

Vestigen en Vertrouwen

Notitie

Over een internationaliserende wereld en het Nederlandse vestigingsklimaat





CDA

Tweede Kamerfractie

CDAWI

*Wetenschappelijk
Instituut*

Vestigen en vertrouwen

Notitie

Over een internationaliserende wereld en het Nederlandse vestigingsklimaat

Auteur: Werkgroep Vestigen en Vertrouwen

Datum: 23 april 2008

Inhoudsopgave

Samenvatting	4
1. Inleiding	7
1.1 Aanleiding	7
1.2 De christen-democratische visie	8
1.3 Hedge funds, private equity en staatsinvesteringsfondsen	10
2. Voorgestelde maatregelen	14
2.1 Vestigen & Vertrouwen	14
2.2 Vennootschapsrecht	15
2.3 Overnamerecht	18
2.4 Fiscaal recht	20
2.5 Staatsinvesteringsfondsen en de bescherming van specifieke sectoren	23
Bijlage	27
Samenstelling werkgroep	28

Samenvatting Vestigen en vertrouwen

Er is sprake van een steeds sterkere internationale handel. Producten worden daar in de wereld geproduceerd waar dat het meest efficiënt kan. Informatietechnologie versterkt dit proces en maakt de wereld steeds meer een *global village* met een *global market*. Niet alleen is de productie meer internationaal geworden, maar ook het bedrijfsleven is verder geïnternationaliseerd. Bedrijven lijken steeds minder gebonden te zijn aan een bepaalde regio. Dit complex aan ontwikkelingen en omstandigheden wordt meestal aangeduid met de term globalisering. Nederland profiteert van goedkope producten en is de doorvoerhaven voor Europa, maar tegelijkertijd voeden deze ontwikkelingen de vrees bedrijven en werkgelegenheid kwijt te raken aan andere landen. Een relevante vraag is hoe wij het bedrijfsleven kunnen overtuigen vertrouwen te houden in Nederland als vestigingsplaats om te ondernemen.

De afgelopen decennia is wet- en regelgeving rond vennootschappen en overnames gewijzigd, beschermingsconstructies zijn geslecht terwijl de frequentie en omvang van overnames zijn toegenomen. Het streven was gericht op de bevordering van een level-playing-field ter bevordering van de Europese integratie en wereldhandel. Vanuit die liberaliseringstendens is de financiële en juridische macht van aandeelhouders toegenomen en zijn ondernemingen zich nadrukkelijker primair gaan richten op de aandeelhouderswaarde. Tegelijkertijd is globalisering ook voor de financiële markten realiteit geworden. Wereldwijd opererende *private equity funds*, *hedge funds* en *sovereign wealth funds* zijn opgekomen en lijken soms bepaalde bedreigingen met zich mee te brengen. In bepaalde gevallen zet aandeelhoudersactivisme ondernemingen nu zodanig onder druk, dat de vraag opkomt of het lange termijn ondernemingsbelang daarbij gediend is. Illustratief daarbij is de recente overname van Nederlandse multinationals zoals VNU, Shell, Stork en ABN AMRO.

Het CDA vindt dat wij de kracht van Nederland moeten onderkennen en moeten streven ons land ook op lange termijn tot een van de meest welvarende regio's van Europa te maken. Nederland moet de sterkten en kansen durven benoemen. Knelpunten moeten we aanpakken. Bedrijfsleven en overheid moeten gezamenlijk inzetten op versterking van de sterkten en benutting van deze kansen. Vestigen vraagt vertrouwen.

Inzet voor een goed vestigingsklimaat:

1. Het is belangrijk dat politiek en overheid een *permanent commitment* tonen richting '*centres of excellence*' en bedrijven die van strategisch belang zijn voor de concurrentiekracht van Nederland.
2. Het verdient aanbeveling om gekwalificeerde werknemers, ondernemers en bestuurders van bedrijven een blijvende verankering te bieden in de Nederlandse samenleving. Dat vraagt vooral het bevorderen van een gevoel van betrokkenheid bij onze maatschappij en verbondenheid met onze cultuur en leefomgeving.
3. Nederland heeft een relatief goed vestigingsklimaat. Toch is er nog verbetering mogelijk. *Verbeteringen in het algemene*

vestigingsklimaat moeten vooral gezocht worden op het gebied van vermindering van administratieve lasten en procedures, de loonontwikkeling, een goed functionerende arbeidsmarkt en de beschikbaarheid van voldoende goed opgeleid en gekwalificeerd personeel. Daarnaast blijven een toereikende infrastructuur en een adequaat fiscaal stelsel van groot belang.

Voorgestelde maatregelen

1. Het CDA waardeert aandeelhouders die zich voor langere tijd aan een vennootschap willen binden. Daarom is het wenselijk dat de in de rechtspraak erkende mogelijkheid om zulke aandeelhouders te 'belonen' met voorrechten, zoals loyaliteitsdividend, meervoudig stemrecht of flexibel stemrecht, wettelijk te verankeren.
2. Het CDA pleit voor een adequate regeling die zorgt dat helderheid ontstaat over de identiteit van de economisch en juridisch gerechtigde op aandelen, met name ook om de problemen met *empty voting* constructies tegen te gaan.
3. Het CDA is voor een *eenduidige grens voor zowel de meldingsplicht van aandelenbezit als voor de intentiemelding*. Wij kiezen voor een meldingsplicht en intentiemelding bij de drempelwaarde van 3% en bij wijziging van ieder 1% belang (boven de 3%), alsmede bij wijziging van de intenties. Effectief toezicht is nodig om erop toe te zien dat aandeelhouders handelen conform hun gepubliceerde intenties.
4. Het CDA wil de drempel van het agenderingsrecht verhogen naar 3% gecombineerd met het wettelijk vastleggen van de mogelijkheid van een 'afkoelingsperiode' van bijvoorbeeld 180 dagen.
5. Het CDA wil dat het gehele toezicht op het proces rond een openbaar bod op een vennootschap berust bij een *onafhankelijk overnamepanel*. Dit overnamepanel heeft de vorm van een representatief platform waarin marktpartijen en deskundigen uit de financiële sector zitting hebben en kan optreden als een echte 'marktmeester' rond het biedingsproces.
6. Het CDA vindt dat de *business judgment rule* in het vennootschapsrecht dient te worden verankerd. Bij het toepassen van de *business judgment rule* toetst de rechter of objectief gezien het bestuurlijk gedrag geen rationeel zakelijk doel heeft en wordt de rechter gedwongen zijn oordeel diepgaand te motiveren zonder in te gaan op de inhoudelijke aspecten van de gemaakte zakelijke beleidsafweging.
7. Het enquêterecht dient *twee feitelijke instanties* te kennen, waarbij hoger beroep in beginsel schorsende werking heeft. De vennootschap dient een zelfstandig recht te krijgen om een enquêteverzoek te kunnen doen.
8. Daarbij dienen 'onmiddellijke voorzieningen' restrictief opgelegd te worden, namelijk slechts indien daartoe in verband met de toestand van de rechtspersoon of in het belang van het onderzoek voldoende zwaarwegende redenen bestaan en tevens na redelijke afweging van de belangen van alle betrokken partijen.
9. Om tegen te gaan dat vennootschappen al te gemakkelijk overgenomen kunnen worden met behulp van constructies waarbij

ze in feite hun eigen overname zelf financieren, stelt het CDA voor om te onderzoeken of de renteaftrek voor de leningen die zijn aangegaan ter financiering van de overname, getemporiseerd kan worden met een termijn van bijvoorbeeld drie à vier jaar. Tevens verdient het overweging om excessieve winstuitkeringen in de eerste periode na een overname fiscaal onaantrekkelijk te maken.

10. Er dient een internationale gedragscode voor staatsinvesteringsfondsen te komen. Indien staatsinvesteringsfondsen zich aan die code houden, dan kunnen ze profiteren van een open, helder, voorspelbaar en stabiel investeringsklimaat in de EU en in Nederland. Bescherming tegen mogelijke buitenlandse politieke invloed via zulke fondsen of staatsbedrijven dient geboden te worden door adequate sectorspecifieke wetgeving voor strategische sectoren.

1. Inleiding

1.1. Aanleiding

Internationalisering en het behouden van vertrouwen

Er is sprake van een steeds sterkere internationale handel. Producten worden daar in de wereld geproduceerd waar dat het meest efficiënt kan. Informatietechnologie versterkt dit proces en maakt de wereld steeds meer een *global village* met een *global market*. Niet alleen is de productie meer internationaal geworden, maar ook het bedrijfsleven is verder geïnternationaliseerd. Bedrijven lijken steeds minder gebonden te zijn aan een bepaalde regio. Dit complex aan ontwikkelingen en omstandigheden wordt meestal aangeduid met de term globalisering. Nederland profiteert van goedkope producten en is de doorvoerhaven voor Europa, maar tegelijkertijd voeden deze ontwikkelingen de vrees bedrijven en werkgelegenheid kwijt te raken aan andere landen. Een relevante vraag is hoe wij het bedrijfsleven kunnen overtuigen vertrouwen te houden in Nederland als vestigingsplaats om te ondernemen.

Vice versa

De afgelopen decennia is wet- en regelgeving rond vennootschappen en overnames gewijzigd, beschermingsconstructies zijn geslecht terwijl de frequentie en omvang van overnames zijn toegenomen. Het streven was gericht op de bevordering van een level-playing-field ter bevordering van de Europese integratie en wereldhandel. Vanuit die liberaliseringstendens is de financiële en juridische macht van aandeelhouders toegenomen en zijn ondernemingen zich nadrukkelijker primair gaan richten op de aandeelhouderswaarde. Tegelijkertijd is globalisering ook voor de financiële markten realiteit geworden. Wereldwijd opererende *private equity funds*, *hedge funds* en *sovereign wealth funds* zijn opgekomen en lijken soms bepaalde bedreigingen met zich mee te brengen. In bepaalde gevallen zet aandeelhoudersactivisme ondernemingen nu zodanig onder druk, dat de vraag opkomt of het lange termijn ondernemingsbelang daarbij gediend is. Illustratief daarbij is de recente overname van Nederlandse multinationals zoals VNU, Shell, Stork en ABN AMRO.

De tendens in regelgeving lijkt onder die ontwikkelingen te veranderen. Nog maar enkele jaren terug streefden de Commissie Tabaksblat en de wetgever naar het verminderen van bescherming van vennootschappen en versterking van de positie van de aandeelhouder. In een kort tijdsbestek kan de aandeelhouder het bestuur van een onderneming onder te grote druk plaatsen. Daarmee is de balans de laatste jaren deels doorgeslagen, waardoor andere belangen in de knel kunnen komen. Inmiddels hebben de Monitoring Commissie Frijns en het advies van de SER¹ ruimschoots aandacht voor aandeelhoudersactivisme en de bedreiging die dat voor vennootschappen kan betekenen en wordt er nagedacht over een betere balans tussen verschillende en soms tegenstrijdige belangen. Het pleidooi is daarbij gericht op een balans in het stakeholdersmodel, met behoud van de gewijzigde corporate

¹ SER advies *Evenwichtig Ondernemingsbestuur*, Publicatienummer 1, 15 februari 2008.

governance inzichten, de verworvenheden van onze open economie en buitenlandse investeerders.

1.2. De christen-democratische visie

Visie op de economie

De christen-democratie wijst erop dat het economisch leven in dienst moet staan van de mens in zijn totaliteit en aan de hele menselijke gemeenschap. De economische ontwikkeling dient dan ook gericht te zijn op de algemene ontwikkeling in *solidariteit* en op de ontwikkeling van de samenleving waarin men leeft en werkt. Deze ontwikkeling zal in beginsel vanuit de maatschappij zelf (via de 'markt') vorm moeten krijgen. Op grond van het uitgangspunt van de *gespreide verantwoordelijkheid* zal de overheid kaders moeten stellen die deze ontwikkeling kunnen waarborgen.

Ook de andere christen-democratische uitgangspunten spelen een duidelijke rol. *Rentmeesterschap* onderstreept het belang om de omstandigheden te creëren waarin eenieder zijn talenten kan ontwikkelen om zo bij te kunnen dragen aan een welvaart die allen ten goede komt, ook op lange termijn. In beginsel biedt de vrije markteconomie de vrijheid om dit op een efficiënte manier te laten gebeuren. De staat dient te zorgen voor "een ondernemingsklimaat waarbij duurzame economische groei kan worden gerealiseerd."² *Gerechtigheid* vraagt om gelijke kansen, eerlijke lonen en arbeidsomstandigheden en het beschermen van de menselijke waardigheid.

Visie op de onderneming

In een onderneming komen ondernemerschap, kapitaal en arbeid samen. Voor wat betreft de visie op de onderneming wordt vaak de Angelsaksische tegenover de Rijnlandse benadering gezet. In een zuivere Angelsaksische visie wordt als het doel van een onderneming beschouwd *primair* het vergroten van de aandeelhouderswaarde (het 'shareholdersmodel'). In de Rijnlandse traditie wordt een onderneming niet los van haar omgeving gezien, maar als betrokken op de samenleving. Bij een onderneming zijn immers velen betrokken, zowel *shareholders* als andere *stakeholders* – naast de aandeelhouders zijn dat werknemers, leveranciers, afnemers, overheden, de maatschappij als geheel en de fysieke omgeving.

In de christen-democratische visie is een onderneming een *gemeenschap* van al die betrokkenen, van kapitaal, ondernemerschap en arbeid. Een onderneming moet een 'gemeenschap in solidariteit' zijn. Alle betrokkenen hebben daarbij hun eigen verantwoordelijkheid, die tegelijkertijd niet los kan worden gezien van de ander. Ook binnen de gemeenschap van de onderneming zijn de kernwaarden van het CDA – solidariteit, gespreide verantwoordelijkheid, gerechtigheid en rentmeesterschap – en het appèl dat zij op eenieder doen, aan de orde.³

² Artikel 44 *Program van Uitgangspunten CDA*; cf. WI voor het CDA, *Vertrouwen in ondernemers*, Den Haag: 2006.

³ WI voor het CDA, *Vertrouwen in ondernemers*, Den Haag: 2006, p. 37.

Een vrije beschikbaarheid van kapitaal en het ontbreken van belemmeringen voor economisch initiatief zijn positieve voorwaarden voor een juiste economische ontwikkeling. Maar in de relatie tussen kapitaal en arbeid moet aan de laatste meer gewicht worden toegekend, vanwege het *subjectieve en persoonlijke karakter* van de arbeid. Tevens hoort in de christen-democratische visie een efficiënte aanwending van kapitaal altijd in dienst te staan van het algemeen welzijn (de reële economie). Tegenover toegenomen rechten van aandeelhouders behoren toegenomen plichten met betrekking tot transparantie en uitoefening van die rechten te staan. Daarbij dient er wel een wijze balans te bestaan tussen de rechten van aandeelhouders en de positie van werknemers, bestuurders en commissarissen, en de overige belanghebbenden bij een bedrijf.⁴

Internationale dimensie

Het CDA streeft ter bevordering van de internationale publieke gerechtigheid naar een participatieve economische wereldorde. Het gaat daarbij onder meer om het scheppen van omstandigheden waarin mensen als verantwoordelijke persoon tot hun recht kunnen komen en landen een volwaardige positie kunnen innemen in de wereldeconomie.⁵ Nederland heeft een open economie, die voor een groot deel afhankelijk is van internationale handel. Zo'n open economie heeft er bijzonder belang bij om internationale vrijhandel te bevorderen en handelsbelemmeringen weg te nemen, zoals binnen de Europese Unie gebeurt en op mondiale schaal via de Wereldhandelsorganisatie (WTO).

Bij de toenemende internationalisering van de Nederlandse economie wordt van nationale en regionale overheden een actieve en toekomstgerichte opstelling gevraagd. In samenspel met bedrijven, opleidingsinstellingen of kenniscentra kan de overheid bevorderen dat marktpartijen ten aanzien van bedrijvigheid, technologie en arbeidsmarkt een samenhangend beleid voeren.⁶ De overheid hoort een goed vestigingsklimaat te bevorderen, en dient steeds de (menselijke) *waarden* die in het geding zijn, te beschermen. Rond fusies en overnames van (Nederlandse) bedrijven, het (op)splitsen van ondernemingen of het verplaatsen van onderdelen daarvan naar het buitenland moet het steeds gaan om een evenwicht tussen belangen, waarbij de effecten op de Nederlandse economie en samenleving ook van belang zijn en mee moeten wegen.⁷

De staat zelf als leverancier van goederen en diensten

De christen-democratie geeft de voorkeur aan het particulier initiatief, waarbij – indien nodig – de overheid het publiek belang door middel van regulering bewaakt. De overheid hoort dan ook in beginsel geen kapitaaldeelnames te hebben in zulke bedrijven. Die voorkeur verdwijnt echter bij (a) typische overheidstaken, zoals rechtshandhaving,

⁴ WI voor het CDA, *Vertrouwen in ondernemers*, Den Haag: 2006, p. 11.

⁵ CDA, *Program van Uitgangspunten*, p. 47.

⁶ CDA, *Program van Uitgangspunten*, p. 45.

⁷ WI voor het CDA, *Vertrouwen in ondernemers*, Den Haag: 2006, p. 36.

en (b) elementaire *collectieve* diensten, zoals de energie-infrastructuur. In zulke gevallen kan de overheid vaak beter *zelf* presterend optreden.⁸ Het zelf *economisch* presteren door de overheid (in directe zin: door een overheidsdienst, of in indirecte zin: door een bedrijf dat eigendom is van de overheid) blijft in de christen-democratische visie echter een uitzondering, die een goede rechtvaardiging vergt: slechts wanneer regulering ontoereikend zou zijn om het publiek belang bij uitvoering door markt of maatschappij te borgen, komt uitvoering door de overheid in beeld. Vanuit dit perspectief heeft het CDA er bijvoorbeeld ook voor gepleit dat de eigendom van de openbare elektriciteits- en gasnetwerken in handen van de overheid blijft.

1.3. Hedge funds, private equity en staatsinvesteringsfondsen

De afgelopen jaren heeft Nederland te maken gekregen met een toenemende activiteit van fondsen zoals *hedge funds*, staatsinvesteringsfondsen (*sovereign wealth funds*) en *private equity*. Dit heeft vooral de aandacht getrokken in relatie tot de manier waarop zulke fondsen hun zeggenschap in bedrijven gebruiken en de effecten die hun betrokkenheid heeft op splitsingen of overnames van vennootschappen. Hieronder zullen we de verschillende typen fondsen kort karakteriseren en de belangrijkste punten van zorg identificeren. Overigens vervullen de genoemde typen fondsen een nuttige rol in de kapitaalmarkt: zij dragen ieder op hun eigen wijze bij aan de (wereldwijde) efficiënte allocatie van kapitaal.

Hedge funds

Ondanks dat er veel en vaak gesproken wordt over *hedge funds*, ontbreekt een duidelijke definitie van dit fenomeen. De belangrijkste eigenschappen die *hedge funds* gemeen hebben zijn dat ze vaak buiten regulering vallen (waardoor ze nauwelijks of geen transparantie hoeven te betrachten), en dat verdiensten van de fondsbeheerders bijna volledig samenhangen met de waardevermeerdering van het fonds. Hoewel *hedge funds* verschillende strategieën hanteren, blijken ze zich over het algemeen toch sterk op de (winst op) korte termijn te richten. Deze fondsen 'beleggen' in allerhande zaken: niet alleen aandelen, maar ook obligaties, grondstoffen, valuta's, en allerlei afgeleide producten, zoals opties, *futures*, en *swaps*.

Wanneer *hedge funds* in aandelen beleggen van beursgenoteerde ondernemingen, hebben ze veelal niet het doel om die onderneming (zelf) over te nemen. 'Control' en de daarbij behorende risico's en verantwoordelijkheden worden niet genomen. *Hedge funds* stellen zich als aandeelhouder wel regelmatig zeer actief op, bijvoorbeeld om invloed uit te oefenen op de strategie of om een splitsing of overname te bespoedigen. Hoewel met aandeelhoudersactivisme als zodanig niet veel mis is, zeker bij beursgenoteerde ondernemingen waarbij de aandelen over vele (kleinere) aandeelhouders verspreid zijn, is het de vraag of door

⁸ WI voor het CDA, Publieke gerechtigheid, Houten: Bohn Stafleu Van Loghum, 1990, p. 122; WI voor het CDA, *Energiekeuze(s) belicht*, Den Haag: 2004, p. 12-13.

het activistische optreden van *hedge funds*, die zelf meer gericht zijn op de korte termijn, het langetermijnbelang van een vennootschap en de met haar verbonden onderneming(en) wel voldoende tot zijn recht komt. Sterker nog, zodra activistische aandeelhouders hun pijlen richten op het bestuur en/of de commissarissen van een vennootschap, wordt de reputatie van dat management en commissarissen aangetast; dat ondermijnt de positie van het bestuur, waardoor dit onvoldoende mandaat zou kunnen krijgen voor juist het ontwikkelen van een strategie voor de lange termijn.

Voorts brengen *hedge funds* risico's met zich mee voor het financiële systeem. Soms zijn ze actief in illiquide markten. Wanneer ze in zulke markten op korte termijn hun posities sterk veranderen, kan dat leiden tot grote volatiliteit binnen het financiële systeem. Bovendien zijn *hedge funds* zelf weinig transparant, zodat de risico's die kapitaalverschaffers aan *hedge funds* lopen, niet altijd goed zijn in te schatten. Bijvoorbeeld bij een plotseling faillissement van een *hedge fund* zouden problemen kunnen overslaan naar de tegenpartijen van *hedge funds* en daarmee een bedreiging kunnen vormen voor de stabiliteit van het financieel systeem.

Private equity

Het kenmerk van *private equity* is dat het gaat om investeerders die risicodragend kapitaal beschikbaar stellen aan vooral niet-beursgenoteerde (= 'private') vennootschappen. Voor een deel richt zich dit op het financieren van startende ondernemingen (durfkapitaal) en voor een deel op het overnemen/ opnieuw financieren van (onderdelen van) bestaande ondernemingen. *Private equity* richt zich in het algemeen op het verkrijgen van een controlerend belang in ondernemingen. Indien *private equity* zich richt op een beursgenoteerde onderneming, dan wordt deze na overname van de beurs gehaald. De bedoeling van zulke overnames is om de betreffende onderneming na enige tijd (geheel of in delen) – met winst – door te verkopen of weer naar de beurs te brengen.

Een veel gebruikt mechanisme om bedrijven met behulp van *private equity* over te nemen is de *leveraged buy-out*. Hierbij koopt de *private equity* partij een onderneming van de zittende aandeelhouders waarbij een groot deel van de koopsom wordt betaald met geleend geld, dat via herfinancieringsconstructies als een schuld op de balans van de overgenomen onderneming terecht komt. Het is maar de vraag of zulke constructies in alle gevallen in het langetermijnbelang van de desbetreffende vennootschap en al haar stakeholders is. Binnen het Nederlandse *governance* model wordt veel waarde gehecht aan een zorgvuldige afweging van de belangen van alle *stakeholders*. De verantwoordelijkheid hiervoor ligt bij het bestuur en commissarissen van de vennootschap. Het is echter de vraag of deze in de praktijk altijd in alle onafhankelijkheid die afweging kan maken, omdat afspraken tussen de *private equity* partij en het bestuur ervoor zouden kunnen zorgen dat het bestuur persoonlijk belang zou kunnen krijgen bij de beoogde overname.

In deze notitie zullen we ons rond *hedge funds* en *private equity* vooral richten op die aspecten die samenhangen met de regels voor *corporate*

governance en de fiscaliteit. Andere aspecten, zoals de mogelijke impact van *hedge funds* op de stabiliteit van het financieel systeem, vallen buiten de reikwijdte van deze notitie.

Sovereign wealth funds

Een andere speciale categorie voor wat betreft de ‘overnemende’ bedrijven wordt gevormd door de *sovereign wealth funds*, buitenlandse staatsinvesteringsfondsen. Zij onderscheiden zich van andere investeringsmaatschappijen doordat bij hen de mogelijkheid bestaat dat hun gedrag *politiek* gestuurd wordt. Hoewel zulke fondsen al sinds de jaren vijftig bestaan, zijn ze vooral de laatste jaren in opkomst. Deze investeringsvehikels van overheden worden gefinancierd uit de export van grondstoffen (zoals olie), binnenlandse begrotingsoverschotten of deviezenreserves uit internationale handel. Naar schatting bedraagt de totale omvang van de staatsinvesteringsfondsen bijna \$ 3000 miljard dollar.⁹ De verwachting is dat de omvang van staatsinvesteringsfondsen de komende jaren nog flink zal toenemen.¹⁰ Europa en Nederland kennen een open economie en een open kapitaalmarkt; buitenlandse staatsfondsen (en staatsbedrijven) hebben dan ook de weg naar Europa en Nederland gevonden.¹¹

Staatsfondsen dragen bij aan een goede werking van de wereldwijde kapitaalmarkt. Door hun investeringen bevorderen de fondsen een efficiënte allocatie van kapitaal. Verder hanteren dergelijke fondsen over het algemeen een langetermijnstrategie, waardoor ze bij kunnen dragen aan de stabiliteit van ondernemingen en de financiële markten. In de afgelopen periode hebben enkele staatsfondsen geïnvesteerd in een aantal banken die door de kredietcrisis onder druk zijn komen te staan, waardoor het wereldwijde bankwezen en het vertrouwen in het internationale financiële systeem ondersteund zijn.

Ondanks de voordelen die staatsinvesteringsfondsen met zich mee (kunnen) brengen, is er toch ruimte voor enige bezorgdheid. Dergelijke fondsen zijn – per definitie – in handen van een *overheid*, waardoor het gevaar bestaat dat zo’n fonds op enig moment *politiek* aangestuurd zal worden. Dit risico bestaat overigens ook bij *staatsbedrijven*.

Als christen-democraten voelen we ons enigszins ongemakkelijk bij staatsfondsen, omdat de christen-democratie juist bepleit dat de overheid zeer terughoudend is in het participeren in bedrijven. In Nederland hebben we bewust gekozen voor een markteconomie, waarbij de productiemiddelen arbeid en kapitaal in particuliere handen zijn en niet het bezit van de overheid. Slechts in uitzonderingsgevallen neemt de overheid een rol op zich als aandeelhouder. Die rol is de afgelopen twintig jaar consequent verkleind: de overheid heeft aandelen in grote

⁹ Zie: DNB, *Kwartaalbericht*, september 2007; Deutsche bank, *Sovereign Wealth Funds – state investments on the rise*, september 2007, en IMF, *Global Financial Stability Report*, oktober 2007.

¹⁰ Zie de kabinetsnotitie *Sovereign Wealth Funds*, februari 2008, p. 4.

¹¹ Zie het overzicht op p. 10 van de kabinetsnotitie *Sovereign Wealth Funds*, februari 2008.

bedrijven als KPN, TNT, DSM en de Postbank verkocht. Alleen wanneer *publieke* belangen meespelen, zoals de nationale veiligheid bij de nucleaire sector of het transportmonopolie bij een luchthaven als Schiphol, zien we – indien noodzakelijk voor dat publieke belang – een rol weggelegd voor de staat als aandeelhouder.

Andere overheden elders in de wereld kiezen er echter wel voor om een fors aandelenkapitaal op te bouwen, onder meer door in bedrijven in andere landen te investeren. Hoewel dit tot nu toe niet tot problemen heeft geleid,¹² biedt dat nog geen garanties voor de toekomst. Veel van de staatsinvesteringsfondsen zijn immers zeer intransparant.¹³ Daardoor is het lastig hun doelstellingen en hun beleggingsbeleid te kennen. Ook ontbreekt het vaak aan inzicht in de *corporate governance* van zulke fondsen en daarmee blijft het onduidelijk in hoeverre de overheid invloed kan uitoefenen (of al daadwerkelijk uitoefent) in zo'n fonds.

De gevaren van politieke sturing van staatsinvesteringsfondsen manifesteren zich vooral in de volgende risico's:¹⁴

- industriepolitiek risico: buitenlandse staatsinvesteringsfondsen zouden via overname van bedrijven bij voorrang toegang willen (en kunnen) krijgen tot bepaalde grondstoffen, of ze zouden overgenomen bedrijven kunnen verwaarlozen om de eigen, soortgelijke industrie te bevoordelen;
- veiligheidsrisico: staatsinvesteringsfondsen zouden door het overnemen van bedrijven toegang kunnen krijgen tot kennis die relevant is voor de nationale veiligheid, of tot 'intellectuele eigendom' (patenten, etc.), wat vooral zorgelijk is indien die intellectuele eigendom in het investerende land onvoldoende beschermd wordt;
- (geo)politiek risico: een buitenlandse overheid gebruikt de (economische) zeggenschap in een bedrijf in een ander land om via dat bedrijf invloed uit te oefenen in dat andere land; de effectiviteit van de beïnvloeding hangt samen met de (machts)positie van het betreffende bedrijf en zal bij bedrijven die essentiële (monopolie-) diensten leveren het sterkst zijn.

De mogelijkheid bestaat dat staatsinvesteringsfondsen (en ook staatsbedrijven) zich niet altijd economisch rationeel gedragen, maar soms een andere, 'politieke' agenda nastreven. In paragraaf 2.5 zal besproken worden op welke wijze op deze zorgen gereageerd kan worden.

¹² Zie de kabinetsnotitie *Sovereign Wealth Funds*, februari 2008, p. 4, en de Mededeling van de Europese Commissie over 'Een gemeenschappelijke Europese aanpak van staatsinvesteringsfondsen', COM(2008) 115 definitief, p. 9.

¹³ Kabinetsnotitie *Sovereign Wealth Funds*, februari 2008, p. 6.

¹⁴ Kabinetsnotitie *Sovereign Wealth Funds*, februari 2008, pp. 14-16.

2. Voorgestelde maatregelen

2.1. Vestigen en vertrouwen

Het CDA vindt dat wij de kracht van Nederland moeten onderkennen en moeten streven ons land óók op lange termijn tot een van de meest welvarende regio's van Europa te maken. Nederland moet sterkten en kansen durven benoemen. Knelpunten moeten we aanpakken. Bedrijfsleven en overheid moeten gezamenlijk inzetten op versterking van de sterkten en benutting van deze kansen. Vestigen vraagt vertrouwen.

Kiezen voor sectoren waarin wij willen excelleren

Het is belangrijk dat politiek en overheid een *permanent commitment* tonen richting *'centres of excellence'* en bedrijven die van strategisch belang zijn voor de concurrentiekracht van Nederland. We moeten daarbij keuzes durven maken voor sectoren waarin wij willen excelleren. In het beleidsprogramma van het kabinet gaat speciale aandacht uit naar Brainport Eindhoven (*life sciences* en medische technologie), het energieknooppunt Groningen (gas, duurzame energie, opslag van CO₂) en de driehoek Wageningen-Nijmegen-Enschede (voedseltechnologie, gezondheidszorg en technologie). Bijzondere kracht ligt natuurlijk ook op het gebied van de transport en logistiek (o.a. de Mainports) en het Holland Financial Centre. Gedacht kan worden aan verbetering van infrastructuur zoals bereikbaarheid en beschikbaarheid van grootschalige werklocaties nodig om de economische toppositie te versterken of te behouden.

Belang van hoofdkantoren

Onze economie heeft een groot belang bij hoofdkantoren van multinationals vanwege de regiefunctie die daarvan uitgaat voor investeringsbeslissingen en verankering van R&D en voor de hoogwaardige werkgelegenheid op de hoofdkantoren en in de dienstverlening. Nederland heeft een relatief groot aantal hoofdkantoren van multinationals. Van de 500 grootste bedrijven in de wereld zijn momenteel 16 bedrijven met hun hoofdkantoor en 14 met hun Europese hoofdkantoor in ons land gevestigd. In het rapport *Hoofdkantoren een hoofdzaak*¹⁵ staat dat Nederland met 30 hoofdkantoren van multinationals binnen de grenzen een wereldspeler is, maar dat deze positie wel wordt bedreigd door fusies en overnames en omdat bedrijven actief zoeken naar de beste locatie voor het hoofdkantoor. Tegelijkertijd is momenteel geen aanleiding te veronderstellen dat wij die positie van regieplek voor internationale ondernemingen ineens verliezen of dat er in Nederland meer overnames door buitenlandse bedrijven plaatsvindt dan elders in Europa. Toch verdient het aanbeveling om gekwalificeerde werknemers, ondernemers en bestuurders van bedrijven een blijvende verankering te bieden in de Nederlandse samenleving. Dat vraagt vooral het bevorderen van een gevoel van betrokkenheid bij onze maatschappij en verbondenheid met onze cultuur en leefomgeving. Factoren die een

¹⁵ Het rapport "Hoofdkantoren een hoofdzaak" is op 31 maart 2008 door The Boston Consulting Group (BCG) aangeboden aan de Minister van Economische Zaken.

internationale uitwisseling van bestuurders belemmeren, dienen zo veel mogelijk weggenomen te worden.

Een goed vestigingsklimaat

Nederland heeft een relatief goed vestigingsklimaat, zeker na de hervormingen van de vorige kabinetten, maar er is zeker nog verbetering mogelijk om internationaal tot de top te gaan behoren. Zo staat Nederland in de Growth Competitiveness Index 2008 van het World Economic Forum slechts op de 10^e plaats. In The IMD World Competitiveness Scoreboard 2007 zijn wij echter gestegen van een 14^e naar een 8^e plaats. *Verbeteringen in het algemene vestigingsklimaat* moeten vooral gezocht worden op het gebied van vermindering van administratieve lasten en procedures, de loonontwikkeling, een goed functionerende arbeidsmarkt en de beschikbaarheid van voldoende goed opgeleid en gekwalificeerd personeel. Daarnaast blijven een toereikende infrastructuur en een adequaat fiscaal stelsel van groot belang. In paragraaf 2.4 gaan we in op de vraag hoe de bestaande belangrijke fiscale vestigingsplaatsfactoren ook in de toekomst kunnen worden gehandhaafd en zo mogelijk verder kunnen worden uitgebreid.

2.2.Vennootschapsrecht

Op het raakvlak van *corporate governance* en vennootschapsrecht hebben zich ongewenste ontwikkelingen voorgedaan zoals verder gaande juridisering en aandeelhoudersactivisme dat te sterk gericht is op kortetermijnbelangen van de aandeelhouders en niet op het langetermijnbelang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming(en). Door middel van een aantal maatregelen en *fine-tuning* op het vlak van het vennootschapsrecht kan er naar onze opvatting een betere balans gevonden worden tussen verschillende belangen van alle stakeholders. Een balans tussen louter kortetermijnaandeelhoudersbelang en het belang van de onderneming als een samenwerkingsverband voor de lange termijn. Voor bestuur en commissarissen van een onderneming is het bij afwegingen van strategische aard van belang om te weten wie de aandeelhouders zijn en met welke intentie aandeelhouders in de onderneming belegd hebben.

Identificatie juridisch en economisch gerechtigden noodzakelijk

Een dialoog tussen de vennootschap en haar aandeelhouders kan wenselijk zijn om draagvlak voor het ondernemingsbeleid te verwerven en aandeelhouders nader te informeren over de actuele problematiek. Natuurlijk moet daarbij de transparantie voor de markt gewaarborgd blijven. Het CDA heeft dan ook al eerder gepleit voor 'aandelen op naam': het is wenselijk dat de identiteit van aandeelhouders achterhaald kan gaan worden. Een regeling voor identificatie kan worden opgenomen in de Wet Giraal Effectenverkeer. De onderneming krijgt de mogelijkheid om hun aandeelhouders te identificeren door een informatieverzoek bij Euroclear Nederland en intermediairs. Daarbij is het van belang dat zowel de economisch gerechtigde als de juridisch gerechtigde op de aandelen kan worden achterhaald.

Empty voting vraagt verantwoordelijkheid van grote investeerders bij securities lending

De Monitoring Commissie Frijns¹⁶ acht *empty voting* ongewenst omdat in de Code Tabaksblat de veronderstelling besloten ligt dat de zeggenschap zoveel mogelijk dient te sporen met het financiële belang. De problematiek van *securities lending* met het oogmerk stemrecht te krijgen is moeilijk te overzien. Dit zou in internationale context onderzocht moeten worden. Het CDA denkt dat in het wetsvoorstel toch duidelijkheid gegeven moet worden over de vraag waar het economisch belang bij verschillende transacties (zoals *stock lending* of *total return swaps*) ligt. Indien er onduidelijkheid blijft bestaan, is het noch voor de uitgevende instellingen noch voor de rechthebbenden duidelijk wat hun rechten en plichten op grond van de wet zijn. Verder doet het CDA een appèl op grote investeerders door hen op hun verantwoordelijkheid te wijzen. Een goed voorbeeld is dat het ABP zijn aandelen, naar verluidt, niet meer uitleent aan partijen die uit zijn op het stemrecht.

Eenduidige grenzen bij meldingsplicht voor aandeelhouders en intentiemelding.

Momenteel dient een aandeelhouder een deelneming van 5% of meer van het geplaatste kapitaal te melden. Hij moet opnieuw melden als hij vervolgens andere drempelwaarden overschrijdt of onderschrijdt. Deze regels zijn gesteld omdat het voor de vennootschap van belang is te weten welke aandeelhouders een belang van zekere omvang hebben. De Monitoring Commissie Frijns beveelt aan de drempel aan te scherpen naar 3% met een meldingsplicht bij elke wijziging van 1%. Het kabinet wil de aanbeveling voor meldingsplicht bij elke wijziging eerst onderzoeken. Ook kennis van intenties van aandeelhouders met een bepaald belang kan relevant zijn. Het maakt nogal een verschil of het om een passieve belegger gaat of dat hij bijvoorbeeld voornemens is actief invloed uit te oefenen op de strategie van de onderneming. Er ligt een wetsvoorstel tot wijziging van de Wet Financieel Toezicht (Wft) voor waarin een aandeelhouder bij 10% belang zijn intenties kenbaar moet maken. Er is door de regering voor dit percentage gekozen omdat het aan zou sluiten bij omringende landen. De Monitoring Commissie Frijns denkt echter eerder aan een drempel van 5% waarbij bij de regeling ook aandacht geschonken moet worden aan wijziging van intenties, de samenhang met *'acting in concert'* en het stemmen voor voorstellen van aandeelhouders die andere intenties hebben gemeld. Het CDA is voor een eenduidige grens voor zowel de meldingsplicht voor aandeelhouders als voor de intentiemelding. Een inconsistentie in percentages zou ervoor kunnen zorgen dat er ruimte ontstaat voor 'juridische arbitrage' waar derden (zoals *hedge funds*) handig op kunnen inspelen. Het CDA heeft een voorkeur voor een meldingsplicht bij de drempelwaarde van 3% en bij wijziging van ieder 1% belang, een norm die aansluit in internationaal verband. Het CDA stelt voor om in aansluiting hierop bij iedere melding van een dergelijk belang of wijziging daarvan ook de intentie van de aandeelhouder kenbaar te laten maken. Verder wil het CDA de verplichting opnemen wijziging van intenties te melden, welke intenties niet binnen bepaalde tijd kunnen worden gewijzigd. Ten slotte is effectief

¹⁶ Rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007.

toezicht nodig om erop toe te zien dat aandeelhouders handelen conform hun gepubliceerde intenties.

Agenderingsrecht pas bij 3%...

Op dit moment hebben aandeelhouders die een belang van 1% vertegenwoordigen het recht om een bepaald onderwerp op de agenda van de algemene vergadering te plaatsen. De Monitoring Commissie Frijns beveelt aan om het agenderingsrecht aan de melding van intenties te koppelen en om internationale aansluiting te zoeken door de drempel van agenderingsrecht te verhogen naar 3%. Het alternatieve criterium van het nominale bedrag kan daarbij vervallen. Daarmee sluit de drempel ook aan bij de nieuwe drempel voor de meldingsplicht. In het wetsvoorstel wordt reeds voorgesteld de drempel te verhogen naar 3%. Het CDA steunt genoemde verhoging van deze drempel.

... en 180 dagen afkoelingsperiode.

Het bestuur en de commissarissen, geconfronteerd met acties van aandeelhouders, kunnen zich gedwongen voelen overhaaste beslissingen te nemen. Bij hantering van een afkoelingsperiode of responstijd wordt het bestuur en de raad van commissarissen de tijd gegund om op verantwoorde wijze afwegingen in het belang van de vennootschap en al haar stakeholders te maken. De Monitoring Commissie Frijns acht het *good practice* dat een aandeelhouder het agenderingsrecht slechts uitoefent nadat hij daarover in dialoog is getreden met het bestuur van de onderneming. Indien een onderwerp naar verwachting de strategie, aard en samenstelling van de onderneming zal wijzigen dan zou als vuistregel een termijn van 180 dagen afdoende moeten zijn om een mening te vormen over de opvattingen van de aandeelhouder en alternatieven aan te reiken. Het CDA vindt het wenselijk om de mogelijkheid van zo'n afkoelingsperiode voor het bestuur en commissarissen (van bijvoorbeeld 180 dagen) in wetgeving vast te leggen, zodat er daaromtrent geen onduidelijkheid bestaat.

Mogelijkheid tot toekennen van loyaliteitsdividend, meervoudig en flexibel stemrecht.

Een vennootschap en haar stakeholders zijn gebaat bij continuïteit van de onderneming en het belang op lange termijn waarbij geen onverantwoorde risico's worden genomen. *Quick wins* en aandeelhoudersactivisme kunnen ten koste gaan van de onderneming. Vanuit dat kortetermijnperspectief is het wenselijk dat aandeelhouders die oog hebben voor het langetermijnbelang van de onderneming op een positieve manier gebonden kunnen worden aan de onderneming. In de eerste plaats is het aan de onderneming om aandeelhouders voor langere termijn te binden. Daarbij is het zo dat het gelijkheidsbeginsel zich volgens de Hoge Raad niet verzet tegen een regeling waarbij in statuten aan geregistreerde aandeelhouders onder bepaalde voorwaarden een aanvullend dividend wordt toegekend. Het is volgens het CDA wenselijk dat wettelijk duidelijk gemaakt wordt dat het toegestaan is behalve dit loyaliteitsdividend ook andere aanvullende voorrechten, zoals meervoudig stemrecht en flexibel stemrecht, onder voorwaarden toe te kennen.

2.3. Overnamerecht

Eenduidig toezicht door een overnamepanel

Tijdens het proces van overname in de vorm van een openbaar bod zijn er momenteel twee bevoegde instanties die een rol vervullen: de Ondernemingskamer¹⁷ en de AFM. Naast het enquêterecht heeft de Ondernemingskamer op grond van het Besluit openbare biedingen bij een verplicht openbaar bod enkele taken zoals de beoordeling van de billijkheid van de biedprijs en bevelen tot het uitbrengen openbaar bod indien een aandeelhouder de wettelijke verplichtingen niet naleeft. De AFM houdt toezicht op het proces indien er eenmaal een openbaar bod is aangekondigd. In het huidige wettelijke stelsel heeft de AFM de rol van procesbewaker op formele aspecten bij openbare biedingen toebedeeld gekregen. De recente uitspraken van de Hoge Raad vragen van de Ondernemingskamer ook bij overnames een verzwaarde afwegings- en motiveringsplicht. Dit zou moeten leiden tot een duidelijker respecteren van de taak en functieverdeling tussen de overheidstoezichthouder AFM en de Ondernemingskamer, zodat de kans op tegenstrijdige beslissingen afneemt. De wet heeft de Ondernemingskamer niet aangewezen als toezichthouder op het proces rond een openbaar bod en zij kan die rol ook niet nemen. Het CDA wil dat zowel het toezicht op het verplichte bod door de Ondernemingskamer, als het toezicht op de formele aspecten van het biedingsproces door AFM overgaat naar een (nieuw) onafhankelijk 'overnamepanel'.

... op basis van zelfregulering door platform van marktpartijen en deskundigen

Het kabinet heeft aangegeven¹⁸ na overleg met marktpartijen te bezien of de Nederlandse overnamemarkt gebaat is bij het introduceren van elementen van een marktmeester zoals die thans in het Verenigd Koninkrijk bestaan bij het *Takeover Panel*. De AFM kent in haar huidige structuur in tegenstelling tot de zelfregulering in het Verenigd Koninkrijk geen structurele binding met marktpartijen en dynamische ontwikkelingen in de markt. Om de professionele kwaliteit en daarmee het gezag en draagvlak te verstreken dient er een overnamepanel te komen in de vorm van een representatief platform waarin marktpartijen en deskundigen uit onder meer de financiële sector zitting hebben. Door op deze wijze zelfregulering te introduceren kan de *monitoring* en mogelijke herziening van regels voor openbare biedingen gedelegeerd worden. Het overnamepanel kan snel, proactief en effectief gaan werken. Het CDA denkt bovendien dat het eigen niet-juridische karakter van een overnamepanel *tactical litigation* zal kunnen beperken. De vennootschap zou ook zelf het initiatief moeten krijgen een bepaalde handelwijze van aandeelhouders in het kader van overname voor te leggen aan het panel.

Enquêterecht in uitzonderlijke gevallen, gehoord het overnamepanel

Een enquêteprocedure in het vennootschapsrecht heeft formeel als doel vast te stellen of er bij een vennootschap sprake is van wanbeleid. Ook biedt het de mogelijkheid snel en doeltreffend een einde te maken aan

¹⁷De Ondernemingskamer is een kamer van het Gerechtshof te Amsterdam.

¹⁸Brief Minister van Financiën d.d. 14 september 2007.

situaties die het functioneren en het voortbestaan van de vennootschap bedreigen.

Houdt de Ondernemingskamer, zoals gebruikelijk, de beslissing om een enquête naar het beleid aan dan plaatst zij zich ondanks haar beperkte bevoegdheid praktisch in de positie van medetoezichthouder op het hele verloop van het biedingsproces. De Ondernemingskamer is niet in staat daarin ook het handelen van andere bidders en andere partijen te betrekken indien deze geen procespartij zijn. Het naar zijn aard repressieve en beperkte toezicht doorkruist het toezicht bij overnames dat er in eerste instantie op gericht is dat de betrokken partijen de markt zelf geïnformeerd houden en het proces ordelijk laten verlopen. Het enquêterecht is mede door de invoering van het treffen van onmiddellijke voorzieningen in zijn feitelijke toepassing sterk veranderd. De Ondernemingskamer baseert zich daarbij vaak niet op de feitelijke analyse van de wettelijke regels inzake openbare biedingen zelf, maar op de open norm van redelijkheid en billijkheid die niet goed past in het sterk door het effectenrecht beheerste proces van openbare biedingen op beursgenoteerde vennootschappen. In de context van een biedingsproces zou de Ondernemingskamer slechts in uitzonderlijke gevallen een enquêteverzoek ontvankelijk dienen te verklaren. Ook de vennootschap zou het recht van enquête moeten worden toegekend.

Onmiddellijke voorzieningen slechts bij zwaarwegende redenen

Voorafgaand aan de feitelijke enquête treft de Ondernemingskamer met regelmaat ordemaatregelen, de zogenaamde onmiddellijke voorzieningen. De voorzieningen raken direct het verloop van het biedingsproces in de markt en de handelwijzen van bidder en doelvennootschap. De SER-commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur adviseert de bevoegdheid van de Ondernemingskamer tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen gelijk te trekken aan dergelijke regelingen door de gewone rechter. Bij de vraag of de toestand van de rechtspersoon een onmiddellijke voorziening rechtvaardigt dient een redelijke afweging van de belangen van alle partijen plaats te vinden. De Hoge Raad¹⁹ is bovendien van oordeel dat een onmiddellijke voorziening slechts gebruikt kan worden indien daartoe in verband met de toestand van de rechtspersoon of in het belang van het onderzoek voldoende zwaarwegende redenen bestaan. Het CDA ondersteunt deze visie en wil bovendien dat daarbij de toezichtsovername aan het overnamepanel in acht genomen wordt.

.. aan de hand van de business judgment rule ...

Het handelen van bestuurders en commissarissen wordt naast de context van aansprakelijkheid momenteel getoetst op basis van begrippen zoals 'gegronde redenen om aan een juist beleid te twifelen' en 'wanbeleid'. De rechter hanteert daarbij de redelijkheidstoets. De SER adviseert om de begrippen ongewijzigd te laten, maar wel expliciet op te nemen dat de rechter moet toetsen aan de hand van de zogeheten *business judgment rule*. Die rechtsfiguur is ontwikkeld in het vennootschapsrecht van de staat Delaware. Bij het toepassen van de *business judgment rule* toetst de rechter of objectief gezien het bestuurlijk gedrag geen rationeel

¹⁹ Hoge Raad 14 december 2007, LJN BB 3523,07/11510.

zakelijk doel heeft en wordt de rechter gedwongen zijn oordeel diepgaand te motiveren zonder in te gaan op de inhoudelijke aspecten van de gemaakte zakelijke beleidsafweging. Het CDA vindt dat de *business judgment rule* in het vennootschapsrecht dient te worden verankerd. Dit bevordert een betere balans tussen bestuurlijke beleidsvrijheid (onder toezicht van de commissarissen) en toetsingsvrijheid van de rechter.

... en een procedure in twee feitelijke instanties

De Ondernemingskamer is de rechterlijke instantie die moet worden aangezocht voor een enquêteprocedure. Tegen de beschikking van de Ondernemingskamer staat nu geen hoger beroep open. Wel kan men cassatie instellen bij de Hoge Raad. De SER is van mening dat het enquêterecht twee feitelijke instanties dient te kennen, waarbij hoger beroep in beginsel schorsende werking heeft. De enquêteprocedure krijgt hiermee versterkte rechtswaarborgen en wordt meer in overeenstemming gebracht met de gewone civiele procedure. De appelrechter dient beroepszaken met de meeste spoed te behandelen. Het CDA ondersteunt deze gedachte. Uiteraard moet wel worden voorkomen dat het hoger beroep de werking van het enquêterecht frustreert.

2.4. Fiscaal recht

Fiscale vestigingsplaatsfactoren

Het Nederlandse belastingstelsel sluit van oudsher goed aan bij het open karakter van de Nederlandse economie. De wetgever en de Belastingdienst zijn zich dan ook steeds bewust geweest van de kansen die een concurrerend fiscaal stelsel heeft voor de Nederlandse samenleving. Niet in de laatste plaats vanwege het aantrekkelijke fiscale vestigingsklimaat hebben veel multinationals bewust gekozen voor Nederland als plaats waar de leiding van het concern en vaak ook andere activiteiten zijn gevestigd.

Welke zijn de belangrijkste fiscaal aantrekkelijke karakteristieken van het Nederlandse belastingstelsel? In de eerste plaats is dat het uitgebreide netwerk van belastingverdragen dat Nederland in de loop van de tijd heeft gesloten. Dit geeft internationaal opererende bedrijven de zekerheid dat er geen internationale dubbele belasting zal optreden.

Een ander belangrijk kenmerk van het Nederlandse belastingstelsel is dat Nederland alleen de dividendbelasting als bronheffing kent. Andere landen kennen ook bronheffingen op rente en royalties. In verdragsonderhandelingen tracht Nederland ook de heffing van bronbelastingen door verdragspartners zoveel mogelijk uit te sluiten. Deze afwezigheid van bronheffingen maakt Nederland aantrekkelijk als vestigingsplaats voor financiële instellingen en voor kenniscentra.

Verder is van groot belang dat Nederland een ruime deelnemingsvrijstelling heeft. Deze voorkomt economisch dubbele vennootschapsbelastingheffing over de winsten die in een concern worden behaald. De deelnemingsvrijstelling geldt zowel voor dividenden afkomstig van dochtervennootschappen als voor vervreemdingsresultaten die ter zake van de verkoop van aandelen in dochtervennootschappen worden behaald. Bovendien is de deelnemingsvrijstelling in beginsel

zowel van toepassing voor participaties (ten minste 5% van het aandelenkapitaal) in binnenlandse als in buitenlandse dochtervennootschappen. Tot op zekere hoogte zijn verliezen geleden naar aanleiding van de liquidatie van een dochtermaatschappij aftrekbaar bij de vennootschap die de aandelen in de geliquideerde vennootschap houdt.

Ook het flexibele op goed koopmansgebruik gebaseerde fiscale winstbegrip is voor bedrijven een aantrekkelijk fiscaal kenmerk van het Nederlandse belastingstelsel. De fiscale winstberekening is in Nederland in beginsel onafhankelijk van de vennootschapsrechtelijke (commerciële) accountingregels. Daardoor kan de fiscale winstberekening meer worden gebaseerd op beginselen als voorzichtigheid en liquiditeit dan dat dit in de commerciële winstberekening mogelijk is.

Ten slotte kan de open en transparante opstelling van de Nederlandse Belastingdienst worden genoemd als aantrekkelijke fiscale vestigingsplaatsfactor. Deze manifesteert zich onder andere in de mogelijkheid van vooroverleg en in het sluiten van – binnen de wet en jurisprudentie blijvende – rulings die vooraf rechtszekerheid bieden over de fiscale gevolgen van investeringsplannen van bedrijven.

Het CDA vindt het van groot belang dat er voor wordt gezorgd dat deze belangrijke fiscale vestigingsplaatsfactoren ook in de toekomst worden gehandhaafd en zo mogelijk verder worden uitgebreid. Daar is te meer reden voor nu steeds meer Europese landen trachten aantrekkelijke onderdelen van het Nederlandse fiscale stelsel te kopiëren. De per 1 januari 2007 ingevoerde Wet Werken aan winst waarin de tarieven van de vennootschapsbelasting werden verlaagd in ruil voor grondslagverbreding heeft het CDA om die reden dan ook van harte gesteund. Ook in de toekomst zal waakzaamheid en voortvarendheid op dit punt echter van belang zijn.

Fiscale constructies bij speculatieve overnames

Het feit dat het Nederlandse belastingstelsel zo goed aansluit op het open karakter van de Nederlandse economie roept in het kader van deze notitie ook een andere vraag op. Deze ziet op de mate waarin ons belastingstelsel activistische partijen, zoals *hedge funds* die uitsluitend uit zijn op kortetermijnbelangen of *private equity* partijen, in de kaart speelt. Anders gezegd: in hoeverre bevordert het Nederlandse belastingstelsel met vreemd vermogen gefinancierde speculatieve overnames van Nederlandse bedrijven door *hedge funds* of *private equity* partijen? Bij wijze van illustratie is in de bijlage een voorbeeld opgenomen waaruit blijkt dat de combinatie van renteaftrek, deelnemingsvrijstelling en fiscale eenheidregime de speculatieve overname van Nederlandse vennootschappen door *hedge funds* of *private equity* partijen kan bevorderen. Daarbij financiert de overgenomen vennootschap in wezen haar eigen overname, hetgeen per saldo resulteert in de transformatie van eigen vermogen van die vennootschap in vreemd vermogen. Als gevolg van de renteaftrek wordt vennootschapsbelasting bespaard over de operationele winsten van de overgenomen vennootschap. De overnemende partij (*hedge fund* of *private equity* partij) kan door verkoop van de aandelen in de overgenomen vennootschap belastingvrij profiteren van de waardeaanwas die na de overname wordt gerealiseerd.

Indien aan deze overname zakelijke motieven ten grondslag liggen, hetgeen bij externe acquisities kan worden aangenomen, kan in het algemeen de rente worden afgetrokken (art. 10a Wet op de vennootschapsbelasting 1969).

Het CDA beveelt niet aan dat Nederland eenzijdig maatregelen gaat nemen om deze renteaftrek (als zodanig) uit te sluiten. Dat zou de toch al kwetsbare Nederlandse fiscale concurrentiepositie aantasten, hetgeen zou leiden tot het weggooien van het kind met het badwater. Een dergelijke maatregel zou dan ook alleen bij voorkeur in Europees verband moeten worden overwogen, maar daar bestaat voorlopig nog geen zicht op. Toch kunnen met een combinatie van maatregelen (ongewenste) excessen worden tegengegaan.

Inkoopfaciliteit voor eigen beursgenoteerde aandelen

Inkoop van eigen aandelen kan door een vennootschap worden gebruikt als een extra wapen tegen ongewenste overnames. Een dergelijke inkoop kan namelijk overtollige liquiditeiten tegengaan welke een bedrijf kwetsbaar maken voor vijandelijke overnames. In art. 4c Wet op de dividendbelasting 1965 is een faciliteit opgenomen die inhoudt dat beursgenoteerde vennootschappen onder bepaalde voorwaarden en binnen een bepaalde limiet onbelast eigen aandelen kunnen inkopen.

Aandelen die als voorraad worden gehouden vallen niet onder de deelnemingsvrijstelling

De deelnemingsvrijstelling is niet van toepassing ten aanzien van aandelen die zijn bestemd om op korte termijn te worden verkocht, dat wil zeggen: aandelen die behoren tot de voorraad. Een gevolg van deze uitsluiting is dat *hedge funds* waarvan kan worden aangetoond dat zij de aandelen uitsluitend houden met de bedoeling om ze op korte termijn weer te verkopen, geen gebruik kunnen maken van de deelnemingsvrijstelling.

Belastingheffing van beloningen voor private equity managers

Onlangs is door het kabinet aangekondigd dat een wetsvoorstel zal worden ingediend dat erin voorziet dat resultaatafhankelijke beloningen van *private equity* managers die zijn gerelateerd aan werkzaamheden die zij verrichten met het oog op de over te nemen doelvennootschap en/of ten behoeve van dat doel na de overname voortaan niet meer in box 3 zullen worden belast maar in box 1 dan wel box 2.

Renteaftrek temporiseren

Een mogelijkheid die in de toekomst zou kunnen worden overwogen, is om het per 1 januari 2007 in het kader van de Wet Werken aan winst afgeschafte art. 15ad Wet Vpb 1969 in aangepaste vorm weer in ere te herstellen. Deze bepaling trachtte de financiering van de eigen overname te voorkomen casu quo te belemmeren door de renteaftrek op de lening die de tussenhoudstermaatschappij (in het voorbeeld in de bijlage aangeduid als Tussenhoudster) is aangegaan ter financiering van de aankoop van de beoogde vennootschap (in de bijlage aangeduid als Doelvennootschap) te temporiseren. Rentten (inclusief kosten en valutaresultaten) ter zake van leningen in verband met de verwerving van

aandelen in een dochtermaatschappij, gedurende het jaar van het aangaan van een fiscale eenheid met die dochtermaatschappij en de volgende zeven jaren, konden alleen in aftrek komen van de eigen winsten van Tussenhouder indien er geen fiscale eenheid zou zijn aangegaan. Een tegenbewijsmogelijkheid voorkwam dat het MKB nadeel van deze maatregel ondervond. De rentetemporisering was alleen van toepassing indien de rente was verschuldigd aan een met Tussenhouder verbonden lichaam. Om ook de externe financiering van Tussenhouder af te remmen, zou overwogen kunnen worden om de temporiseringsmaatregel uit te breiden naar alle rente die ter zake van de overname is verschuldigd, ook die aan niet verbonden crediteuren. De duur van de temporiseringstermijn zal zodanig moeten zijn dat de focus van de overnemende partij(en) niet louter op winst(en) op korte termijn gericht kan zijn. Gelet op de doorgaans kortetermijnstrategieën van *hedge funds* zou gedacht kunnen worden aan een temporiseringstermijn van bijvoorbeeld drie of vier jaren.

... of een extra heffing bij excessieve dividenduitkeringen direct na overname

Een andere maatregel die overwogen zou kunnen worden is het fiscaal onaantrekkelijk maken van het uitkeren van de winstreserves door (wat in de bijlage genoemd wordt:) de Doelvennootschap aan Tussenhouder onmiddellijk na de overname, bijvoorbeeld door een extra heffing van vennootschapsbelasting te introduceren over excessieve dividenduitkeringen binnen een periode van, bijvoorbeeld, drie jaren na de overname. Ook dan moet worden gewaakt voor een *overkill* aan maatregelen, verslechtering van de fiscale concurrentiepositie en voor het benadelen van starters en het MKB. Een gecoördineerde aanpak van deze problematiek op de hier geschetste wijze vanuit de Europese Unie heeft dan ook de voorkeur boven eenzijdige acties van de zijde van Nederland.

2.5. Staatsinvesteringsfondsen en de bescherming van specifieke sectoren

In de vorige paragrafen zijn enkele algemene maatregelen op het terrein van het vennootschapsrecht, *corporate governance* en regelgeving inzake openbare biedingen voorgesteld. Deze moeten er voor zorgen dat het langetermijnbelang van ondernemingen (waarbij rekening wordt gehouden met de belangen van alle(!) verschillende *stakeholders*) centraal blijft staan, ook in een wereld waarin activistische partijen met een kortetermijnfocus actief zijn. In deze paragraaf bespreken we hoe we moeten reageren op de toenemende activiteiten van staatsinvesteringsfondsen. Onder welke voorwaarden kunnen deze op een goede manier hun rol spelen in het internationale kapitaalverkeer? De belangrijkste risico's rond staatsinvesteringsfondsen zijn in paragraaf 1.3 aangegeven: industriepolitiek risico, veiligheids- en kennisrisico, en een (geo)politiek risico.

Ten eerste geldt dat hoe meer vertrouwen er is dat een bepaald fonds een betrouwbare partner is, hoe meer ruimte zo'n fonds kan krijgen, wat

weer bijdraagt aan de efficiënte allocatie van kapitaal. Een noodzakelijke voorwaarde daarvoor is dat staatsinvesteringsfondsen voldoende transparant zijn: wat is hun doel, wat is hun beleggingsstrategie, hoe leggen ze verantwoording af en in hoeverre zijn ze in hun beleggingsbeleid onafhankelijk van politieke inmenging? Op internationaal niveau moet dan ook zo snel mogelijk een gedragscode afgesproken worden, waaraan staatsinvesteringsfondsen zich dienen te houden. De activiteiten van IMF en OESO op dit gebied moeten dan ook tot zo'n code leiden, die gebaseerd is op de *best practices* van staatsinvesteringsfondsen. Hoopgevend zijn de afspraken die de regering van de VS onlangs gemaakt heeft met Singapore en Abu Dhabi over 'beginselen voor staatsinvesteringsfondsen'.²⁰

De onderwerpen die in zo'n gedragscode geregeld moeten worden, zijn:²¹

- transparantie aan de zijde van de staatsinvesteringsfondsen over hun doel, hun institutionele opzet (waarvan een belangrijk onderdeel is de positie van de rol van de staat als eigenaar/aandeelhouder), hun investeringsstrategie, alsmede de meest relevante financiële informatie;
- de eis dat staatsinvesteringsfondsen een adequate *corporate governance* structuur hebben, inclusief een goed systeem van interne controle, risicobeheer, en het afleggen van verantwoording;
- de erkenning dat investeringsbeslissingen niet gedreven (mogen) worden door (geo)- politieke doelen, maar slechts genomen (mogen) worden op economische gronden;
- dat het beheer van het staatsinvesteringsfonds onafhankelijk is van politieke invloed.²²

Terecht zal de Europese Commissie zich inspannen om op het internationale toneel een gedragscode voor staatsinvesteringsfondsen opgesteld te krijgen en om binnen de OESO de uitgangspunten te laten formuleren voor de 'ontvangende landen'. Indien de staatsinvesteringsfondsen zich aan de te formuleren normen houden, dan zullen ze kunnen profiteren van een open, helder, voorspelbaar en stabiel investeringsklimaat in de EU en dus in Nederland. Mochten bepaalde landen achterblijven met het naleven van de af te spreken regels, dan kan de EU de mogelijkheid open houden om op Europees niveau consequenties daaraan te verbinden (met als ultieme sanctie het beperken van de mogelijkheden van de betreffende staatsfondsen om van het vrije kapitaalverkeer binnen de EU te genieten).

²⁰ US Treasury, Press Release March 20, 2008, hp-881, 'Treasury reaches agreement on principles for sovereign wealth fund investment with Singapore and Abu Dhabi'; vergelijk de Mededeling van de Europese Commissie, 'Een gemeenschappelijke Europese aanpak van staatsinvesteringsfondsen', COM(2008) 115 definitief, pp. 11-12.

²¹ Vergelijk US Treasury, Press Release March 20, 2008, hp-881; OESO, *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*; IMF, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, February 29, 2008.

²² Vergelijk de volgende richtsnoeren van de OESO voor staatsbedrijven: - *clear separation between the state's ownership function and other state functions*; - *the state should not be involved in the day-to-day management and should allow the companies' board full operational autonomy*.

Het uitgangspunt voor het CDA op nationaal niveau is de open economie die we van oudsher kennen en die ons ook veel heeft opgeleverd en nog steeds oplevert. In dat licht dienen we terughoudend te zijn met het opwerpen van allerlei drempels in het vrije verkeer van kapitaal. Indien staatsinvesteringsfondsen (of staatsbedrijven) investeren in Nederlandse bedrijven, dan wordt hun positie als aandeelhouder ingekaderd door de (nationale) regels rond de positie van aandeelhouders en de verhoudingen binnen de vennootschap. Hierbij pleit het CDA sowieso voor toenemende transparantie, wat in dit geval dus ook betekent dat er meer transparantie zal komen rond de deelnemingen die buitenlandse staatsinvesteringsfondsen en staatsbedrijven in Nederland aangaan.

De risico's die samenhangen met staatsinvesteringsfondsen zijn het sterkst voor de zogenaamde strategische sectoren. Hoe kunnen de publieke belangen van deze sectoren zo goed mogelijk beschermd worden? Voor een deel zijn die al beschermd doordat de overheid zelf eigenaar/ aandeelhouder is. Maar er zijn ook gevallen waarin dat niet zo is, terwijl het bedrijf in kwestie wel een strategisch belang heeft (voorbeelden zijn elektriciteitsproducenten, het postbedrijf, of het bankstelsel). In de laatstgenoemde gevallen worden de publieke belangen in beginsel beschermd door middel van wet- en regelgeving. Deze bescherming zou afdoende moeten zijn *ongeacht* de vraag wie eigenaar is van de betreffende bedrijven.

Het ligt dan ook *niet* voor de hand om, ingegeven door de activiteiten van buitenlandse staatsinvesteringsfondsen, te pleiten voor het invoeren van een *algemene* extra beschermingslaag voor wat betreft de eigendom van of zeggenschap in bedrijven in strategische sectoren (zoals bijvoorbeeld een algemene toets voor iedereen die een bepaalde mate van zeggenschap bereikt in zulke bedrijven). Slechts voor zeer welomschreven, specifieke gevallen lijkt toetsing aan goedgedefinieerde publieke belangen een mogelijkheid die het overwegen waard is. Een voorbeeld is de toets die in het Verenigd Koninkrijk wordt toegepast in de context van de concentratiecontrole, waarbij getoetst wordt aan de openbare veiligheid en de pluriformiteit van de media. Het invoeren van een soortgelijke toets in Nederland is alleen zinvol indien deze doelmatig is en proportioneel en als niet op andere wijze de publieke belangen geborgd kunnen worden.

Wat in elk geval dient te gebeuren, is het versterken van de sectorale regelgeving voor de strategische sectoren zodat gewaarborgd is dat de publieke belangen niet in gevaar kunnen komen indien een bedrijf zou besluiten geheel of voor een deel de dienstverlening te staken. Kan de overheid ingrijpen indien TNT Post van vandaag op morgen zou besluiten de universele postdienstverlening, die door de Europese en Nederlandse wetgever als een essentiële dienst is gedefinieerd, te staken? Heeft de overheid in zulke noodgevallen voldoende bevoegdheden en mogelijkheden om te zorgen dat de minimaal noodzakelijke dienstverlening gewaarborgd is? Bijvoorbeeld doordat op korte termijn een andere partij met de universele postdienst belast kan worden. Een zelfde soort vragen geldt in andere strategische sectoren. Daarom is het nodig om in de sectorspecifieke regelgeving interventiemogelijkheden in

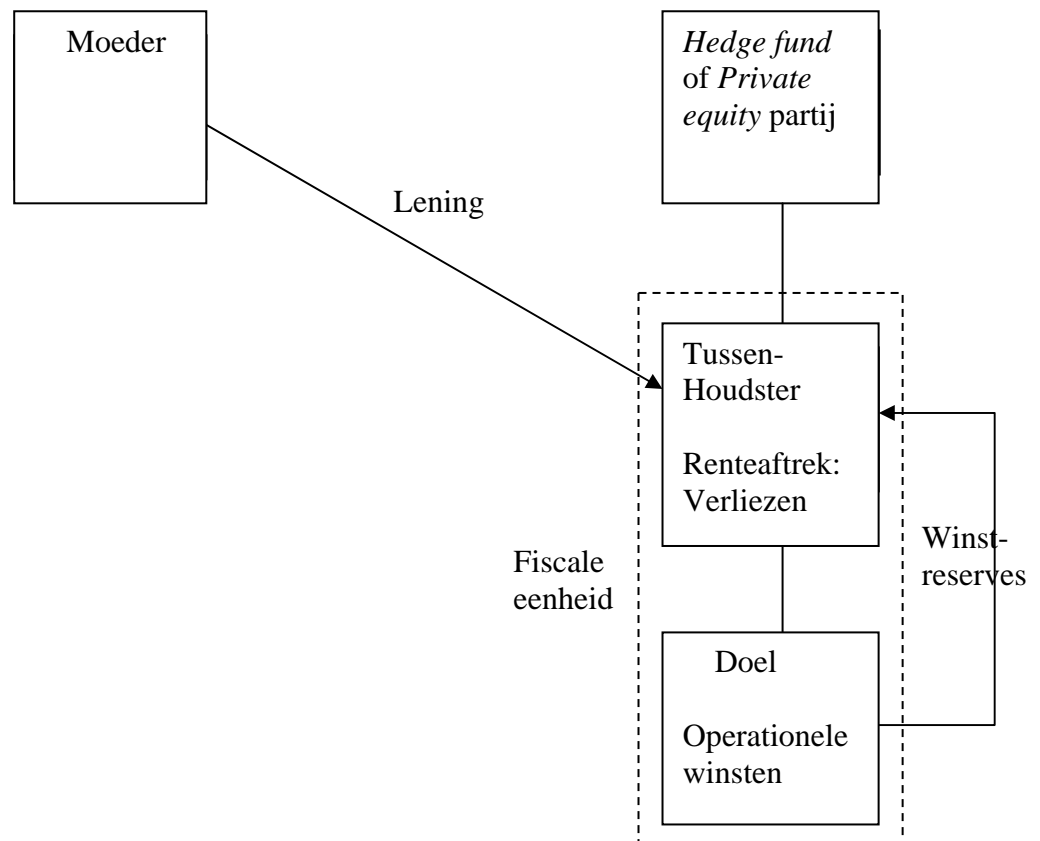
te bouwen die het mogelijk maken om in zulke – exceptionele – gevallen de essentiële dienstverlening (tegen vergoeding) doorgang te doen laten vinden.

Bijlage

Fiscale overnameconstructie

Bij wijze van voorbeeld gaan wij uit van de volgende situatie (in de praktijk doen zich vele varianten voor): een Tussenhouderster koopt van Moederbedrijf de aandelen in Doelvennootschap, waarbij Tussenhouderster de koopprijs schuldig blijft. Na de aanschaf van de aandelen Doelvennootschap, gaan Tussenhouderster en Doelvennootschap een fiscale eenheid voor de vennootschapsbelasting aan. Dit betekent dat Doelvennootschap wordt geacht voor de toepassing van de vennootschapsbelasting in Tussenhouderster te zijn opgegaan. Vervolgens keert Doelvennootschap belastingvrij al haar winstreserves aan Tussenhouderster uit. Deze worden door Tussenhouderster aangewend om de aflossingen op de lening aan Moederbedrijf te kunnen betalen. De rentebetalingen door Tussenhouderster zijn aftrekbaar en leiden bij haar bij afwezigheid van positieve inkomsten tot fiscale verliezen. Binnen de fiscale eenheid kunnen deze verliezen echter worden verrekend met de positieve operationele resultaten behaald door Doelvennootschap.

Dit kan grafisch als volgt worden weergegeven:



Het resultaat van deze transacties is dat de overgenomen Doelvennootschap haar eigen overname financiert en dat het eigen

vermogen van het concern is omgezet in vreemd vermogen. Als gevolg van de renteaftrek wordt vennootschapsbelasting bespaard over de operationele winsten van Doelvennootschap. Het *hedge fund* of de *private equity* partij kan door verkoop van de aandelen Tussenhoudster belastingvrij profiteren van de waardeaanwas die na de overname wordt gerealiseerd. Indien aan deze overname zakelijke motieven ten grondslag liggen, hetgeen bij externe acquisities kan worden aangenomen, kan in het algemeen de rente worden afgetrokken (art. 10a Wet op de vennootschapsbelasting 1969).

Samenstelling van de werkgroep Vestigen en Vertrouwen:

mw. P.J.M.G. Blanksma-Van den Heuvel (voorzitter)
mr. A.W. Brak
mr. drs. J.L. Burggraaf
prof. dr. P.H.J. Essers
prof. dr. R.H.J.M. Gradus
mr. F.A.M. van den Heuvel
drs. A.P.C.M. van Holstein (secretaris)
J. ten Hoopen
mr. dr. H.P.A. Knops (secretaris)
mr. F.J.F.M. de Nerée tot Babberich
dr. P. Omtzigt



CDA Tweede Kamerfractie

Postbus 30805
2500 EA 's Gravenhage
Telefoon: 070 - 318 30 20
Fax: 070 - 318 26 02



CDA
Tweede Kamerfractie