

Bedankt voor het downloaden van dit artikel. De artikelen uit de (online)tijdschriften van Uitgeverij Boom zijn auteursrechtelijk beschermd. U kunt er natuurlijk uit citeren (voorzien van een bronvermelding) maar voor reproductie in welke vorm dan ook moet toestemming aan de uitgever worden gevraagd.

# Boom

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch door fotokopieën, opnamen of enig andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikelen 16h t/m 16m Auteurswet 1912 jo. Besluit van 27 november 2002, Stb 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht te Hoofddorp (postbus 3060, 2130 KB, [www.reprorecht.nl](http://www.reprorecht.nl)) of contact op te nemen met de uitgever voor het treffen van een rechtstreekse regeling in de zin van art. 16l, vijfde lid, Auteurswet 1912.

Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16, Auteurswet 1912) kan men zich wenden tot de Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten, postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, [www.cedar.nl/pro](http://www.cedar.nl/pro)).

*No part of this book may be reproduced in any way whatsoever without the written permission of the publisher.*

[info@boomamsterdam.nl](mailto:info@boomamsterdam.nl)  
[www.boomuitgeversamsterdam.nl](http://www.boomuitgeversamsterdam.nl)

# Buitenlandse overnames vragen om een consistent en betrouwbaar beleid

*Het eigenaardige fenomeen heeft zich dit voorjaar voorgedaan dat in het debat over tax rulings de Nederlandse overheid het geven van zekerheid aan buitenlandse bedrijven als argument heeft gebruikt, terwijl ze door haar reacties op een paar vijandige overnames juist onzekerheid zaait. Het is begrijpelijk dat buitenlandse beleggers de draad kwijt zijn. Veel van de argumenten voor een beperking van het eigendomsrecht van door buitenlanders overgenomen Nederlandse bedrijven, dienen de belangen van Nederland niet. Het is broodnodig dat de nationale politiek een beleid weet te formuleren dat consistent en betrouwbaar is.*

---

door *Eelke de Jong*

---

De auteur is hoogleraar internationale economie aan de Radboud Universiteit in Nijmegen.

IN HET VOORJAAR EN DE ZOMER VAN 2017 hebben verschillende pogingen tot vijandige overnames van in Nederland gevestigde bedrijven de politieke gemoederen danig beziggehouden. Allereerst was daar de poging van bpost om PostNL over te nemen.<sup>1</sup> De Nederlandse politiek verzette zich hiertegen. Motieven waren dat de Belgische staat mede-eigenaar is en dat de postertijen behoren tot Nederlands trots. Vervolgens kwamen er twee pogingen tot overname van internationaal opererende bedrijven, namelijk Unilever en AkzoNobel. Hier speelden activistische beleggers een grote rol, ‘aasgieren’ volgens sommigen. Bij Unilever zou de op duurzaamheid gerichte productie onder druk komen te staan, en bij AkzoNobel speelde

behoud van werkgelegenheid een grote rol. Een en ander is voor minister Kamp aanleiding geweest voor te stellen de directie van internationale ondernemingen bij een poging tot overname een bedenktijd van een jaar te verlenen.<sup>2</sup> Hierop werd door internationale beleggers zeer kritisch gereageerd.<sup>3</sup> Het voorstel lijkt ook haaks te staan op de vele activiteiten, zoals *tax rulings*, die de Nederlandse overheid ontwikkelt om buitenlandse bedrijven naar Nederland te brengen. Daarnaast spelen nog kwesties met bedrijven uit China en Rusland, zoals de plotselinge financiële problemen bij de Chinese partner van FrieslandCampina. Kortom, genoeg aanleiding om de houding ten aanzien van buitenlandse invloed op Nederlandse bedrijven systematisch te analyseren.<sup>4</sup>

#### VERSCHILLENDE VISIES OP DE AARD VAN EEN ONDERNEMING

Binnen de westerse wereld bestaan er verschillende visies op de aard van een onderneming. In Angelsaksische landen overheerst een denken waarin economisch handelen bestaat uit eenmalige transacties. Een onderneming is het eigendom van de financier,<sup>5</sup> die het management aanstelt om het bedrijf te leiden. Om ervoor te zorgen dat de belangen van de managers overeenkomen met die van de aandeelhouder/eigenaar, wordt de beloning van de managers afhankelijk gemaakt van de prestaties van het bedrijf, afgemeten aan de koers op de aandelenbeurs. Managers krijgen aandelen en opties op aandelen als beloning, zodat hun belang samenvalt met dat van de aandeelhouder/eigenaar. Daarnaast kan de aandeelhouder via de algemene vergadering van aandeelhouders (ava) zijn visie geven en het management corrigeren. Een lage aandelenkoers kan aangeven dat een bedrijf niet goed geleid wordt. Een vijandige overname is dan de manier waarop het management gecorrigeerd kan worden. Een voordeel van dit systeem is dat een bedrijf dat niet goed geleid wordt, altijd de kans loopt om overgenomen te worden. Dit zal voor de directie een prikkel zijn om goed te presteren. Een nadeel is dat het management kan proberen wan-gedrag te verdoezelen (boekhoudschandalen) en dat de correctie erg laat komt, namelijk wanneer uit de koers al duidelijk is dat het niet goed gaat. De werknemers spelen in dezen geen rol, want die zijn geen eigenaar. Als het hun niet zint, moeten zij op zoek naar een andere werkgever om hun capaciteiten aan te verkopen. Een duidelijk voorbeeld van het denken in losse transacties. Door het grote belang dat aan de aandeelhouder (*shareholder*) wordt toegekend, is dit systeem ook bekend als het shareholder-systeem.<sup>6</sup>

Op het Europese vasteland wordt de onderneming vanuit een stake-holdersoptiek bekeken. Alle bij de onderneming betrokken partijen heb-

ben een zekere mate van zeggenschap: de financiers, de aandeelhouders en verstrekkers van vreemd vermogen, en de medewerkers. De laatste worden vertegenwoordigd in een medezeggenschapsraad (mr). De leiding van het bedrijf berust bij het management, dat vaak geen eigenaar is. Voor belangrijke beleidsbesluiten moet het management overleggen met de mr en de ava. Verder hebben de bedrijven een raad van commissarissen, waarin ook banken (als verstrekkers van vreemd vermogen) zitting kunnen hebben. Op deze manier hebben alle betrokken partijen een stem in het beleid. Het voordeel hiervan kan zijn dat al bij de eerste plannen correcties aangebracht kunnen worden door anderen dan het bestuur. Nadelen zijn dat belangrijke partijen (grootaandeelhouders) een overmatige invloed kunnen hebben en dat iedereen zich geëngelijkt voelt aan een ingezet beleid, ook als dit beleid fout blijkt te zijn. Bovendien kunnen deelbelangen, zoals die van werknemers en grootaandeelhouders, noodzakelijke reorganisaties ophouden, waardoor het bedrijf uiteindelijk slechter af is. In Duitsland en Nederland is het niet meer gebruikelijk dat de staat aandeelhouder is, maar het kan wel; de Duitse deelstaat Nedersaksen is bijvoorbeeld nog altijd aandeelhouder van Volkswagen.

Ten opzichte van het Rijnlandse model heeft de staat in het Latijns-Europese systeem een grotere invloed. Bovendien zijn de vakbonden in de Latijns-Europese landen sterker en is het recht van werknemers beter beschermd. De staat bemoeit zich ook meer met het bedrijfsleven dan men in de Rijnlandse landen gewend is. Bij een ongewenste buitenlandse overname is de overheid geneigd beschermend op te treden. Bedrijven worden dan snel als nationale kampioenen gepresenteerd, en daarmee houdt de overheid buitenlandse overnames af.<sup>7</sup> Het hele systeem beschermt rechten zeer goed, maar heeft op de lange termijn een verstarrende werking en ondermijnt het innovatie- en het concurrentievermogen van bedrijven. Dit is een belangrijke verklaring voor de slechte prestaties van de Franse en de Italiaanse economie gedurende het laatste decennium.

Het Nederlandse systeem is in wezen Rijnlands, maar met een sterk Angelsaksisch accent. Het systeem is Rijnlands omdat werknemers via

*Het Nederlandse systeem is in wezen Rijnlands, maar met een sterk Angelsaksisch accent*

medezeggenschapsorganen in sprake hebben in de strategie van een bedrijf. Het heeft Angelsaksische trekken gekregen doordat bedrijven beschermingsconstructies tegen vijandige overnames hebben afgebouwd en doordat door

veranderingen in arbeidswetgeving de positie van de werknemers is verzwakt. Op dit laatste kom ik nog terug.

## WAT WIL DE NEDERLANDSE OVERHEID BESCHERMEN?

Een belangrijke vraag is natuurlijk wat de Nederlandse overheid precies wil beschermen, en of dat doel het meest efficiënt wordt bereikt door in te grijpen in het proces van vijandige buitenlandse overnames. De redenen die worden genoemd voor het beter beschermen van aan de Nederlandse beurs genoteerde bedrijven zijn nogal divers. Ik begin met de argumenten die bij de in de inleiding genoemde overnames zijn genoemd.

Allereerst het argument dat het bedrijf een nationale trots is, dat speelde bij de poging van bpost om PostNL over te nemen. Als dat zo is, zou ik verwachten dat de overheid op zijn minst een belangrijke eigenaar van het bedrijf is. De Nederlandse staat is echter geen aandeelhouder van PostNL, dus blijkbaar is dit bedrijf geen vreselijk belangrijke nationale trots. De techniek van postbezorging is niet bijzonder en op het postbezorgende personeel is al veel bezuinigd. Naast emotie zie ik geen trots. Het enige gevaar dat bij deze overname dreigt, is dat de efficiëntie van de Nederlandse tak wordt gebruikt om de inefficiënte Latijns-Europese tak te financieren. Dit probleem speelt ook bij Air France-KLM. Als de politiek hier bang voor is, dan resteert er maar één oplossing, en die is dat Nederland rekening houdt met de Latijns-Europese gewoonte en de staat medeaandeelhouder wordt. Kortom, de Nederlandse staat zal een substantieel deel (10-20 procent) van de aandelen moeten bezitten om invloed uit te oefenen op de interne financiële stromen van bedrijven waarvan Latijns-Europese overheden mede-eigenaar zijn.

Bij het overnamebod op Unilever door Kraft speelde dat de strategie wellicht zou veranderen, waarbij er minder aandacht voor duurzaam produceren zou zijn. De bedrijfsstrategie is een beslissing die in het Angelsaksische systeem uiteindelijk door de aandeelhouder bepaald wordt. In het Nederlandse systeem moet het management in overleg met de betrokken partijen de strategie vaststellen. De overheid kan via wetgeving slechts stimuleren of afremmen voor zover iets betrekking heeft op het eigen grondgebied. Hier zie ik geen andere mogelijkheid dan het over te laten aan de private sector. Opmerkelijk is wel dat nadat het vijandige overnamebod was afgeslagen, de directie van Unilever heeft aangekondigd extra dividend uit te zullen keren en versneld besparingen te zullen doorvoeren – zó slecht waren de gedachten van Kraft dus ook weer niet.

Bedreiging van de Nederlandse werkgelegenheid is een ander veelgehoord nadeel. Dit probleem speelt niet alleen op het moment dat bedrijven worden overgenomen. Met name in op Angelsaksische wijze geleide Nederlandse bedrijven is de band tussen management en personeel zwak en wordt de laatste partij vaak slechts gezien als een kostenpost die de

winst en daarmee de bonus van de leidinggevende drukt. Het is daarbij niet van belang of het bedrijf kortgeleden is overgenomen. Kortom, als men vindt dat bedrijven te gemakkelijk Nederlands personeel kunnen ontslaan, dan ligt het voor de hand om de rechten van werknemers te versterken. De invoering van de flexwet geeft hier wel aanleiding toe. Het maximale bedrag van € 75.000,- dat een werkgever moet betalen bij ontslag van een werknemer, is voor grote internationaal opererende bedrijven laag. Men kan overwegen dit voor grote bedrijven te verhogen en ook aanvullende eisen bij een ontslag te stellen. Het effect kan zijn dat buitenlandse eigenaren Nederlandse bedrijven minder snel herstructureren omdat dat te duur wordt. Een nadeel is dat, wanneer ze dit weten, ze ook minder snel in Nederland zullen investeren.<sup>8</sup>

Een ander argument is dat door buitenlandse overnames kennis verloren gaat. Het kan zijn dat het Nederlandse bedrijf kennis heeft opgebouwd doordat het nauw samenwerkt met andere Nederlandse instellingen (universiteiten bijvoorbeeld) of doordat de Nederlandse overheid hiervoor subsidie heeft verstrekt. In het eerste geval vormt de samenwerking met lokale partners een rem op verplaatsing naar het buitenland. Willen de desbetreffende deskundigen wel mee? In het geval van subsidies geldt dat de beste oplossing is om al bij het verstrekken van de subsidies vast te leggen wat er met de resultaten van het onderzoek gedaan mag worden. De Nederlandse overheid zou bijvoorbeeld kunnen eisen dat ze mede-eigenaar wordt. Indien men de indruk heeft dat bij grote internationale bedrijven de kans groot is dat de opbrengsten naar het buitenland weglekken, kan de overheid overwegen bij haar stimuleringsbeleid de aandacht meer te richten op innovatie in het midden- en kleinbedrijf. Bovendien pleit dit ervoor om bij subsidies aan wetenschappelijke instituten minder nadruk te leggen op samenwerking met grotendeels buitenlandse bedrijven. Tot nu toe is aangenomen dat het kennis betreft die voor het beschermen van Nederland niet essentieel is. Is dit wel het geval, dan valt te overwegen buitenlands eigendom binnen deze sector te voorkomen.

Dit brengt me bij het argument dat de sector waarin het over te nemen bedrijf opereert, van strategisch belang is. Indien dit het geval is, is er veel voor te zeggen het eigendom te beperken tot ingezetenen van bevriende naties – al valt ook te beargumenteren dat de overheid dan zélf een deel van het eigendom naar zich toe trekt. Vooraf moet duidelijk zijn wat strategische sectoren zijn en waarom via beperking van het eigendom de Nederlandse belangen het best gediend zijn. Met name wanneer de activiteiten op Nederlands grondgebied worden uitgevoerd, zou het ook via regelgeving en controle mogelijk moeten zijn het beoogde belang te verdedigen. Hierbij kan gedacht worden aan regionaal vervoer. Dat kan via aanbesteding

ding en eisen ten aanzien van de dienstverlening geregeld worden zonder dat het eigendom beperkt moet worden. Iets dergelijks valt ook te beargumenteren ten aanzien van het eigendom van landbouwgronden, een wens van het CDA. Het is voorstelbaar dat dit eigendom wordt beperkt als men vreest dat grote buitenlandse bedrijven gronden opkopen van arme boeren, waardoor deze laatsten ernstig benadeeld worden. Deze situatie doet zich in Afrikaanse en Midden-Europese landen voor. In Nederland zie ik dat gevaar niet. Het gebruik van grond is hier in bestemmingsplannen vastgelegd en kan daarmee afgedwongen worden. Sectoren die wel als strategisch aangemerkt kunnen worden zijn bijvoorbeeld techniek voor defensie, en delen van de infrastructuur: telecom, leidingen, enzovoort.

#### AUTORITAIRE REGIMES

Tot nu toe is verondersteld dat het buitenlandse bedrijf een privaat bedrijf betreft met wellicht een bevriende buitenlandse staat (uit Latijns-Europa) als (mede)aandeelhouder. Het kan ook zijn dat het een privaat bedrijf is uit een land dat eigendommen minder goed beschermt, of een staatsbedrijf uit een dergelijk land. Hierbij denk ik met name aan Rusland en China. Dit zijn autoritaire regimes waar de politiek op een voor ons onvoorspelbare en vaak directe manier invloed heeft op transacties die in het Westen tussen particuliere bedrijven plaatsvinden. De enige remedie hiertegen is om een tegenkracht van vergelijkbare sterkte te ontwikkelen. In de relatie met China blijkt vooral het ontbreken van vrije toegang tot de Chinese markt een probleem.<sup>9</sup> Dan is het de aangewezen weg om via de Europese Commissie, die sinds het Verdrag van Lissabon over internationale handels- en investeringsverdragen onderhandelt, China te dwingen om zijn markt voor buitenlandse bedrijven open te stellen. Gebeurt dat niet, dan zijn investeringen vanuit China in Europa ook niet welkom: reciprociteit. Verder pleit ik al jaren voor terughoudendheid in de betrekkingen met Rusland.<sup>10</sup> Internationale handel en onderlinge investeringen vereisen een zekere mate van onderling vertrouwen, maar naar mijn indruk is die er de laatste tien jaar niet tussen Rusland en het Westen. Dan wordt onderling zakendoen ook moeilijk.

#### HOE NU VERDER?

Het eigenaardige fenomeen heeft zich de afgelopen maanden voorgedaan dat in het debat over tax rulings de Nederlandse overheid het geven van zekerheid aan buitenlandse bedrijven als argument heeft gebruikt, terwijl ze door haar reacties op een paar vijandige overnames juist onzekerheid

zaait. Ik begrijp wel waarom buitenlandse beleggers de draad kwijt zijn.<sup>11</sup> In dit artikel is nagegaan wanneer het beperken van het eigendomsrecht van buitenlandse eigenaren van Nederlandse bedrijven de belangen van Nederland dient. Dat blijkt maar in een paar gevallen te gelden, namelijk wanneer er strategische kennis en informatie op het spel staan. In alle andere gevallen is het onnodig, en zelfs vaak ongewenst, om onderscheid te maken naar het wel of niet Nederlander zijn van de eigenaren, en verdient algemeen geldende wetgeving de voorkeur, bijvoorbeeld arbeidsrecht.<sup>12</sup> Als Latijns-Europese staten (mede)eigenaar zijn en men vreest dat de Nederlandse tak wordt gebruikt als melkkoe, zou de Nederlandse staat mede-eigenaar moeten worden. Nu maar hopen dat de nationale politiek een beleid weet te formuleren dat wél consistent en betrouwbaar is.

#### Noten

- 1 Dit artikel is mede geïnspireerd door het onderzoek in het kader van het door de Templeton Foundation gesubsidieerde project 'What good markets are good for?'
- 2 H.G.J. Kamp, brief aan de Tweede Kamer, betreffende 'Overnames van bedrijven', d.d. 20 mei 2017.
- 3 Madison Marriage, 'Large investors attack Dutch plans to curtail foreign takeovers', *Financial Times*, 15 juni 2017.
- 4 De aanduiding 'Nederlands bedrijf' is in zekere zin misleidend, want zo Nederlands zijn deze bedrijven doorgaans niet. Het gaat veelal om aan de Amsterdamse beurs genoteerde bedrijven met hoofdkantoren in Nederland, waarvan het aandelenkapitaal over de hele wereld verspreid is. Een vijandige buitenlandse overname betekent in feite dus dat het aandelenkapitaal van de ene buitenlandse belegger naar de andere gaat, met het risico dat de nieuwe aandeelhouder(s) eerder activiteiten willen verplaatsen dan de oude.
- 5 'Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment', aldus Andrei Shleifer en Robert W. Vishny in: 'A survey of corporate governance', *Journal of Finance* 52 (1997), nr. 2, pp. 737-783, hier p. 737.
- 6 In de jaren vijftig van de vorige eeuw waren de bedrijven in de Verenigde Staten meer op stakeholders gericht. Dat is sindsdien geëvolueerd richting shareholder values. Zie Jeffrey N. Gordon, 'The rise of independent directors in the United States, 1950-2005. Of shareholder value and stock market prices', *Stanford Law Review* 59 (2007), nr. 6, pp. 1465-1568.
- 7 Zie het recente conflict tussen de Franse en de Italiaanse staat over STX in Saint-Nazaire: James Politi en Harriet Agnew, 'France and Italy fail to resolve row over shipyard deal', *Financial Times*, 1 augustus 2017.
- 8 Zie de eerdere opmerkingen over het Latijns-Europese model.
- 9 Alicia García-Herrero en Jianwei Xu, 'How to handle state-owned enterprises in EU-China investment talks', *Bruegel Policy Contribution*, nr. 18, 19 juni 2017.
- 10 E. de Jong, 'Het verspeelde vredesdividend', *Friesch Dagblad*, 4 september 2008.
- 11 Zie noot 3.
- 12 Niet behandeld is dat veel fusies en overnames geen succes zijn en dat in sommige gevallen dit mede veroorzaakt wordt doordat voor de deal veel geld geleend wordt. Men zou dan de aftrek van rente van de winst in het algemeen of bij fusies en overnames in het bijzonder kunnen beperken.