

Enquête-rapport is aanval op Unilevers corporate governance

MR. E.M. SOERJATIN

In het op 8 september 2006 bij de griffie van de Ondernemingskamer gedeponeerde onderzoeksrapport in de Unilever-enquête wordt regelmatig gerefereerd aan "(de eisen van) goede corporate governance". Dat geeft aanleiding tot een analyse van (de grondslag van) deze eisen. In paragraaf 2 geef ik een samenvatting van de voornaamste bevindingen van de onderzoekers. Voor een volledig inzicht in deze bevindingen is kennisneming van het rapport aan te bevelen.¹

Inleiding

Unilever heeft de opbrengst van de verkoop van haar chemiedivisie ter hoogte van ruim f 15 miljard in 1999 aan de houders van (certificaten van) gewone aandelen uitgekeerd in de vorm van een speciaal dividend ter hoogte van € 6,58 per aandeel. Aandeelhouders die in Engeland woon- den, ontvingen dit dividend in contanten. De in Nederland woonachtige aandeelhouders verkregen de keuze om het speciale dividend hetzij in contanten hetzij in de vorm van preferente aandelen te ontvangen. Een cashdividend werd destijds volledig belast voor de inkomstenbelasting; een uitkering in de vorm van stockdividend was, onder bepaalde voorwaarden, voor de inkomstenbelasting onbelast. De preferente aandelen waren niet bedoeld als duurzaam uitstaande aandelen, maar als tijdelijke vermogenstitels die te zijner tijd uit de markt zouden worden genomen, of door terugkoop of door conversie in gewone aandelen. Om die laatste mogelijkheid open te houden heeft Unilever in haar statuten een conversieformule opgenomen waarin werd bepaald dat de conversiewaarde van de preferente aandelen bepaald zou worden door de beurskoers van de gewone aandelen. Of het bedrag van het cashdividend zou (kunnen) worden vergoed, hing dus af van de ontwikkeling van de koers van het gewone aandeel. Om te voorkomen dat Unilever bij een voortgaande stijging van de koers van het

gewone aandeel (veel) duurder uit zou zijn dan het oorspronkelijk met het speciale dividend beoogde bedrag, werd de conversiewaarde gemaximeerd op het bedrag van het cashdividend ten bedrage van € 6,58. Unilever heeft voorafgaand aan de uitgifte van preferente aandelen afspraken gemaakt met de Belastingdienst.

Op 24 maart 2004 heeft Unilever aangekondigd de preferente aandelen in het eerste kwartaal van 2005 om te wisselen in gewone aandelen. De conversie heeft op 15 februari 2005 plaatsgevonden tegen € 4,58 per preferent aandeel, waarna de preferente aandelen op 14 juli 2005 zijn ingetrokken en hun notering is beëindigd. De wijze waarop Unilever in 1999 naar de markt heeft gecommuniceerd over de afwikkeling van de preferente aandelen na vijf jaar en haar besluitvorming en berichtgeving rond de in maart 2004 aangekondigde conversie, zijn onderwerp geweest van een onderzoek dat door de Ondernemingskamer is gelast in het kader van een door onder andere de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) tegen Unilever aanhangig gemaakte enquêteprocedure.² De bezwaren van verzoekers tegen het voorgenomen besluit tot conversie waren gebaseerd op de (veronder)stelling dat in 1999 en daarna, door Unilever het vertrouwen is gewekt dat zij de preferente aandelen in de tweede helft van 2004, althans na 9 juni 2004, tegen € 6,58 per preferent aandeel zou inkopen. Zoals gezegd, hebben de onderzoekers hun onderzoeksrapport op 8 september 2006 gedeponerd bij de griffie van de Ondernemingskamer. Inmiddels is op 7 november 2006 bekendgemaakt dat Unilever een schikking heeft bereikt met de belangrijkste partijen in het geschil over de preferente aandelen. Unilever zal een bedrag van circa € 325 miljoen betalen aan voormalig preferente aandeelhouders. Eén aandeelhouder heeft aangekondigd een schadevergoedingsclaim tegen Unilever te zullen instellen.

¹ Het rapport is – zonder bijlagen – gepubliceerd op de website van Unilever. Ik heb geen kennis kunnen nemen van de bijlagen.

² Ondernemingskamer 21 december 2004, «JOR» 2005/5 m.nt. M. Brink; *Ondernemingsrecht* 2005-3, p. 100-104 met commentaar van B.F. Assink; HR 18 november 2005, *NJ* 2006, 173 m.nt. J.M.M. Maeyer, «JOR» 2005/295 m.nt. M. Brink; *Ondernemingsrecht* 2006-1, p. 33-37 met commentaar van P.G.F.A. Geerts. Zie ook: Ondernemingskamer 4 mei 2005, «JOR» 2005/238; HR 30 juni 2006, «JOR» 2006/206 m.nt. M. Brink; *Ondernemingsrecht* 2006-12, p. 446-448 met commentaar van J.N. Schutte-Veenstra.

De voornaamste conclusies uit het onderzoeksrapport

In verband met het belastingvrij uitreiken van de preferente aandelen had de Belastingdienst de eis gesteld dat aan de preferente aandelen marktrisico moest zijn verbonden en dat die aandelen het karakter van een gewoon stockdividend dienden te hebben. Daarom zou de afwikkelingswaarde³ van de preferente aandelen worden bepaald door de beurskoers: in geval van terugkoop door de koers van de preferente aandelen en in geval van conversie door de beurskoers van de gewone aandelen. De onderzoekers hebben vastgesteld dat deze eis van de Belastingdienst “onontkoombaar meebrengt dat bij het uit de markt nemen van die aandelen slechts de conversiewaarde of de marktwaarde – dat is voor ter beurze genoteerde aandelen de beurskoers – mocht worden vergoed”. Daarbij hebben de onderzoekers opgemerkt dat “door de vergoeding van welk hoger bedrag dan ook, immers het marktrisico [wordt] geëlimineerd en van het karakter van een gewoon stockdividend geen sprake meer [is]”.⁴ De onderzoekers hebben in feite geconcludeerd dat Unilever zich met de aanvaarding van de voorwaarde van de Belastingdienst heeft verplicht om bij het uit de markt nemen van de preferente aandelen nooit meer te betalen dan de conversiewaarde. Dit gevolg stond, aldus de onderzoekers, al in 1999 vast.⁵ Deze vaststelling blijkt bepalend voor de bevindingen van de onderzoekers over de door Unilever ten tijde van de uitgifte van de preferente aandelen en in 2004 gegeven voorlichting, waarover hierna later meer. Deze voorlichting kent twee aspecten die ik achtereenvolgens zal bespreken: de afwikkelingswaarde en de wijze van afwikkeling.

De onderzoekers hebben overwogen dat Unilever met haar berichtgeving in 1999 “impliciet, maar daarom niet minder stellig” te verstaan heeft gegeven dat inkoop⁶ de uiteindelijke wijze van afwikkeling van de preferente aandelen zou zijn. Voorts komen de onderzoekers tot de vaststelling dat de door Unilever in haar informatieverstrekking gekozen bewoordingen geschikt zijn om de onjuiste indruk te wekken dat haar keuze voor terugkoop of conversie enig verschil zou maken voor de waarde of het bedrag dat de aandeelhouders van de preferente aandelen voor hun stukken zullen ontvangen. Tot slot menen de onderzoekers dat Unilever, door in haar berichtgeving geen woord te wijden aan de afwikkelingswaarde van de preferente aandelen en evenmin het door de Belastingdienst geëiste marktrisico te noemen, ten onrechte speculatie over de afwikkelingswaarde – in het bijzonder een afwikkelingswaarde gelijk aan het cashdividend – heeft aangemoedigd.⁷

Wat de afwikkelingswaarde bij terugkoop betreft, die gevormd wordt door de dan noterende beurskoers van de preferente aandelen, hebben de onderzoekers eerder in het rapport vastgesteld dat deze geen rol kan spelen, omdat deze – aangenomen dat Unilever de markt juist, volledig en begrijpelijk heeft voorgelicht en van haar verwacht wordt dat zij zich zal gedragen als een rationeel handelende markt-

partij⁸ –, vanaf het moment waarop na verloop van vijf jaar terugkoop is toegestaan (nagenoeg) gelijk zal zijn aan de beurskoers van de gewone aandelen en dus aan de conversiewaarde.⁹ Volgens de onderzoekers zal de beurskoers van de preferente aandelen alleen dan boven de conversiewaarde noteren als de markt – gevoed door onvoldoende duidelijke berichtgeving van Unilever – rekening houdt met de mogelijkheid dat Unilever zich niet zal gedragen als een rationele marktpartij. Anders gezegd: in de beurskoers van de preferente aandelen zal dan een premie verdisconteerd zijn vanwege de hoop in de markt dat afwikkeling van de preferente aandelen zou plaatsvinden door inkoop tegen € 6,58, ook als deze prijs boven de conversiewaarde zou liggen. Ik begrijp de bevindingen van de onderzoekers aldus, dat zij van mening zijn dat Unilever had moeten voorkomen dat deze hoop zou ontstaan, althans dat zij deze hoop de kop had moeten indrukken, door er voor te zorgen

Het in Unilevers voorlichting in 1999 openhouden van alle opties ten aanzien van de afwikkeling was daarom onjuiste voorlichting, aldus de onderzoekers.

dat haar voorlichting geen ruimte liet voor de illusie dat zij de preferente aandelen naar haar keuze zou kunnen afwickelen voor meer dan de conversiewaarde.

Ten aanzien van de door Unilever in 1999 opengehouden keuze met betrekking tot de afwikkeling van de preferente aandelen (conversie of terugkoop), hebben de onderzoekers overwogen dat bij beide opties de houders van preferente aandelen (nagenoeg) hetzelfde voor hun preferente aandelen zouden ontvangen. Het in Unilevers voorlichting in 1999 openhouden van alle opties ten aanzien van de afwikkeling was daarom onjuiste voorlichting, aldus de onderzoekers. Dit ligt ook ten grondslag aan hun conclusie dat bij de in 2004 gemaakte keuze geen sprake kan zijn geweest van het meewegen van de belangen van die aandeelhouders, maar slechts van afwikkelingstechnische, de belangen van die aandeelhouders niet rakende, overwegingen.¹⁰ De onderzoekers zijn, met andere woorden, van me-

3 In het onderzoeksrapport wordt ook wel de term ‘eindwaarde’ genoemd.

4 Onderzoeksrapport, p. 19.

5 Dit gevolg stond, aldus de onderzoekers, ook om een andere reden dan de met de Belastingdienst gemaakte afspraken al in 1999 vast, maar die laat ik hier buiten beschouwing. Ik verwijs naar p. 28 en 29 van het onderzoeksrapport.

6 Bedoeld is terugkoop als een van de twee afwikkelingsmogelijkheden, waarvan conversie de andere is.

7 De weergegeven bevindingen zijn te vinden op p. 33 en 34 van het onderzoeksrapport.

8 Het gedragen als een rationele marktpartij is volgens de onderzoekers dat Unilever bij de afwikkeling van de preferente aandelen na vijf jaar zal kiezen voor de voor haar meest voordelige wijze van afwikkeling, hetgeen betekent dat bij het kiezen tussen inkoop tegen de (boven de conversiewaarde liggende) beurskoers en conversie, Unilever zal kiezen voor conversie (p. 26 onderzoeksrapport).

9 Onderzoeksrapport, met name p. 27.

10 Onderzoeksrapport, p. 50.

ning dat er voor Unilever in 2004 ten aanzien van de wijze van afwikkeling van de preferente aandelen voorzienbaar niets (meer) af te wegen viel omdat het besluit tot afwikkeling tegen de conversiewaarde van meet af aan heeft vastgelegd in de aanvaarding van het door de Belastingdienst geëiste marktrisico. De voorzienbaarheid daarvan is ook de basis voor de vaststelling van de onderzoekers dat Unilevers tijdens de AVA van 12 maart 2004 gedane mededeling dat zij altijd alle mogelijkheden heeft opengelaten, een vertekend beeld heeft gegeven van haar beleid.¹¹

In Appendix I bij het onderzoeksrapport is geanalyseerd of de conversie waartoe Unilever in maart 2004 heeft besloten haar een voordeel heeft opgeleverd vergeleken met het terugkopen van de preferente aandelen voor € 6,58 en zo ja, wat het karakter van dat voordeel is.¹² Hoewel de onderzoekers constateren dat het conversiebesluit Unilever boekhoudkundig geen voordeel ('winst') heeft opgeleverd, hebben zij vastgesteld dat er op kasbasis wel sprake is van een voordeel voor Unilever en dat het eigen vermogen is toegenomen. Omstreeks de datum van uitgifte van de preferente aandelen lag de conversiewaarde dicht bij het bedrag van het cashdividend,¹³ wat 'veroorzaakt' werd door

en de vermogensmarkt is gecommuniceerd op een wijze die beantwoordt aan de eisen van goede corporate governance. In dit verband herinner ik aan de discussie in de literatuur over de opvatting van de Ondernemingskamer van de taak van de onderzoeker.¹⁴ De beoordeling of het beleid en de gang van zaken van een rechtspersoon de kwalificatie 'wanbeleid' verdient, is voorbehouden aan de Ondernemingskamer. Getwist kan worden over de vraag of de onderzoekers met hun (hierna aan de orde komende) conclusie dat sprake is geweest van strijd met goede corporate governance, op die beoordeling vooruitlopen.

De centrale eis van goede corporate governance die de onderzoekers ten grondslag leggen aan hun – in de onderhavige bijdrage noodgedwongen compact en op hoofdlijnen weergegeven – bevindingen, is de eis om juiste en vooral ondubbelzinnige voorlichting te geven.¹⁵ In het onderzoeksrapport wordt daarbij onderscheiden in:

- de eis om duidelijkheid te verschaffen over de eindwaarde van vermogenstitels;¹⁶
- de zorgplicht om een onjuiste, het koersverloop van de preferente aandelen beïnvloedende, opvatting te corrigeren.¹⁷ Dit aspect laat ik buiten beschouwing.

De onderzoekers hebben vastgesteld dat Unilever de eindwaarde in haar voorlichting heeft opengelaten. De onderzoekers verbinden daaraan de conclusie dat Unilever heeft gehandeld in strijd met goede corporate governance. Dit is gebaseerd op de stelling dat Unilever in 1999 de plicht had om na te gaan of de openstaande alternatieven (terugkoop of conversie) op het punt van de afwikkelingswaarde onderlinge verschillen vertoonden, zodat, in het ontkennende geval duidelijkheid kon worden verschaft aan de markt¹⁸ in de vorm van de boodschap dat uitsluitend tegen de conversiewaarde afgewikkeld zou worden. De diskwalificatie valt in mijn visie niet helemaal te rijmen met de eerder in het rapport, maar in hetzelfde verband, opgenomen opmerking dat "*het zich niet realiseren van de onontkoombaarheid van afwikkeling tegen de conversiewaarde een omissie oplevert*".¹⁹ Deze term, die een afwezigheid van opzet veronderstelt, lijkt mij een minder zware stempel dan het oordeel dat is gehandeld in strijd met goede corporate governance. Overigens lijkt voor de visie van de onderzoekers doorslaggevend te zijn dat Unilever een onderzoek naar de uitkomsten van de twee voorliggende opties achterwege heeft gelaten (de 'omissie'). Anders gezegd: niet het nalaten om de eindwaarde te vermelden zelf, maar een aan dat nalaten voorafgaande *omissie* om onderzoek te verrichten, én de gevolgen van het nalaten zijn bepalend voor de visie van de onderzoekers dat de aangehaalde eis van goede corporate governance is geschonden.

Mede gelet op het voorgaande is de vraag gerechtvaardigd waaraan de onderzoekers de eis dat duidelijkheid wordt verschaft over de eindwaarde van vermogenstitels ontleen. Hoewel er niets op tegen is om beginselen van corporate governance als norm aan te leggen voor de vraag of

De onderzoekers verbinden daaraan de conclusie dat Unilever heeft gehandeld in strijd met goede corporate governance.

de toenmalige beurskoers van de gewone aandelen van € 66,83. Anders dan verwacht, was deze beurskoers op het aangekondigde conversiemoment per 31 december 2004 gedaald naar € 49,33. Daardoor steeg de conversiewaarde van de preferente aandelen niet naar € 6,58 maar daalde deze tot € 4,45. Dit betekende een 'vermogensverlies' voor de houders van de preferente aandelen en een 'vermogenswinst' voor Unilever van in totaal € 450 miljoen. Deze omstandigheid vloeide, aldus de onderzoekers, rechtstreeks voort uit het door de Belastingdienst geëiste marktrisico dat aan de preferente aandelen verbonden diende te zijn.

De eisen van goede corporate governance

De onderzoekers hebben het als kernvraag van het onderzoeksrapport beschouwd of het bestaan van het hiervoor genoemde risico door Unilever naar haar aandeelhouders

11 Onderzoeksrapport, p. 89.

12 Onderzoeksrapport, p. 97-100.

13 Conversiewaarde € 6,02 versus bedrag cashdividend € 6,58.

14 O.a. G. van Solinge, 'Tussen wanbeleid en aansprakelijkheid', in: *Drie Nijmeegse redes. Beschouwingen over financiering, enquêterecht en privatisering*, p. 58; R.M. Hermans, 'Het onderzoek in de enquêteprocedure', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2002-2003*, p. 126-127.

15 Onderzoeksrapport, p. 31.

16 Onderzoeksrapport, p. 94 (en in een iets andere formulering, ook p. 43).

17 Onderzoeksrapport, p. 97.

18 Onderzoeksrapport, p. 94.

19 Onderzoeksrapport, p. 31; de cursiveringen zijn door mij aangebracht.

sprake is van wanbeleid, dient mijns inziens op zijn minst duidelijkheid te worden verschaft over de grondslag van die beginselen, zodat de normatieve werking ervan kan worden vastgesteld.

De uitgifte van de preferente aandelen vond plaats in 1999. Het onderzoeksrapport besteedt geen aandacht aan het toenmalige corporate governance-klimaat, dat nog niet in de buurt kwam van de inmiddels ontwikkelde opvattingen over corporate governance die hun voorlopige hoogtepunt kenden met de publicatie van de Code-Tabaksblat in december 2003. De in 1999 vigerende gedachten over corporate governance werden geconcretiseerd door de veertig aanbevelingen van de commissie-Peters. Een essentieel verschil met de Code-Tabaksblat is dat de laatste een wettelijke verankering heeft, waar de commissie-Peters in 1999 nog uitging van zelfregulering en haar aanbevelingen een vrijblijvender karakter hadden. Een andere belangrijke omstandigheid is dat beginselen van corporate governance pas voor het eerst expliciet in 2001 als norm zijn gehanteerd bij de toetsing van ondernemingsbeleid.²⁰ In ieder geval kan worden vastgesteld dat de beginselen van corporate governance sterk en voortdurend in beweging zijn en in de loop der jaren – men zou zelfs kunnen zeggen *na* 1999 – een meer vastomlijnde vorm en diepere inbedding in het maatschappelijk verkeer hebben gekregen.

Voor de door de onderzoekers genoemde eis heb ik geen grondslag kunnen vinden in de toenmalige wet- en regelgeving. De veertig aanbevelingen van de commissie-Peters reppen er niet over.²¹ In dit verband kan ook niet uit het oog worden verloren dat, naar de onderzoekers zelf hebben overwogen, voor de uitgifte van de preferente aandelen als keuzedividend geen formeel prospectus vereist was. Aan de ter zake in het destijds toepasselijke Fondsenreglement en de Wet toezicht effectenverkeer geldende voorschriften werd dus niet toegekomen. Voor zover de onderzoekers menen dat deze eis een uitwerking is van de plicht tot informatieverstrekking, wreekt zich het ontbreken in het onderzoeksrapport van een beschouwing van de toenmalige

effectenrechtelijke context en de destijds geldende opvattingen over corporate governance. Het kan immers niet zo zijn dat (de gerechtvaardigdheid van) een beleidskeuze wordt beoordeeld in het licht van de kennis en opvattingen van nu én met inachtneming van de gevolgen van die beleidskeuze.

Tot besluit

Raaijmakers heeft ooit opgemerkt dat zorgvuldiger hantering van de wettelijke toetsingscriteria en instrumenten en meer duidelijke, transparante en daarmee kenbare en toetsbare motiveringen, de Ondernemingskamer in staat stellen in verschillende gradaties en op verschillende gronden te oordelen over enig handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.²² Aangezien het onderzoeksrapport de kern van het enquêterecht, en daarmee de centrale grondslag, vormt voor de toetsing van het ondernemingsbeleid door de Ondernemingskamer, zou deze gedachte ook kunnen worden toegepast op het onderzoek zelve. Om onduidelijkheid over de aangelegde norm te voorkomen – en belangrijker: te waarborgen dat voor beursvennootschappen boven iedere twijfel verheven is aan welke eisen hun informatieverstrekking moet voldoen –, had het dan ook voor de hand gelegen dat de onderzoekers hun bevindingen in de context van de in 1999 toepasselijke effectenrechtelijke disclosureplicht zouden hebben geplaatst.

Over de auteur

Mr. Ellen M. Soerjatin is werkzaam als advocaat en partner bij DLA Piper N.V.

20 Ondernemingskamer 19 september 2001, «JOR» 2001/224 m.nt. M. Brink.

21 Aanbevelingen inzake Corporate Governance in Nederland, aanbevelingen voor goed bestuur, adequaat toezicht en het afleggen van verantwoording d.d. 25 juni 1997.

22 M.J.C.C. Raaijmakers, 'Corporate governance en het enquêterecht', *NJB* 2003, p. 1371-1379.