

Locatie-discussie vaak kortzichtig

Door Ronald Kok

Uiteraard spreken we voor het thema 'de impact van het verlaten van Nederland door bedrijven' met Rients Abma,¹ directeur bij Eumedion.² Eumedion is als 'goede bewaker' van de bedrijven de spin in het web op het gebied van ondernemingsbestuur en duurzaamheidsbeleid.

Niet één component

Abma wees ons bij aanvang van het gesprek al op het vooral over één kam scheren van de hele discussie waarom bedrijven verhuizen. Zo verwijst hij naar het verhuizen van DSM³ naar Zwitserland waarbij in de media de term "DSM vlucht naar Zwitserland" viel terwijl juist in Zwitserland hogere ESG eisen gelden dan in de Europese unie.

Abma wijst op de drie onderdelen op het gebied van locaties van bedrijven:

- statutaire zetel
- primaire beursnotering
- hoofdkantoor

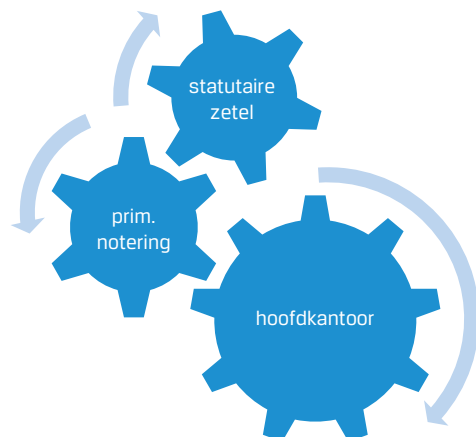
Al deze drie facetten hebben allemaal hun eigen dimensies en moeten we volgens Abma absoluut onderscheiden. Voor al deze 3 de facetten woedt er momenteel een hevige concurrentiestrijd met veel haken en ogen en soms tegenstrijdige belangen. Het verhuizen van de statutaire zetel kan gunstig zijn voor de ene factor maar juist weer nadelig zijn voor een andere variabele aldus Abma. Hij hekelt dan ook 'het op 1 hoop gooien' van deze 3 facetten en dit levert een onjuiste beeldvorming op. Zo kan het dus zijn dat een bedrijf zijn statutaire zetel verhuist naar een land met een lagere vennootschapsbelasting maar wellicht ook met strengere ESG-regels. Het is volgens de econoom dusverre van een simpele zwart-wit discussie. *"Op alle drie de facetten woedt een grote concurrentiestrijd tussen beurzen en landen om zichzelf zo aantrekkelijk mogelijk te maken voor ondernemingen"* aldus Abma. *"Multinationals zijn veel mobieler geworden en zoeken steeds meer naar de optimale locatie van hoofdkantoor, juridische zetel en beursnotering. Er is duidelijk sprake van 'multiple corporate citizenship', waarbij overheden, toezichthouders en beurzen wel het risico lopen tegen elkaar uitgespeeld te worden voor zaken als belastingdruk, aandeelhoudersrechten en beleggersbescherming. Overheden, toezichthouders en beurzen moeten oog houden voor de juiste 'checks and balances' en dat van bedrijven ook een maatschappelijke bijdrage mag worden verwacht in de zin van bijvoorbeeld een fair share aan belastingbetalingen en adequate verantwoording"*. Hij benadrukt verder dat het een hele relevante discussie is voor de eindbegunstigden, dus de deelnemers van pensioenfondsen: gepensioneerden en werknemers. Want die willen niet alleen van zijn pensioen genieten in een leefbare wereld, maar ook in een florerende economie die werk en inkomen verschaft aan hun kinderen en kleinkinderen. Een florerende economie steunt op een sterk bedrijfsleven. Volgens

Abma is het dus absoluut te prefereren wat dat betreft dat bedrijven lokaal aanwezig blijven waar ook het gros van de eindbegunstigden zich bevinden. Op deze manier is er een indirecte link die heel relevant is voor zowel de bedrijven als de eindbegunstigden.



Rients Abma, directeur bij Eumedion is tevens betrokken bij de AFM, NBA en Raad voor de jaarverslaggeving. In het verleden was Abma werkzaam bij het ministerie van Financiën en was hij secretaris van de commissie Tabaksblat (2003). In de jaren '90 werkte Abma bij VNO-NCW.

Figuur 1
Complexe relaties
statutaire zetel,
primaire notering en
hoofdkantoor



Nederland aantrekkelijk maar Europese rat race dreigt

Met betrekking tot de plek van zetel gaat het vooral om over hoeveel vrijheid een raad van bestuur heeft om haar eigen koers te varen en controle te houden over de vennootschap. Abma duidt op de stroom van voornamelijk Italiaanse bedrijven zoals Exor⁴ naar Nederland omdat het Nederlandse vennootschapsrecht vrij flexibel is op het gebied van aandelen met meervoudige stemrechten toe te kennen. In Italië zijn er echter al tegenreacties om bedrijven toch binnen haar landsgrenzen te houden. Hij verwijst verder naar Engeland dat recent ook de rechten van aandeelhouders heeft beperkt. Abma noemt het een zorgelijke trend dat Europese landen zich op juist dat terrein aantrekkelijker willen maken want dit is een 'rat race to the bottom'. Hij verwijst bijvoorbeeld naar de Amerikaanse staat Delaware waar het gros van de Amerikaanse bedrijven zit vanwege een heel aantrekkelijk vestigingsklimaat maar later ging Texas hier zelfs nog voorbij. Mede omdat landen het vennootschapsrecht als een concurrentiefactor zien, noemt Abma het een utopie dat er een volledige harmonisatie kan komen op het gebied van het Europese vennootschapsrecht.

VREES UITHOLLING EUROPESE KAPITAALMARKT

Abma duidt verder op de schok die er kwam op het plan om belasting te heffen op het inkopen van eigen aandelen. "*Het inkopen van eigen aandelen is bij sommige bedrijven een belangrijk onderdeel van het kapitaalallocatiebeleid en derhalve van de strategie. De plotselinge amendering van het Belastingplan 2024 door de Tweede Kamer dreigde in één klap de strategie van sommige bedrijven aan te tasten*" aldus Abma. Dezelfde invloed van belastingen zien we ook bij het vestigingsklimaat waarbij expats bepaalde fiscale vrijstellingen hebben. "*Voor een bedrijf als ASML is het essentieel dat zij zo min mogelijk belemmeringen hebben op het gebied van het kunnen vinden van voldoende expats*" aldus Abma.

Amerikaanse aantrekkingskracht ook risicovol

Met betrekking tot de keuze voor het hoofdkantoor speelt, naast factoren als het leefklimaat, scholing van de bevolking, (culturele)

voorzieningen en bereikbaarheid, de hoogte van de vennootschapsbelasting een belangrijke rol. Ook de discussie rondom het heffen van belasting op de inkoop van eigen aandelen heeft invloed op de keuze voor de locatie van het hoofdkantoor.

PLAN HEFFING BELASTING OP AANDELENINKOOP GROTE SCHOK

De keuze voor de plaats van de aandelennotering heeft vooral te maken met de breedte en diepte van de achterliggende beurs. Op dit vlak hebben de Amerikaanse beurzen NASDAQ en NYSE een concurrentievoorsprong. Ook omdat de Amerikaanse beleggers over het algemeen meer risico's durven te nemen dan continentaal-Europese beleggers. Je ziet nu een zelfversterkend, vliegwieleffect in de VS: de Amerikaanse beurzen bieden hogere waarderingen, waardoor dit veel bedrijven trekt, met name uit de (bio) techsector. In Europa zie je juist het omgekeerde effect: de trek van bedrijven naar Amerika leidt tot minder diepe en brede Europese effectenbeurzen, hetgeen weer een reden kan zijn voor andere bedrijven om ook de sprong over de oceaan te maken. Zo holt de Europese concurrentiekracht achteruit. Tegelijkertijd zit er voor Europese, maar ook Aziatische bedrijven, volgens Abma, wel een risico aan een Amerikaanse notering. "*Je importeert namelijk de grillen van de lokale regelgeving van de SEC die erg onderhevig is aan het politieke regime. Hiermee komen dus ook extra's risico's om de hoek kijken*". Abma verwijst naar ASML waarbij de Amerikaanse regering druk op ASML zet met betrekking tot haar bedrijfsvoering. "*Hoe meer bedrijven met hun beursnotering naar de VS verkassen hoe langer de Amerikaanse arm qua wet- regelgeving wordt. Europa moet dus oppassen om geen open lucht museum te worden*" zo waarschuwt Abma. Ook wijst hij op de mindere zichtbaarheid van Europese bedrijven. "*Op de Amerikaanse beurs ben je als bedrijf één van de pak 'm beet 5000 genoteerde bedrijven; in Amsterdam één van de 90*",

Aandeelhoudersrechten verankeren

Abma constateert verder dat de aantrekkingskracht van de Aziatische beurzen minder is geworden, mede door de Chinese invloed en de voortvloeiende politieke risico's. Londen wordt aantrekkelijker omdat het daar nu mogelijk is om aandelen uit te geven met een meervoudig stemrecht, hetgeen tot voor kort verboden was of er was specifiek toestemming nodig van de aandeelhouders. Zodoende kalft de macht van de aandeelhouders dus behoorlijk af aldus een bevroese Abma. Dit is een gevaarlijke trend want het kan op korte termijn wel goed zijn voor de bedrijven maar voor de aandeelhouders vervliegt hun grip op de bedrijven. Om de aandeelhouders verder te beschermen heeft Eumedion er bij zowel Aegon als bij Flow Traders (die beiden hun statutaire zetel naar Bermuda verhuisden) mede voor gezorgd dat de bedrijven extra aandeelhoudersrechten in hun statuten hebben opgenomen. Voorbeelden van verankeringen van de grip van aandeelhouders zijn bindende stemmingen over het beloningsbeleid en het ontnemen van het voorkeursrecht bij de uitgifte van nieuwe aandelen. Het is trouwens

niet alleen 'shoppen' tussen landen qua statutaire zetel maar in de VS gebeurt dit in de losse staten. Zo verhuisde Tesla haar statutaire zetel uit Delaware naar Texas⁵ in verband met juridische geschillen.

Zorgen over uitholling Europese kapitaalmarkt

Net als veel andere economen is ook Abma bevreesd dat de Europese kapitaalmarkt in haar huidige vorm veel te beperkt is en drastisch geoptimaliseerd moet worden. Daarnaast hekelt hij de versnippering in Europa qua lokale regelgeving. *"Ook al heeft Euronext beurzen in 7 landen dan nog zijn er 7 verschillende regelgevingen en toezichthouders"* aldus Abma. En dit staat dus in schril contrast met de VS waar maar een paar grote beurzen zijn die ook nog eens onder hetzelfde regelgevend en toezichtsregime staan (SEC). Tevens is de liquiditeit van de Amerikaanse beurzen fors hoger hetgeen deels komt door de veel lagere fragmentatie. In Europa moet daarom veel meer gestreefd worden naar een geïntegreerde kapitaalmarkt aldus een waarschuwend Abma.

UITHOLLING EUROPESE KAPITAALMARKT LIGT OP DE LOER

Tegenwind EU wetgeving

De sprong naar een beursnotering in de VS wordt echter wel gedempt door de eisen van de duurzaamheidswetgeving CSRD.⁶ Deze wetgeving eist dat bedrijven die in Europa actief zijn op de interne markt ook gewoon aan de duurzaamheidseisen moeten voldoen (ook al zouden ze in Europa geen notering/hoofdkantoor/zetel hebben). De komst van de zwaardere opvolger van CSRD:

CSDDD (Corporate Sustainability Due Dilligence Directive, die ook extraterritoriale werking heeft)⁷ juicht Abma erg toe maar het is nog lang niet zeker wanneer dit actief gaat worden. Het zal namelijk spannend worden of Europa deze strengere eisen in de praktijk wel durft op te leggen aan de Amerikaanse bedrijven. De intentie is er in Europa maar Abma is bevreesd voor de tegendruk uit de VS. Als goed voorbeeld verwijst hij naar de strenge Europese privacywet GDPR⁸ die in eerste instantie veel tegendruk had (bijvoorbeeld de zaken met Facebook⁹) maar uiteindelijk wel werden ingevoerd. Abma verwijst verder tussen het spanningsveld: enerzijds biedt Europa een hele grote markt met veel consumenten maar anderzijds is er de druk qua regelgeving op de bedrijven. *"We zullen het in de komende jaren gaan zien hoe het krachtenveld zich gaat ontwikkelen: of CSRD en CSDDD geen duw naar de Europese uitgang zijn of juist bedrijven in Europa kan houden"* zo besluit Abma.

Noten

- 1 <https://www.linkedin.com/in/rients-abma-88846b2/>
- 2 <https://www.eumedion.nl/>
- 3 <https://www.volkskrant.nl/nieuws-achtergrond/chemiebedrijf-dsm-fuseert-met-kleinere-zwitserse-concurrent-winstgroei-in-dubbele-cijfers-verwacht~be45f7c4/>
- 4 <https://www.reuters.com/markets/stocks/agnellis-exor-move-listing-amsterdam-milan-2022-07-29/>
- 5 <https://texasborderbusiness.com/tesla-shifts-legal-headquarters-from-delaware-to-texas/>
- 6 https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/corporate-sustainability-reporting-directive_en
- 7 <https://www.corporate-sustainability-due-diligence-directive.com/>
- 8 <https://gdpr-info.eu/>
- 9 <https://www.nytimes.com/2023/05/22/business/meta-facebook-eu-privacy-fine>