

Zet in op beleggers om de nieuwe Shells en Unilevers te lokken

Gerben Everts

Als je honderd wordt, zoals de VEB dit jaar, dan is het een goed moment eens over de schouder te kijken om terug te blikken. Niet omdat er weinig toekomst is, maar omdat veranderingen over een langere termijn duidelijker waarneembaar worden.

Begin dit jaar inventariseerden we de nieuwelingen en vertrekkers op de Amsterdamse beurs in de afgelopen tien jaar. Daaruit bleek dat in het afgelopen decennium een ware uittocht heeft plaatsgevonden van oer-Hollandse bedrijven. Ondernemingen als Boskalis, Accell en Beter Bed maar ook Ordina en Lucas Bols verdwenen van het Damrak door overnames.

Over die ondernemingen gaat het zelden in gesprekken over het belang van de Nederlandse kapitaalmarkt. Bovendien blijft vaak onbenoemd dat ook veel overnames door in Nederland genoteerde ondernemingen worden gedaan. Het zijn juist de zorgen over het vertrek uit Nederland van grootmachten als Shell, Unilever en DSM die de boventoon voeren. Dat is jammer.

Zorgen kun je hebben, maar voordat die zorgen het humeur en handelen gaan bepalen, is het goed het volledige plaatje te bekijken. Op de keper beschouwd gaat het om twee verschillende discussies: enerzijds over het vestigingsklimaat en anderzijds over het investeringsklimaat.

OVERNAMES DOOR NEDERLANDSE ONDERNEMINGEN JUIST ONDERBELICHT

Eerst het vestigingsklimaat. Dat is een medaille met twee kanten. Shell en Unilever verplaatsten hun hoofdkantoor voornamelijk vanwege fiscale en juridische redenen. De ondernemingen hadden al van oudsher een lastig uitlegbare, duale structuur en kozen uiteindelijk voor het Verenigd Koninkrijk. Dat heeft ook zeker met politieke keuzes te maken. De Nederlandse regering heeft de *beauty contest* op een cruciaal moment verloren en – naar mijn mening – verkeerde afslagen genomen doordat zij het parlement niet meekreeg. De bereidheid van het parlement om in te zien wat concurrentiekracht soms vereist – bijvoorbeeld het wegnemen van fiscale disincentives zoals de bronbelasting op dividenden – was er niet. De consequentie daarvan is inmiddels bekend: de verplaatsing van de hoofdzetel uit Nederland van een aantal beeldbepalende ondernemingen. Democratisch correct, maar

het doet onmiskenbaar afbreuk aan de aantrekkingskracht van Nederland voor bedrijven. Dat is een keuze die regering en parlement destijds samen hebben gemaakt. Gelijktijdig is er kennelijk lering getrokken uit de eerdere ervaringen, gezien de moeite die recentelijk is genomen om ASML binnen Nederland te houden. Daarbij ging het ook om meer dan alleen een hoofdkantoor. Rond ASML is een ecosysteem ontstaan met directe regionale impact en internationale uitstraling en hierin wordt opnieuw geïnvesteerd. Door ervaring wijs geworden is het inzicht ontstaan dat behoud van industrie en werkgelegenheid in een competitieve internationale wereld niet zonder

Gerben Everts

Directeur van de Vereniging van Effectenbezitters (VEB)¹



visionair en ambitieus leiderschap gaat. Fiscale faciliteiten maken daar onmiskenbaar onderdeel van uit.

Gelukkig zijn ‘vertrokken’ ondernemingen als Shell en Unilever niet verdwenen voor beleggers. Zij hebben hun beursnotering in Nederland behouden. Datzelfde geldt voor Aegon en Flow Traders, financials die veel branchegenoten zijn gevolgd naar Bermuda, waar het klimaat zonnig is en het toezicht mild.

DSM is een geval apart. Het bedrijf was net een nieuw hoofdkantoor in Maastricht aan het inrichten, toen de Zwitserse overnamepartner Firminich bedong dat het hoofdkantoor van de combinatie niet in het Limburgse Heuvelland maar in de Alpen zou komen.

NEDERLANDSE BEURS AANTREKKELIJK VOOR NOTERING

Tegenover die vertrekkers staat een stoet aan buitenlandse ondernemingen die naar de Nederlandse beurs is getrokken. Dat is niet alleen te danken aan de internationale allure van Nederland of Euronext Amsterdam, maar juist ingegeven door fiscale en juridische redenen. Denk aan een IJslandse slachtmachinefabrikant (Marel), een Spaans bouwbedrijf (Ferrovial), een Poolse pakketkluizenbedrijf (InPost), een Zuid-Afrikaanse investeerder (Prosus), 's werelds grootste platenmaatschappij Universal Music Group (UMG) en Investeringsmaatschappij CVC Capital. Het zijn stuk voor stuk grote en wereldwijd actieve bedrijven, veelal met een marktkapitalisatie van tientallen miljarden euro's, maar ook bedrijven zonder wortels of noemenswaardige productielocaties en investeringen in Nederland.

Een andere observatie is een gebrek aan aanwas van ondernemingen uit het middensegment. Dit heeft een andere oorzaak en zit vooral in het investeringsklimaat. Steeds meer grote beleggers en analisten lijken de onderkant van de beurs te negeren. De aandelen in de lagere regionen van de beurs vallen ook buiten het gezichtsveld van aanbieders van indexvolgers.

De afnemende interesse van beleggers heeft tot gevolg dat er steeds minder analistenrapporten over kleinere bedrijven verschijnen. Enkele jaren geleden werd een aandeel als Beter Bed nog gevolgd door tien analisten, waaronder die van Kempen, ING en NIBC. Deze partijen hebben Beter Bed echter allang van de *coverage*-lijst geschrapt; het aantal rapporten dat over dit bedrijf verscheen, daalde sterk.

Minder vraag betekent onvermijdelijk dat de beurshandel in kleinere fondsen afneemt, terwijl voldoende liquiditeit één van de randvoorwaarden is voor grotere beleggers bij de selectie van een investering. De beperkte belangstelling voor de kleinere bedrijven heeft eveneens onwenselijke gevolgen voor de aanwas van nieuwe namen. Jonge bedrijven komen later naar de beurs.

Deze bedrijven, nog grotendeels in handen van de oprichters, wensen beloond te worden voor jaren van risico nemen en hard werken. Veel oprichters kiezen nu eerst voor een ritje onder de beschermend aanvoelende, maar onverbiddelijke vleugels van *private equity*, voordat ze een deel van hun belang naar de beurs brengen. Dat levert financieel meer op, maar dat is in het huidige tijdsgewricht, waarbij nieuwe ontdekkingen, producten, markten veel sneller tot ontwikkeling komen, een gemiste kans. Ik zou deze bedrijven graag veel eerder in de publieke arena zien opereren. In dat geval kan institutioneel en retail kapitaal rechtstreeks profiteren van innovatieve spelers door hen kapitaal ter beschikking te stellen. Ik meen dat succesvolle bedrijven sneller kunnen accelereren dan buiten de beurs om. Let wel, de beurs is de *Champions League*, waarbij openheid en hoge standaarden disciplinerend werken. Het komt aan op zelfvertrouwen en leiderschap om daar goed mee om te gaan en de innovatieve voorsprong te behouden.

TIJD VOOR ACTIE

Terug naar de zorgen over het vestigings- en investeringsklimaat. Een goed vestigingsklimaat is belangrijk, maar een goed investeringsklimaat is minstens zo belangrijk. Dat laatste wordt feitelijk altijd en overal opgeofferd voor het eerste. Het vestigingsklimaat is nu eenmaal meer direct meetbaar en kent snellere ‘successen’.

Het enkele feit echter dat een onderneming een hoofdkantoor naar Nederland verplaatst of hier een beursnotering aanvraagt, doet als zodanig niets voor onze economie, afgezien van de omzet van een handvol Zuidas-advocaten. Je wil dat er uiteindelijk meer bedrijvigheid uit voortkomt, dat meer investeerders getrokken worden naar mooie bedrijven en dat die bedrijven kunnen uitbreiden naar nieuwe markten met nieuwe producten. Dan maakt het niet uit of een bedrijf hier statutair gevestigd of genoteerd is, of elders in Europa. Als de activiteiten maar leiden tot meer waardevolle banen, mooie winsten en rendementen voor beleggers. Daar moeten we in investeren. Juist voor Nederland met een kapitaalgedeckt pensioenstelsel en actieve particuliere beleggers is het Europese investeringsklimaat evenzeer belangrijk naast het vestigingsklimaat.

INVESTERINGS- EN VESTIGINGSKLIMAAT MOETEN AANTREKKELIJKER

Funest is het als het investeringsklimaat ondergeschikt wordt gemaakt om bedrijven, die het niet zo nauw nemen met aandeelhoudersrechten, naar Nederland te trekken. Dat wordt helaas steeds meer gangbare praktijk. Investeren in een beter investeringsklimaat moet daarom opnieuw boven aan de agenda komen. Een drietal acties vormen het hart van die ambitie:

- 1 Zorg voor een zo gelijk mogelijk speelveld in Europa waarbij te allen tijde de belegger adequaat beschermd wordt. De retail belegger verdient daarbij specifieke aandacht; de Europese Commissie zet juist deze groep (terecht) centraal in pogingen om de private *equity* cultuur in Europa te verbeteren. Particulieren moeten worden aangemoedigd minder te gaan sparen en meer te gaan beleggen in de gereguleerde markten. Er zitten nu eenmaal risico's in de markt, maar het mag niet zo zijn dat je geconfronteerd wordt met risico's die gaandeweg aan de oppervlakte komen, bijvoorbeeld doordat je niets te zeggen hebt en bent overgeleverd aan de grillen in de besluitvorming door de voormalige oprichters. Je zou minderheidsaandeelhouders graag een effectieve correctiemogelijkheid geven. Deze ontbreekt momenteel veelal echter. Het inruilen van het investeringsklimaat voor illusoire winst qua vestigingsklimaat heeft op termijn een prijs.

BETREK BELEGGERS BIJ BELEID

- 2 Er zal ook een fiscaal klimaat gecreëerd moeten worden dat bij een stevig investeringsklimaat past. Grote winsten belasting is prima, maar onder het huidige Nederlandse gesternte worden mensen ontmoedigd te beleggen voordat ze begonnen zijn, zeker als ze behoudend zijn in het nemen van risico. Op dit moment is bijvoorbeeld investeren in obligaties voor

particulieren zeer onaantrekkelijk vanwege de fiscale behandeling. Dat is naar mijn mening een gemiste kans.

- 3 Om het investeringsklimaat een vlucht te laten nemen in Nederland en Europa is een positieve invalshoek nodig. In een markt die te maken heeft met grote transitie – welvaart, veiligheid en energie-transitie – is het een urgente zaak de vraagkant te stimuleren. Stuur niet alleen ondernemingen fiscaal en met internationale tarieven in het maken van maatschappelijk gewenste keuzes. Kijk niet enkel naar de overheid om de hoge kosten daarvoor te maken, maar betrek hierbij beleggers. Maak het beleggen in bedrijven die aantoonbaar *net-zero* zijn belastingvrij, die op het reductiepad zitten belastingvriendelijk en bedrijven die het totaal negeren fiscaal ook minder tolerant. Dan krijgt de transitie op een positieve wijze vorm en snijdt het zwaard aan twee kanten. Goed vormgegeven hoeft het overheden niets te kosten, versnelt het de transitie en zorg het ervoor dat achterblijvers via de wetten van de markt verplicht worden om mee te participeren, op straffe van hogere belasting, boetes en minder aanbod van kapitaal. Beleggers vormen het niet benutte potentieel, het vliegwiel, om een veel te traag en met politieke valkuilen omgeven transitieproces in een ronkende turbomotor te veranderen.

Noot

- 1 De VEB is de grootste vertegenwoordiger van retail en institutionele beleggers in Europa