



Centraal Planbureau

CPB Notitie | 12 november 2012

# Economische invalshoek Staatsdeelnemingen





# CPB Notitie

**Aan:** Secretariaat IBO Staatsdeelnemingen

**Centraal Planbureau**

Van Stolkweg 14  
Postbus 80510  
2508 GM Den Haag

T (070)3383 380  
I [www.cpb.nl](http://www.cpb.nl)

**Contactpersoon**

Paul de Bijl, George Gelauff,  
Gijsbert Zwart

**Datum:** 12 november 2012

**Betreft:** Economische invalshoek Staatsdeelnemingen

## 1 Motivatie staatsdeelneming

Wat zegt de economische wetenschap over staatsdeelnemingen? Allereerst, een staatsdeelneming is één van meerdere mogelijkheden voor overheidsinterventie in markten. Op conceptueel niveau zijn er twee typen motivaties voor staatsdeelnemingen:<sup>1</sup>

1. Welvaartseconomie: overheidseigendom als remedie tegen marktfalen (voorbeeld: het op peil houden van kwaliteit van een publieke dienst).
2. Politieke economie: overheidsdeelnemingen als middel voor politici om eigen doelen te bewerkstelligen (voorbeeld: werkgelegenheid creëren om stemmen te winnen), afwijkend van welvaartsoptimale uitkomsten.

Aan de eerste categorie zijn elementen uit de *agency* theorie toe te voegen. Deze theorie stelt dat managers eigen doelen, zoals carrièreperspectieven, nastreven binnen de ruimte die zij daarvoor kunnen gebruiken. Deze vorm van *moral hazard* leidt tot inefficiëntie. De politieke economie stelt dat inefficiëntie voortvloeit niet vanwege een gebrek aan prikkels binnen het bedrijf, maar uit het feit dat politici overgaan tot staatsdeelnemingen omdat zij daarmee hun persoonlijke, politieke doelen kunnen realiseren.<sup>2</sup>

Wij beperken ons tot de welvaartseconomie. We bespreken in het bijzonder de mogelijke wenselijkheid van het afzwakken van efficiëntieprikkels wanneer er moeilijk contracteerbare publieke belangen op het spel staan. In de praktijk is het

---

<sup>1</sup> Zie Sapienza (2002). Sapienza onderscheidt argumenten vanuit sociale (welvaartseconomische), politieke en *agency* argumenten. Wij scharen de laatste categorie onder de welvaartseconomische overwegingen.

<sup>2</sup> Voor de empirische relevantie, zie Sapienza (2002).

mogelijk dat diverse staatsdeelnemingen eerder tot stand zijn gekomen uit politieke, ad hoc argumenten, dan op basis van een economische afweging.

We nemen dus aan dat interventie door de overheid als doel heeft om “publieke belangen” te behartigen. Volgens de economische wetenschap is er een publiek belang wanneer “de markt” niet tot een welvaartsoptimale uitkomst leidt. De markt faalt dan, ofwel, er is een vorm van marktfalen. Voorbeelden daarvan zijn marktmacht, natuurlijk monopolie, asymmetrische informatie en externe effecten. Marktfalen rechtvaardigt nog niet dat de overheid dient in te grijpen. Immers, interventie is niet gratis en de overheid kan de plank misslaan (overheidsfalen). De welvaartswinst van ingrijpen dient dus groter te zijn dan de kosten daarvan, inclusief het risico van overheidsfalen.

De overheid kan op de volgende manieren ingrijpen in een markt: door op te treden als producent, als afnemer, door belastingen te heffen, door subsidies te verstrekken, via wet- en regelgeving, en door beïnvloeding (bijvoorbeeld via voorlichting). Overheidsproductie en staatsdeelneming zijn vergaande vormen van interventie. Deze vormen kunnen aan de orde zijn bij complexe vormen van marktfalen, wanneer andere vormen van ingrijpen, zoals regelgeving, niet werken.

Wat rechtvaardigt overheidsproductie of staatsdeelneming? De wenselijkheid ervan hangt samen met (i) het borgen van publieke belangen, en (ii) de mate waarin dat contracteerbaar is, dat wil zeggen, vast te leggen in harde afspraken. Immers, taken met publieke belangen kunnen aan de markt worden overgelaten wanneer, bijvoorbeeld, wet- en regelgeving de publieke belangen kunnen waarborgen. Wanneer regulering niet effectief is – dat doet zich voor bij publieke belangen die niet volledig contracteerbaar zijn – dan kan de overheid soms beter zelf strakker sturen op de uitvoering van de betreffende taak.<sup>3 4</sup> De reden is dat private uitvoering bij gebrekkige contracteerbaarheid leidt tot inefficiëntie. Het risico bestaat dan immers dat, door de drang tot winstmaximalisatie, de uitvoerder bespaart op die componenten van de dienst die niet volledig zijn omschreven in het reguleringscontract. Een voorbeeld van gebrekkige contracteerbaarheid is een personenvervoersbedrijf dat goed scoort op vastgelegde prestatie-indicatoren, maar buiten het boekje om de niet-meetbare kwaliteit van de dienstverlening verlaagt. Dat ondermijnt de borging van publieke belangen.

De motivering van publiek eigendom ligt dus, vanuit een economisch perspectief, in het afzwakken van prikkels die voortvloeien uit winstmaximalisatie, zoals prikkels voor kostenefficiëntie. Deze zwakkere prikkels voorkomen dat niet-contracteerbare aspecten, zoals kwaliteit – waarin het publieke belang tot uiting komt – het onderspit delven. Voor de empirische relevantie van dit punt, zie bijvoorbeeld Kwoka, Jr. (2005):

---

<sup>3</sup> Onder voorwaarde dat de kosten van overheidsfalen niet te groot zijn.

<sup>4</sup> Shleifer (1998); Boot (2006). Voor meer referenties, zie sectie 3.1 in Megginson en Netter (2001).

“[...] while privately owned systems achieve lower costs in generation, public systems generally have an advantage in the end-user-oriented distribution function with its more non-contractible quality attributes” (p. 622).

Wat bepaalt dan het verschil tussen overheidsproductie en een staatsdeelneming? Bij overheidsproductie heeft de overheid volledig en op elk moment zeggenschap over het management en is volledig verantwoordelijk voor eventuele schulden die het management aangaat. Bij een staatsdeelneming is die zeggenschap beperkt tot de invloed die een aandeelhouder formeel en informeel kan uitoefenen. Bijgevolg zwakt overheidsproductie de prikkel voor kostenefficiëntie sterker af dan een staatsdeelneming. Bovendien vergroot overheidsproductie het risico van overheidsfalen. Continue zeggenschap kan betekenen dat beleidsmakers zo frequent interveniëren in het beleid van de producent dat de continuïteit van de productie in het geding komt. Ook is het risico groter dat politici via de overheidsproducent eigen doelen gaan nastreven.

De keuze voor overheidsproductie of staatsdeelneming hangt daarmee af van de aard van het publiek belang en de productiestructuur waarmee de betreffende dienst wordt voortgebracht. Bij de borging van een publiek belang is de eerste vraag of dat mogelijk is via private productie gecombineerd met regelgeving, subsidiëring of heffingen. Indien een publiek belang niet contracteerbaar is ontstaat er een afruil tussen borging van dat publieke belang en de prikkel tot kostenefficiëntie. Indien de zeggenschap van de aandeelhouder onvoldoende is om het publiek belang adequaat te borgen, komt publieke productie in zicht.

## 2 Omvang staatsdeelneming

Veronderstel nu dat er niet-contracteerbare publieke belangen zijn en dat de overheid ervoor kiest om deze via staatsdeelneming te borgen. Dan heeft de overheid zeggenschap nodig om sturing te kunnen geven, ofwel om in te kunnen grijpen in onvoorziene of uitzonderlijke situaties.<sup>5</sup> Er zijn dan twee mogelijkheden: de overheid heeft een aandelenbelang van 100% of de overheid heeft een belang dat kleiner is dan 100%.

Indien de overheid een belang heeft van 100%, hoeft de overheid geen rekening te houden met andere aandeelhouders. Dat geeft, gegeven de keuze voor een staatsdeelneming, de ruimste mogelijkheid om invloed uit te oefenen op het bedrijf en zo te sturen op publieke belangen. De ondernemingsmissie dient immers conform het doel van de aandeelhouder te zijn – ofwel, de missie zal overeen moeten komen met het publieke belang. Oneigenlijke publieke belangen horen dan ook niet thuis in de missie.

---

<sup>5</sup> N.B. bestaande wetgeving legt beperkingen op aan de positie van aandeelhouders en de invloed die zij kunnen uitoefenen op bestuursbesluiten.

In het andere geval staat de overheid een deel van de eigendomsrechten af aan andere aandeelhouders, maar behoudt de zeggenschap over die aspecten die cruciaal zijn voor de borging van de publieke belangen.<sup>6</sup> Het afstaan van een deel van de eigendomsrechten (de rechten op de winst uit onderneming) stelt de overheid in staat om meer kapitaal van buiten aan te trekken en om de prikkel voor kostenefficiëntie, vanwege de disciplinerende werking van de kapitaalmarkt, sterker te maken. Het afstaan van een deel van de eigendomsrechten beperkt wel de sturingsruimte om publieke belangen te borgen, want de overheid zal rekening moeten houden met de financiële belangen van andere aandeelhouders.<sup>7</sup> Die laatsten zullen alleen deelnemen wanneer zij voldoende rendement krijgen.

De keuze tussen 100% en een kleiner belang met voldoende zeggenschap hangt af van het publieke belang in kwestie. In uitzonderlijke gevallen ligt het voor de hand dat een kleiner belang voldoende is om het doel van de overheid te bereiken. Om een vijandige overname tegen te kunnen houden (los van de vraag of dat een publiek belang dient), is volledig eigendom niet nodig. Achter een deelneming ligt soms ook een andere motivering dan het direct borgen van publieke belangen. Een kleine deelname in een privaats bedrijf kan bijvoorbeeld dienen om een vinger aan de pols te houden, om meer betrokken te zijn bij de ontwikkelingen in en rondom een onderneming, of om sneller ontwikkelingen waar te nemen. Een reden daarvoor kan zijn dat de overheid op die manier tijdig kan reageren door haar andere instrumenten, bijvoorbeeld regelgeving, aan te passen aan nieuwe omstandigheden, zoals technologische ontwikkelingen.

Meestal staat de overheid voor de keuze van een 100% deelneming of een kleinere. Bij die keuze is ook van belang waar en hoe de kosten van het borgen van het publieke belang neerslaan.

### **3 Rendement en kosten publiek belang**

Veronderstel dat er niet-contracteerbare publieke belangen zijn en dat de overheid deze via een belang in een onderneming wil borgen. Het borgen van het publieke belang gaat gepaard met kosten voor het bedrijf en deze moeten ergens uit gefinancierd worden. Waar legt de overheid deze kosten dan neer? Welke rendementseis dient de overheid te stellen? Op conceptueel niveau geldt dat het eisen van een marktconform rendement zonder rekening te houden met de kosten van de speciale taak van het bedrijf, ten koste gaat van het publieke belang in kwestie. Dat is, vanuit een welvaartsperspectief, niet efficiënt. De overheid dient immers het totale, maatschappelijke belang te maximaliseren.

---

<sup>6</sup> De overheid kan, vóórdat zij een minderheidsbelang op de markt brengt, de missie van de onderneming vastleggen in de statuten. Minderheidsaandeelhouders die aan boord komen, kunnen de missie dan niet zomaar wijzigen. Zie Boot (2006).

<sup>7</sup> Boot (2006).

Laten we eerst stilstaan bij de definitie van marktconform rendement. Wij definiëren dit als het rendement dat behaald kan worden door in andere (in de markt beschikbare) beleggingsinstrumenten te investeren met een vergelijkbaar risico. In de praktijk wordt het marktconforme rendement dan ook berekend als: marktconform rendement = risicovrije rente +  $\beta$  \* marktrisicopremie, waarbij  $\beta$  een maat is voor het systematisch risico van de investering, en de marktrisicopremie de marktprijs is voor het aangaan van systematisch risico. Investeerders in de onderneming krijgen dus een passende vergoeding voor hun inleg in vergelijking met bedrijven met een vergelijkbaar risicoprofiel. Merk op dat de definitie van het marktconform rendement geldt vanuit alternatieve toepassingen op de kapitaalmarkt. Indien de onderneming monopolist is op de afzetmarkt zou deze een hoger dan marktconform rendement kunnen verkrijgen.

Onderstaand overzicht geeft dan de opties weer die de overheid heeft. De overheid kan een *lager dan marktconform rendement* eisen om de kosten van het publieke belang te financieren. Dat zou betekenen dat de overheid vooraf een raming maakt van de kosten van het borgen van het publiek belang en dit vertaalt in een vermindering van het rendement. Dat is geen sinecure. Idealiter zou een groep van *peers* als referentiepunt kunnen dienen, bijvoorbeeld in andere landen waar de overheid op vergelijkbare wijze ingrijpt in dezelfde sector en waar consumenten hetzelfde betalen voor de dienst. Deze *peer group* levert dan via *benchmarking* het referentiepunt voor een rendementseis.

Bij deze optie staat de overheid bij een 100% deelneming voor een interne afweging tussen genoeg nemen met een lager dan marktconform rendement en borgen van het publieke belang. Daar komt bij dat het rendement onder druk komt omdat overheidsbedrijven minder efficiëntieprikkels hebben dan private bedrijven. De overheid kan namelijk bijspringen, wanneer een bedrijf om dreigt te vallen. Dat geldt in het bijzonder wanneer de publieke belangen groot zijn.

Bij een overheidsdeelneming die kleiner is dan 100% moet de overheid er rekening mee houden dat de private aandeelhouders een marktconform rendement eisen. De overheid zal de kosten van het publiek belang dan alleen kunnen financieren door voor zichzelf genoeg te nemen met een laag rendement. Hoe kleiner de overheidsdeelneming hoe groter de rendementsconcessie zal moeten zijn om dezelfde kosten van het borgen van het publieke belang te financieren.

De overheid kan het lagere rendement bijvoorbeeld gebruiken om de afnemers een prijsverlagende subsidie te geven die het publieke belang stimuleert. Het rendement van een onderneming komt tot stand doordat het goederen of diensten verkoopt aan zijn afnemers. Lagere prijzen betekenen dan, ceteris paribus, een lager rendement voor de kapitaalverschaffer. Wanneer bijvoorbeeld de afname van treindiensten te laag zou zijn bij kostendekkende tarieven (bijvoorbeeld als gevolg van positieve externaliteiten van het gebruik van de trein) dan past voor de overheid een lager dan marktconform rendement. Dit offer heeft tot doel heeft het marktfalen op te lossen.

**Tabel 3.1**

| Deelname | Financiering kosten publiek belang |          |                                      |   |
|----------|------------------------------------|----------|--------------------------------------|---|
|          | Belastingbetaler                   |          | Afnemer                              |   |
|          | Lager dan marktconform rendement   | Subsidie | Bedrijf heeft monopolie: prijsopslag | Bedrijf opereert op concurrerende markt |
| 100%     | Mogelijk                           | Mogelijk | Mogelijk                             | Niet mogelijk                           |
| < 100%   | Alleen voor het overheidsdeel      | Mogelijk | Mogelijk                             | Niet mogelijk                           |

Een alternatieve optie is om de rendementseis marktconform te houden en de kosten van het publieke belang te voldoen door een *subsidie* aan het bedrijf. Door het geven van een expliciete subsidie kan de overheid de verschillende doelen die zij nastreeft duidelijk onderscheiden en deze bijvoorbeeld beleggen bij verschillende departementen. Om de prikkels voor kostenefficiëntie niet te laten verslappen stuurt de overheid op een marktconform rendement, terwijl de overheid de onderneming expliciet compenseert voor de kosten van het publieke belang. Een maatschappelijke kosten-batenanalyse is dan gewenst om te garanderen dat de benodigde overheidssteun de maatschappelijke welvaart optimaliseert. Deze optie is bij een deelneming van minder dan 100% ook relevant als de kosten van het publiek belang zo hoog zijn dat bij afboeken op de winst het rendement negatief zou worden.

De overheid kan de onderneming ook compenseren voor de kosten van het publieke belang, door toe te staan dat de onderneming deze kosten via een *prijsopslag* bij de afnemers in rekening brengt (via een monopolierecht).<sup>8</sup> Een mogelijk publiek belang is bijvoorbeeld dat een onderneming een bepaalde technologie wel, of juist niet, toepast, of dat het bedrijf een moeilijk te contracteren kwaliteitsniveau realiseert. Het opleggen van een dergelijke eis brengt vaak kosten met zich mee. In die gevallen waarin de overheidsonderneming niet concurreert met andere, ongereguleerde producenten, kunnen de kosten voor rekening komen van de afnemers, zodat de overheid een marktconform rendement realiseert. De maatschappelijke kosten van deze optie zijn een mogelijk *dead-weight loss*, ofwel een welvaartsverlies door vraaguitval.

Merk op dat voor deze optie een maatschappelijke kosten-batenanalyse essentieel is. Immers, noch het Ministerie van Financiën als budgetbewaker, noch het Ministerie van Financiën als rendementbewaker, nog het vakdepartement dat het publiek belang bewaakt, ondervindt een nadeel als de overheid doorschiet bij het neerleggen van de

<sup>8</sup> Het toekennen van monopolierechten kan samengaan met het reguleren van eindgebruikerstarieven, zoals in het openbaar vervoer en post. De hogere prijzen leiden dan weliswaar tot een *dead-weight loss*, maar daar staat, in deze voorbeelden, tegenover dat er vanwege schaalvoordelen sowieso geen volledige concurrentie mogelijk is.



kosten bij de afnemer. De maatschappij is dan echter slechter af vanwege het bovenmatig *dead-weight loss*.

Er zijn grenzen aan de keuze van de verdeling van de kosten tussen afnemers (in de vorm van de prijzen) en de overheid (in de vorm van het rendement) in die gevallen dat de onderneming concurreert om afnemers met niet-gereguleerde bedrijven. De prijzen die de onderneming berekent worden dan gelimiteerd door de markt. De onderneming kan de hogere kosten vanwege het uitvoeren van publieke taken niet of onvolledig doorberekenen aan klanten. De overheid zal die kosten dan aan burgers in rekening moeten brengen door een belasting en aan de onderneming doen toekomen ofwel in de vorm van een subsidie, ofwel (equivalent) via een lager dan marktconform rendement op investeringen.

## 4 Beleidsdynamiek

Bovenstaande analyse gaat uit van de situatie waarin een beleidsmaker *ex ante* (d.w.z. voordat er diverse marktontwikkelingen plaatsvinden) nadenkt over hoe een publiek belang het best te verankeren. Afweging van beleidsopties kan dan leiden tot een staatsdeelneming met volledig of gedeeltelijk belang en met een keuze om de kosten van borging van het publiek belang te financieren uit rendement, subsidie of afzetprijis. Nadat deze keuze uitgevoerd is, stuurt de vertegenwoordiger van de overheid op het rendement dat het bedrijf haalt en op de mate waarin het bedrijf het publieke belang borgt. In een stabiele situatie (d.w.z. zonder verrassingen op de markt of in de politiek) past de feitelijke ontwikkeling dan in het kader van de *ex ante* afwegingen en is het beleid optimaal vorm gegeven.

Wat nu te doen als na deze keuze en invoering van het beleid omstandigheden wijzigen? Stel dat de intensiteit van een publiek belang is toegenomen op een terrein waar de staatsdeelneming gevolgen van ondervindt. Deze casus valt uiteen in twee gevallen.

Een vakdepartement voert, bijvoorbeeld door regulering, beleid in dat voortkomt uit een contracteerbaar publiek belang. Dat publiek belang staat grotendeels los van het publiek belang waar de staatsdeelneming voor is opgericht, maar gaat wel ten koste van het rendement van de deelneming. Stel dat dit generiek beleid betreft dat ook gevolgen heeft voor verwante private bedrijven en die bedrijven worden niet gecompenseerd. Dan geldt dat ook voor de staatsdeelneming, waardoor de overheid een budgettair verlies leidt net zoals private partijen. Deze consequentie is als het goed is meegenomen in de kosten-batenafweging van het nieuwe beleid en komt dus niet als een verassing. Het vraagt wel coördinatie binnen de overheid tussen drie betrokkenen: de directie uit het vakdepartement die de regulering invoert, de directie die verantwoordelijk is voor het resultaat van de staatsdeelneming en de directie die verantwoordelijk is voor het overheidsbudget.

Het tweede geval betreft nieuw beleid dat specifiek gericht is op de staatsdeelneming of een verandering in het oorspronkelijke niet-contracteerbaar publiek belang waar de staatsdeelneming voor was opgericht. Dan zou het institutionele kader van de staatsdeelneming opnieuw vorm gegeven moeten worden. Een verandering in de

omvang van de staatsdeelname is mogelijk, maar niet zo waarschijnlijk omdat dit om een substantiële aanpassing gaat. Een verandering in de omvang of vormgeving van de financiering van de kosten van het publiek belang ligt meer in de rede. Ook dit vraagt coördinatie tussen de betrokkenen binnen de overheid.

## Referenties

Boot, A., 2006, Overheid als aandeelhouder: een economisch perspectief, 22 mei, Universiteit van Amsterdam.

Kwoka, Jr., J.E., 2005, The Comparative Advantage of Public Ownership: Evidence from U.S. Electric Utilities, *Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economique*, Vol. 38(2), p. 622-640.

Meggison, W.L. en J.M. Netter, 2001, From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization, *Journal of Economic Literature* Vol. 39, p. 321-389.

Sapienza, P., 2002), What Do State-Owned Firms Maximize? Evidence From the Italian Banks, CEPR Discussion Paper No. 3168.

Shleifer, A., 1998, State versus Private Ownership, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, p. 133-150.





Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau  
Van Stolkweg 14  
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag  
T (070) 3383 380

[info@cpb.nl](mailto:info@cpb.nl) | [www.cpb.nl](http://www.cpb.nl)

November 2012