorbeeld de privatisering van het ijkwezen en het loodswezen. Aan het afstoten van vermogen in de vorm van aandelenpakketten, zoals in Nederland het geval is bij DSM, Postbank, Hoogovens en KLM, hebben wij de meeste aandacht besteed, gezien de interessante financieel-economische vraagstukken die hier een rol spelen.

Achtergronden en resultaten

In Groot-Brittannië werd in het begin van de jaren tachtig een groot privatiseringsprogramma opgezet waarin voor veel staatsbedrijven een overgang was voorzien van de publieke naar de private sector in een termijn van ongeveer tien jaar. De openbare verkoop van 5% aandelen van British Petroleum in 1979 vormde het begin van een lange privatiseringsoperatie, waarvan het einde nog niet in zicht is. Na de privatisering van onder andere British Petroleum, Jaguar, British Telecom, British Airways en Britoil staat voor de komende jaren de privatisering van de water- en elektriciteitsbedrijven op het programma.

In Groot-Brittannië was het vooral de slechte produktiviteit en rentabiliteit van staatsbedrijven die de overheid er toe bracht om te privatiseren, eerst geleidelijk maar gaandeweg steeds grootschaliger. Waren er in 1980 verkoopopbrengsten van 377 miljoen pond, alleen in 1987 al was dit toegenomen tot 4,55 miljard pond en de prognoses voor 1988-1991 zijn 5 miljard pond per jaar.

In Frankrijk heeft de regering-Chirac direct bij haar aantreden in 1986 een programma voor privatisering van 65 ondernemingen opgezet. Hiervan zijn

Tabel 1. Resultaten van de privatiseringen in Frankrijk en Groot-Brittannië tot eind 1987

	GB	F
Verkoopopbrengst	£ 24 mrd	F 70 mrd
Aantal ondernemingen	43	15
Aantal arbeidsplaatsen	650.000	900.000
Aantal aandeelhouders		
voor privatiseringen	2,0 mln	3,3 mln
Aantal aandeelhouders na privatiseringen	8,5 mln	7,5 mln

er 15 gerealiseerd. Het was niet zozeer het ontbreken van efficiency in de staatsbedrijven dat de aanzet gaf tot het privatiseringsproces, maar het onvermogen (letterlijk) van de overheid om de staatsbedrijven voldoende te financieren. De periode van privatisering is kort en hevig geweest; zij duurde van eind 1986 tot begin 1988. In die periode werd er voor in totaal 70 miljard franc aan staatsdeelnemingen verkocht. Tabel 1 geeft een overzicht van de schaal van de privatiseringen en de betekenis voor de Britse en Franse economie.

In Nederland is het vooral de wens tot een kleinere overheid geweest die het kabinet-Lubbers er in 1983 toe bracht om een privatiseringsbeleid te starten. Op dit moment is er voor ruim 600 miljoen gulden aan staatsdeelnemingen verkocht. Eigenlijk is alleen de beursgang van DSM vergelijkbaar met de privatisering in Groot-Brittannië en Frankrijk.

Voor een besluit om te gaan privatiseren worden meerdere motieven aangevoerd. Per onderzocht land verschillen deze, maar er is een aantal dat steeds terugkeert. De belangrijkste motieven zijn:

- het bevorderen van de efficiency in bedrijven;
- het verbreden van het aandelenbezit onder de bevolking;
- het geven van meer zelfstandigheid aan ondernemingen, zowel bij het samenstellen van hun activiteiten als bij het financieel beleid;
- het genereren van geldmiddelen voor de overheid.

Om een aantal redenen hebben wij bedenkingen tegen deze motieven voor privatisering. Ten eerste vindt er in geen van de drie landen een kosten-batenanalyse plaats bij de beslissing om te privatiseren. Bij de verkoop van aandelen worden in feite toekomstige kasstromen verkocht. In geen van de drie onderzochte landen zijn huidige verkoopopbrengst en toekomstige kasstromen tegen elkaar afgewogen. In de tweede plaats blijkt dat de gevolgen van privatisering pas in een later stadium tot doelstellingen zijn verheven. Zwart-wit geschetst: op een gegeven moment zijn

regeringen begonnen met de verkoop van staatsbedrijven uit onvrede met de bestaande situatie of om hun tekorten te kunnen dekken, de (onverwachte) positieve effecten die daarbij optraden werden in het vervolg als motieven aangemerkt. Ten slotte blijkt uit de regeringwisseling in Frankrijk, die leidde tot het stopzetten van het privatiseringsprogramma, hoezeer ideologische en politieke argumenten van doorslaggevende betekenis zijn.

Privatiseringsproces

Wanneer de beslissing tot privatisering is genomen moet een onderneming verkoopbaar gemaakt worden. In verband met de grote belangen die dan beginnen te spelen, worden door zowel de regering als het te privatiseren bedrijf adviseurs aangetrokken. Bij de eerste privatiseringen werd in Groot-Brittannië slechts met één adviseur gewerkt. Vanwege de tegenstrijdige belangen van overheid en te privatiseren ondernemingen begon men al spoedig met twee adviseurs te werken (één voor de overheid en één voor de onderneming). De emissie van BP in oktober 1987 toonde aan dat dit ook niet de ideale situatie was. De adviseur van de overheid (Rothschild) had hier namelijk ook de leiding over de onderwriters. Rothschild had de emissie gegarandeerd en zou bij doorgang van de emissie met een flink verlies blijven zitten vanwege de beurskrach. De overheid bleef uiteindelijk bij haar standpunt de emissie door te laten gaan. Deze ervaring leidde er toe, dat men in het vervolg ging werken met een aparte, derde, adviseur voor de onderwriters.

De belangrijkste wijzigingen binnen de onderneming, waarvoor advies nodig is, kunnen zijn:

- aanpassingen in de ondernemingsstructuur. De mate waarin dit nodig is, is onder meer afhankelijk van de vraag in hoeverre een onderneming voor de privatisering al marktgericht werkte. Ook in ondernemingen die niet lang geleden zijn genationaliseerd, hoeven meestal geen ingrijpende veranderingen plaats te vinden. Bij aanpassingen moet ook gedacht worden aan de administratieve organisatie van een bedrijf, wanneer deze niet toegerust is op een commerciële bedrijfsvoering. Zo zal er in sommige gevallen een beginbalans van het te privatiseren bedrijf moeten worden opgesteld;
- veranderingen in de status en arbeidsvoorwaarden van werknemers. Ook de pensioenproblematiek behoort hiertoe;
- wet- en regelgeving ten aanzien van beschermingsconstructies en mo-

nopolieposities. Om een bedrijf na privatisering tegen ongewenste overnemingen te beschermen is een ruime hoeveelheid instrumenten beschikbaar. Voor de zogenaamde natuurlijke monopolies, die in Groot-Brittannië ook geprivatiseerd worden, is aanvullende wetgeving nodig om het gedrag van het bedrijf ook na privatisering te kunnen beïnvloeden (bij voorbeeld de verplichting voor een waterleidingbedrijf om ook de onrendabele aansluitingen te handhaven). Zo is in Groot-Brittannië een regulerend orgaan, OFGAS, in het leven geroepen om toezicht te houden op British Gas. Daarbij heeft men gekozen voor prijsregulering en niet voor rendementsregulering. Dit houdt in dat de prijzen van British Gas via een bepaalde formule gereguleerd worden.

Emissie

Gelijktijdig met de hiervoor genoemde voorbereiding moet beslist worden welk gedeelte van de onderneming verkocht wordt en op welke manier dit zal geschieden. Deze afweging kan er toe leiden dat de onderneming wordt opgesplitst en dat niet alles verkocht wordt. In Nederland is dit terug te vinden in de constructie rond DSM en haar aardgasbaten. Een andere mogelijkheid is dat niet alle aandelen verkocht worden in verband met het absorptievermogen van de kapitaalmarkt of uit beschermingsoverwegingen. Voor het te verkopen gedeelte moet een beslissing worden genomen over het emissiesysteem: onderhands of openbaar, vaste prijs of een tender offer.

Het is op dit punt dat er een grote verplechting van allerlei aspecten van het privatiseringsproces optreedt. Zo beschouwt men in Groot-Brittannië de vaste prijs als het beste emissiesysteem voor de openbare verkoop, gegeven de doelstelling spreiding van het aandelenbezit te bevorderen. Een tender offer is voor het grote publiek een te ondoorzichtig systeem. In Frankrijk heeft men hiervan geleerd: voor het publiek werd de vaste prijs gebruikt en voor de institutionele beleggers het tender offer.

De wens om tot spreiding van het aandelenbezit te komen werd ook ingegeven door de omvang van de bedragen die met de privatiserings-emissies gemoeid waren. Het opnamevermogen van de traditionele marktpartijen zou te kort kunnen schieten en het was daarom van belang nieuwe aandeelhouders te interesseren. Om dit doel te bereiken zijn grootschalige marketingcampagnes gevoerd. In Groot-Brittannië is de nadruk op de spreiding van het aande-

lenbezit groter geweest dan in Frankrijk. In dit laatste land zijn de grote beleggers dan ook ruim bedeed met aandelen uit privatiseringen.

Dit hangt samen met de beschermingsconstructies die in beide landen zijn aangebracht om ongewenste overnemingen van het 'nationale bezit' tegen te gaan. In Groot-Brittannië is dit gebeurd in de vorm van statutaire beperkingen aan het aandelenbezit en door de zogenaamde 'golden share', waarbij de houder van dit aandeel als enige de bevoegdheid heeft de statuten van de onderneming te wijzigen. Het zal geen verbazing wekken dat de eigenaar van dit aandeel steeds de staat is. In Frankrijk is de bescherming gezocht in het betrekken van een groep grote bedrijven en beleggers (circa 75), de 'noyau dur' die telkens 20 à 30% van het aandelenkapitaal toebedeeld kregen. Deze groep werd verondersteld loyaal te zijn met het te privatiseren bedrijf en werd verplicht de aandelen in de vennootschap minimaal een aantal jaren vast te houden. Op deze manier was voor enige tijd de continuïteit van de groep grote aandeelhouders gewaarborgd. Overigens blijkt dat deze groep haar belangen juist heeft uitgebreid na de emissies. Een probleem vormde het samenstellen van de noyau dur: de regering-Chirac kreeg het verwijt dat er slechts politieke geestverwanten in de noyau dur zaten en dat men zodoende bezig was met een 'chiracificatie' van de economie.

Een opvallend punt is de zogenaamde 'claw-back'-bepaling in de emissies. Deze houdt in dat bij een overtekening van de emissie, aandelen die eerst bestemd waren voor institutionele beleggers en buitenlanders, overgeheveld worden naar particuliere beleggers. Dit systeem voldoet volledig aan de gestelde politieke en financiële eisen. Ten eerste krijgt de particuliere belegger altijd evenveel aandelen als hij wenst. Met andere woorden, de politiek stelt hem nooit teleur. Ten tweede worden de institutionele beleggers als het ware achter de hand gehouden voor het geval de binnenlandse vraag niet groot genoeg is. Een bijkomend voordeel is dat de institutionele beleggers doorgaans minder krijgen toegewezen dan zij gewild hadden. Dit betekent dat ze ten opzichte van de beursindex ondervertegenwoordigd zijn in geprivatiseerde bedrijven. Dit zal aanleiding zijn om op de beurs bij te kopen. Deze koopdrang zorgt ervoor dat de koersen omhoog gaan, waar de miljoenen particuliere beleggers en de politiek uiteraard zeer tevreden mee zullen zijn. Opmerkelijk is dat in Nederland, met de op handen zijnde privatisering van DSM, de discussie over de spreiding van aandelen slechts binnenskamers lijkt te zijn gevoerd.

Om een oordeel te kunnen vellen over de juistheid van de verkoopprijs, kan het rendementsverloop van de aandelen onderzocht worden. Op 21 oktober 1987, dus vlak na de beurskrach, noteerden alle aandelen van geprivatiseerde Britse bedrijven op een na, boven hun emissiekoers. Een betere analyse geeft echter hun performance ten opzichte van de algemene beursindex: op 21 oktober 1987 gemeten, bleken de aandelen van de geprivatiseerde bedrijven in Groot-Brittannië gemiddeld niet beter of slechter te hebben gepresteerd dan de algemene FTA-beursindex over de voorliggende jaren. Dit resultaat neemt een belangrijk argument van de tegenstanders van privatisering, dat de aandelen te goedkoop zouden zijn verkocht, weg. In Frankrijk bleken de aandelen van de geprivatiseerde bedrijven tijdens de krach minder gedaald te zijn dan de CAC-beursindex. In Frankrijk is zelfs een 'Indice Vie Française des Valeurs Privatisées' ontworpen om de aandelen van de geprivatiseerde bedrijven te kunnen volgen.

Marketing

Voor en tijdens de emissie is er in veel gevallen een uitgebreide marketingcampagne van het te privatiseren bedrijf geweest. In sommige gevallen werd een campagne gevoerd om het imago van het bedrijf te veranderen. Zo diende British Telecom van het stigma van een stoffig staatsbedrijf af te komen om bij het publiek het imago van een high-tech-bedrijf te creëren, ten einde voldoende belangstelling voor de aandelen te wekken. De marketingcampagnes kwamen ook de te privatiseren bedrijven ten goede via een gunstiger beeldvorming bij het publiek. Bedrijven waren hierdoor dikwijls bereid een deel van de kosten van zo'n campagne te betalen.

Afhankelijk van de doelstellingen ten aanzien van de spreiding van het aandelenbezit, wordt de markt gesegmenteerd in binnen- en buitenlandse (institutionele) beleggers, die vervolgens op verschillende manieren worden geïnteresseerd in het te privatiseren bedrijf. De marketingcampagne voor het publiek is gericht op twee punten. Ten eerste dient het het publiek duidelijk gemaakt te worden dat het aandelen kan kopen en dat het hiervoor een deel van zijn spaargeld moet gebruiken. Ten tweede moet men het publiek, als het zich geroepen voelt om in aandelen te gaan beleggen, er toe overhalen in aandelen van te privatiseren bedrijven te beleggen en niet in andere aandelen. De grote beleggers worden vaak individueel benaderd, in de vorm van presentaties van het bedrijf door leden van de

Raad van Bestuur, de zogeheten roadshows. Om de opgewekte belangstelling om te zetten in inschrijving op de emissie, wordt gebruik gemaakt van incentives. Deze lopen uiteen van het geven van kortingen op de producten van het te privatiseren bedrijf, bonusaandelen bij langdurig bezit en aandelen op afbetaling tot het geven van aandelen met korting aan werknemers.

Deze marketingcampagnes zijn meestal zeer succesvol geweest. De campagne bij British Gas leverde liefst 5 miljoen informatie-aanvragen op. Banque Paribas is na haar privatisering het bedrijf met de meeste aandeelhouders ter wereld geworden (3,8 miljoen). Een probleem voor het bedrijf is dan natuurlijk wel hoe de relaties met de aandeelhouders op een goede en betaalbare manier kunnen worden onderhouden.

Conclusie

Een belangrijke vraag is in hoeverre de in het buitenland opgedane ervaring en kennis van nut kan zijn voor de Nederlandse situatie. Hoewel bij elke privatiseringsoperatie overeenkomstige vraagstukken aan de orde komen, noopt de enorme complexiteit van de operaties tot terughoudendheid bij het overnemen van draaiboeken en ervaringen uit het buitenland. Toch is op onderdelen, vooral op kapitaalmarkt-technisch gebied en op het aangrenzende gebied van de marketing van de aandelenemissie, ervaring opgedaan die wel van pas kan komen.

De liquiditeit van de vermogensmarkt waarop men aandelen van grote privatiserende ondernemingen wil plaatsen is van groot belang, zeker als men kiest voor openbare emissies. Hoewel men door een goed gerichte marketingcampagne het opnamevermogen van de markt kan trachten te vergroten, zal uiteindelijk de emissiekoers van belang zijn. Het dilemma daarbij is dat, afgezien van hectische gebeurtenissen als de beurskrach van oktober 1987, de emissie altijd een succes zal worden als de koers maar laag genoeg is, maar dat een te lage koers onvermijdelijk op grote politieke tegenstand zal stuiten en als uitverkoop van het collectieve eigendom zal worden beschouwd. Men kan zich afvragen of de Amsterdamse effectenbeurs, die in grootte en liquiditeit niet te vergelijken is met die van Londen of bij voorbeeld New York, in staat is om zeer grote privatiseringsemisies probleemloos op te nemen.

Het feit dat beurskoersen aan aanzienlijke fluctuaties onderhevig kunnen zijn, betekent, dat de kopers van de aandelen van geprivatiseerde ondernemingen een soms niet onaanzienlijk ri-

sico lopen. Als voordeel wordt onder meer een grotere betrokkenheid bij het economische gebeuren genoemd, maar een nadeel kan zijn dat particuliere beleggers daardoor in moeilijkheden komen.

Voor zover dat goed te beoordelen is, heeft privatisering een gunstig effect op de economische gang van zaken bij de betreffende ondernemingen. Ook de motivatie van werknemers en het ondernemingsimago heeft dikwijls een verbetering ondergaan. Toch blijkt de spreiding van het aandelen bezit, zowel bij werknemers als niet-werknemers, terug te lopen in de maanden na privatisering.

**Ruurd Bruijn
Klaas Werkhorst**

Bovenstaand artikel is gebaseerd op een door twintig studenten van het financieel-economisch dispuut Pecunia van de Erasmus Universiteit verrichte studie. Nadere informatie over een naar aanleiding hiervan verschenen rapport is te verkrijgen bij de vakgroep Financiering en Belegging.