

Een uitgelezen uitgever geeft vooral geld uit

OK 27 mei 2010, LJN BM5928, JAR 2010/181

R.A.A. Duk

1 Inleiding

Bij beschikking van 10 januari 2008¹ heeft de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam (OK) een onderzoek gelast naar de leveraged buy-out (LBO), waarmee de stichtingen die tot dan aandeelhouder van PCM Holding waren, hun belang in PCM ten dele aan Apax, een *private equity*-fonds, hadden overgedragen, naar de ontwikkelingen in de periode waarin Apax die participatie hield en naar de gang van zaken rond het vertrek van Apax als aandeelhouder. Dat alles speelde zich tussen 2004 en 2007 af en heeft er per saldo toe geleid dat Apax er ontzettend veel geld aan heeft overgehouden en dat PCM na het vertrek van Apax alleen maar min of meer moedeloos bij de pakken kon neerzitten. Zo, van zeer grote afstand beschouwd, was er sprake van het aan de Anglo-Amerikaanse wereld frequent verweten sprinkhanengedrag: de venture-kapitalist komt, vreet op en vertrekt weer.

Was de economische wereld maar zo simpel! De LBO is een geaccepteerde financieringsstructuur waarvan het karakteristieke is dat de aankoop van ondernemingen voor het overgrote deel met vreemd geld wordt gefinancierd en dat rente en aflossing, via dividenduitkeringen en dergelijke, door het object van de transactie moeten worden opgebracht. De leek mag denken dat dat meebrengt dat de overgenomen onderneming de koopprijs voor haar overname zelf financiert, maar die gedachte stuit af op het feit dat het geld dan wel eerst verdiend moet worden en, vooral, op de omstandigheid dat de koper de onderneming na verloop van (relatief korte) tijd weer zal willen verkopen, dat de geleende gelden (voor zover deze nog uitstaan) dan zullen moeten worden afgelost en dat de oorspronkelijke koper als verkoper alle belang heeft bij (en de operatie nu juist uitvoert om te komen tot) een zo goed mogelijke verkoopprijs. Zou werkelijk sprake zijn van het laten 'doodbloeden' van het object, dan sluit dat verkoop tegen een acceptabele prijs uit: de opvolgende koper zal niet meer willen betalen dan de reële (resterende) waarde. Duidelijk is ook dat de koper bij een LBO er belang bij heeft dat het object een zodanig brutorendement behaalt op het eigen vermogen dat aflossing (voor zover aan de orde) en rente daaruit kunnen worden betaald en, in verband daarmee, dat het operationele resultaat tussen aantrekken en afstoten sterk stijgt. De gedachte is vaak dat de koper bij een LBO bij uitstek in staat zal zijn de onderneming 'lean and mean' te maken.

1 OK 10 januari 2008, ARO 2008, 18; JOR 2008/39. Zie over en naar aanleiding van die beschikking waarbij een onderzoek werd bevolen J. Barneveld, 'PCM & private equity, Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen', *WPNR* 2009/6791, p. 230-238.

R.A.A. Duk

Dat wil niet zeggen dat een LBO per definitie een goudmijn is. Het model gaat ervan uit dat het te behalen rendement substantieel boven de marktrente ligt. Een laag eigen en een hoog vreemd vermogen is riskant als het eigen rendement daalt en als de te betalen rente stijgt en a fortiori bij een combinatie van die factoren.²

2 Toetsingsmaatstaf (artikel 2:355 BW)

Een onderzoek kan door de OK worden bevolen als er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen (artikel 2:350 lid 1 BW). Zijn die gronden er, dan leidt dat tot een onderzoeksrapport en kan op grond van de bevindingen in dat rapport een voorziening worden gevraagd. Welke voorzieningen mogelijk zijn, beschrijft artikel 2:356 BW. Daarvoor is dan wel nodig dat de OK op basis van de rapportage van de onderzoekers wanbeleid vaststelt. Daarmee is cruciaal wanneer wel en wanneer niet sprake is van wanbeleid. Daarbij gaat het om een van die vele vage begrippen die, naar de ervaring leert, in wetgeving niet goed kunnen worden vermeden, maar die aan de rechter een grote (beleids- en beoordelings)ruimte laten. Als norm wordt wel gebruikt dat van wanbeleid sprake is bij handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.³ Dat roept de vraag op wat dan wel die beginselen zijn. Het punt is niet zonder belang. Er is rechtswetenschappelijke kritiek die hierop neerkomt dat de Hoge Raad, met de OK, de ramen te wijd openzet. Bij de rechtspraak zou volgens die kritiek de zogeheten *business judgement rule*, zoals die in de rechtspraak van de Amerikaanse staat Delaware is ontwikkeld, tot inspiratie moeten dienen en daarmee aan een grotere rechterlijke terughoudendheid moeten bijdragen.⁴ Dergelijke pleidooien zijn overigens niet onbeantwoord gebleven.⁵ Een annotatie als deze is niet de plaats om stelling te nemen in die (vooral ondernemingsrechtelijke) discussie. Wel is het goed om voor ogen te houden dat die discussie speelt, omdat ook bij degene die de *business judgement rule* propageert een rood lampje gaat branden als het gaat om situaties waarin sprake kan zijn van belangenconflicten bij degenen die voor de onderneming besluiten, maar tegelijkertijd persoonlijk nauw betrokken zijn.⁶

2 In bestek geeft J. Barneveld, in de inleiding op een annotatie op de hier besproken beschikking, in *Ondernemingsrecht* 2010, 10/11, nr. 91 een helder beeld van de materie, met verwijzing naar relevante, uiteraard vooral (bedrijfs)economische literatuur.

3 HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 465 en 466 m.nt. Mae.

4 Zie met name B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag*, Deventer: Kluwer 2007 en B.F. Assink, *De Januskop van het ondernemingsrecht* (oratie Rotterdam), Deventer: Kluwer 2010.

5 Vgl. bijvoorbeeld L. Timmerman, 'Toetsing van ondernemingsbeleid door de rechter, mede in rechtsvergelijkend perspectief. Over het onderscheid tussen gedragsnormen en toetsingsnormen', *Ondernemingsrecht* 2003/15, p. 555-562.

6 Zie voor een uitvoerige en actuele beschrijving van het enquêterecht C. Asser, J.M.M. Maeijer, G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht 2-II**, Deventer: Kluwer 2009, hoofdstuk 13; in nr. 790/799 komt de zogeheten 'tweede fase' aan de orde; in nr. 795 en 796 wordt een beeld gegeven van de gevallen waarin de rechter tot nu toe wel en niet wanbeleid heeft aangenomen.

3 Wanbeleid en medezeggenschap

Men mag zichzelf herhalen, als men maar voldoende tussenruimte in acht neemt. Het is nu al weer meer dan 25 jaar geleden dat ik mij voor het laatst in geschrifte heb uitgelaten over de verhouding tussen het enquêterecht en het beroepsrecht van artikel 26 Wet op de ondernemingsraden (WOR). Indertijd was mijn conclusie al dat de vraag of sprake is van wanbeleid en de vraag of de ondernemer bij afweging van de betrokken belangen in redelijkheid tot zijn besluit kan komen – ik paraphraseer artikel 26 lid 4 WOR – door de OK niet wezenlijk verschillend worden beantwoord.⁷ Uiteraard is er wel een belangrijk procedureel verschil: ondernemingsraden die beroep ex artikel 26 lid 4 willen instellen, kunnen dat slechts doen als de ondernemer een adviesplichtig besluit als bedoeld in artikel 25 lid 1 heeft genomen, en dan nog slechts binnen een maand, terwijl artikel 2:347 BW de vakvereniging die een onderzoek wil niet aan dergelijke beperkingen bindt. Het is tegen die achtergrond niet onbegrijpelijk dat van tijd tot tijd stemmen opgaan om ook de ondernemingsraad de enquêtebevoegdheid te geven.⁸ Het is echter weinig reëel te verwachten dat op overzienbare termijn aan die wens gevolg gegeven zal worden.

Met een en ander is het thema gegeven dat in deze annotatie de boventoon zal voeren. Dat thema is of er wezenlijke verschillen zijn tussen de wijze waarop de OK achteraf het beleid van PCM heeft getoetst op verzoek van de Nederlandse Vereniging van Journalisten (NVJ) en FNV KIEM, en de wijze waarop zij de transactie met Apax zou hebben getoetst als de centrale ondernemingsraad (COR) op basis van de door die twee bonden aangevoerde argumenten indertijd via artikel 26 WOR zou zijn opgekomen tegen de verkoop aan Apax.

4 De feiten

In de beschikking van 27 mei worden in rechtsoverwegingen 2.1 tot en met 2.16 de relevante feiten vastgesteld. Uit die rechtsoverwegingen blijkt dat PCM een zwalkend schip was. Er was een probleem met preferente aandelen waarover in 2003 was afgesproken dat PCM die uiterlijk begin 2006 zou inkopen, met zware sancties als dat niet zou gebeuren (r.o. 2.1). Ook was al in 2001 een ernstig bestuursprobleem geconstateerd dat verband hield met het spanningsveld tussen de ideële stichtingen die de belangen van de bladen (Het Parool, de Volkskrant, Trouw) bewaakten en het ondernemingsbelang als zodanig, welk probleem in 2004 nog niet was opgelost. Ook ontbraken op aandeelhoudersniveau voldoende ‘checks and balances’ (r.o. 2.2).

Het behoeft hier geen betoog dat de meeste dagbladen, en zeker die van PCM, het al jaren moeilijk hebben; de ‘uitstoot’ van Het Parool symboliseert dat. Daarom

7 Zie R.A.A. Duk, ‘Enkele problemen in verband met de samenloop van geschillenregelingen in het medezeggenschapsrecht’, in: P. van Schilfgaarde e.a., *Geschillen in de onderneming*, Deventer: Kluwer 1984, p. 51/69.

8 Zie voor de enquêtebevoegdheid van verenigingen van werknemers Asser e.a. 2-II*, Deventer: Kluwer 2009, hoofdstuk 13, 741 en 742.

R.A.A. Duk

werd gezocht naar 'een versterking en verbreding van de basis van PCM' door uitgeefactiviteiten te verwerven buiten het traditionele krantendomein. PCM moest zich, zo was eind 2002 besloten, richten op 'basisversterking van de divisies Algemene Boeken en Educatief en basisverbreding door het verwerven van een substantieel marktaandeel in de (...) sector Professionele Uitgaven'. Dat zou moeten gebeuren door acquisities; er waren echter niet meer dan twee serieuze acquisitiekandidaten aan te wijzen (r.o. 2.3). Die basisverbreding en het probleem van de herfinanciering van het preferente aandelenkapitaal zijn door elkaar gaan lopen, waardoor de gedachte ontstond dat een oplossing voor alle problemen kon worden gevonden met behulp van 'een nieuwe, financieel krachtige (meerderheids)aandeelhouder' (r.o. 2.4). In het onderzoeksrapport is zware kritiek geuit op het aldus wel heel erg gemakkelijk gelegde verband tussen een strategische en een financiële partij (r.o. 2.5 en 2.6). Bij de overwogen overname van Malmberg, een educatieve uitgever, viste PCM al direct achter het net, waardoor nog slechts een enkele kandidaat (VBK) resteerde. Bij dat alles werd 'er steeds min of meer als vanzelfsprekend van (...) uitgegaan dat (...) ook de houders van cumulatief preferente aandelen dienden te worden uitgekocht'. Dat leidde ertoe dat werd besloten te komen tot 'een zogenaamde tweestapsveiling'. Apax mengde zich in maart 2004 in dat proces en liet blijken 'dat zij wel perspectief zag in de verdere groei van de divisies Algemene Boeken en Educatief, maar dat haar prioriteit lag bij de kranten' (r.o. 2.7). Vanaf april 2004 is door de aandeelhouders van PCM exclusief met Apax dooronderhandeld, waarna op 30 juni 2004 overeenstemming werd bereikt. Wie een beeld wil krijgen van de aan een LBO eigen financiële complicaties in verband met, bijvoorbeeld, een 'debt push down' leze (én, voor een goed begrip, herleze) de beschikking (r.o. 2.9 tot en met 2.14). Hier wordt van inhoudelijke opmerkingen over die techniek afgezien. Van belang voor de beslissing van de OK is dat in dat kader een genereuze participatieregeling aan de leden van het hogere management van PCM werd gegund (r.o. 2.15); dat gaf de managers die meededen – een substantieel deel deed dat niet – een evident belang bij verkoop door Apax tegen een hoge prijs. Aan de samenwerking kwam eind maart 2007 een einde doordat Apax haar aandelen in PCM voor ruim € 130 miljoen aan SDM, een van de betrokken stichtingen, (terug)verkochte. In de periode vanaf 2004 vielen weinig successen te constateren. De tweede acquisitiekandidaat kon bijvoorbeeld evenmin worden overgenomen (r.o. 2.16).

5 Het oordeel van de Ondernemingskamer

De bonden gingen de tweede fase in met een argumentatie die tot uitgangspunt nam dat Apax op een investering van circa € 140 miljoen in drie jaar tijd circa € 130 miljoen had verdiend, grotendeels ten laste van SDM, die dat bedrag aan PCM had moeten onttrekken (r.o. 3.1).

De OK formuleert vervolgens een aantal uitgangspunten voor haar beoordeling. Die liegen er niet om. Men oordele zelf:

‘3.2 De Ondernemingskamer stelt bij de beoordeling van (de besluitvorming die heeft geleid tot) het toetreden van APAX als (middellijke) aandeelhouder van Holding (PCM) het volgende voorop. Zoals ook de onderzoekers hebben uiteengezet, gaat het effectueren van een LBO steeds gepaard met een aanzienlijke financiële belasting van de (doelwit)vennootschap. Het is met name door dit kenmerk dat de LBO de bijzondere aandacht vereist van degenen die gehouden zijn acht te slaan op de belangen van de betrokken vennootschap en die deelnemen aan de besluitvorming die leidt tot het betrekken van de vennootschap in een LBO-transactie. Zij zullen het, met het oog op die vennootschappelijke belangen, dan ook tot hun taak moeten rekenen de door de betrokken vennootschap beoogde en redelijkerwijs te behalen, aan een LBO verbonden voordelen af te wegen tegen de nadelen, waaronder die van financiële aard. Zij dienen zich bovendien ervan te vergewissen dat de doelstellingen ter bevordering waarvan de vennootschap haar medewerking aan de LBO verleent, voldoende gewaarborgd zijn. Voor het onderhavige geval brengt dit een en ander mee dat niet alleen de (transactie)voorwaarden waaronder PCM in de LBO participeert, maar ook de (overige) omstandigheden waaronder de LBO wordt geëffectueerd in ogenschouw dienen te worden genomen.

3.3 In dat verband zijn in het onderhavige geval de volgende door de onderzoekers vermelde omstandigheden van belang:

- (i) het plan om een substantieel marktaandeel binnen de sector Professionele Uitgaven te verwerven had, naar de onderzoekers concluderen, op geen enkel moment een reële kans van slagen; er zijn geen stappen gezet tot uitvoering ervan;
- (ii) PCM moest in staat worden geacht ofwel Malmberg ofwel VBK op eigen financiële kracht te verwerven;
- (iii) aan het uitgangspunt om de herfinanciering van de cumulatief preferente aandelen te laten plaatsvinden tegelijkertijd met de implementatie van de Strategie lag geen heldere analyse ten grondslag;
- (iv) een analyse door het bestuur van PCM of de raad van commissarissen waaruit voortvloeit dat, na het – door SDM afgedwongen – besluit over de tot de “tweede ronde” toe te laten partijen, de toetreding van een nieuwe aandeelhouder door middel van een LBO (nog steeds) in het belang van PCM en de met haar verbonden onderneming was, ontbreekt.

3.4 De in de vorige overweging vermelde omstandigheden wegen des te zwaarder nu het in 2.2 vermelde besturingsprobleem medio 2004 niet was opgelost. De Ondernemingskamer merkt op dat reeds het zo lang laten voortbestaan van het besturingsprobleem duidt op een gebrek aan behoorlijk ondernemingsbestuur. Immers, verscheidene aspecten van het besturingsprobleem, waaronder (i) het spanningsveld tussen de onderscheiden belangen van de Stichtingen als bewakers van de identiteit van de “eigen” krant binnen PCM en het belang van PCM als geheel, dat tot onzuiverheid in de verhoudingen tussen enerzijds de Stichtingen en anderzijds (het bestuur en de raad van commissarissen van) PCM heeft kunnen leiden – in welk spanningsveld de

aan de Stichtingen gelieerde commissarissen opereerden –, (ii) het door de onderzoekers geconstateerde gebrek aan checks en balances op aandeelhoudersniveau alsmede de door het bestuur van PCM als problematisch ervaren invulling door SDM van haar rol als grootaandeelhouder en (iii) de lijdelijke rol van de raad van commissarissen die deze reeds in september 2001 in de Eindrapportage besturingsvraagstuk PCM geschetste problematiek niet althans maar zeer ten dele naar behoren heeft geadresseerd, moeten naar het oordeel van de Ondernemingskamer worden aangemerkt als tekortkomingen in de governance van (de organen van) PCM.

3.5 Uit het Verslag komt naar voren dat het voortduren van die tekortkomingen in de governance van PCM consequenties heeft gehad voor de besluitvorming die heeft geleid tot de transactie met APAX, aangezien het besluitvormingsproces werd gekenmerkt door een gebrek aan eenheid van leiding binnen de kring van het bestuur, de commissarissen en de aandeelhouders. De onderzoekers hebben vastgesteld dat uit de communicatie tussen het bestuur van PCM, de raad van commissarissen en SDM voorafgaand aan het besluit over toelating van gegadigden tot de tweede fase van het verkoopproces blijkt, dat er tussen het bestuur van PCM en de raad van commissarissen enerzijds en SDM anderzijds een “fundamenteel [verschil] van mening [bestond] over het belang van de strategie van basisverbreding en de wijze waarop deze geïmplementeerd diende te worden”. SDM begon eind augustus 2003 over de noodzaak van de Strategie te twijfelen. Blijkens notulen van de bestuursvergadering van eind september 2003 stelde SDM zich daarbij op het standpunt, mede gelet op haar eigen doelstellingen, dat de krantenuitgeverij (nog steeds) de kernactiviteit van PCM diende te zijn. Voorts blijkt uit het Verslag dat het bestuur van SDM, toen het op 4 februari 2004 vergaderde over de biedingen in de eerste ronde, zich realiseerde dat, gelet op de Strategie, de gegadigden 3i en CVC, die Malmberg onderscheidenlijk VBK “in de aanbidding” hadden, voor het bestuur van PCM de voorkeur verdienden, maar dat het niettemin de keuze liet vallen op andere kandidaten – met name grote financiële partijen – die hogere biedingen hadden uitgebracht en van wie het versterking van de krantenactiviteiten verwachtte. De onderzoekers concluderen dat “SDM bij haar beslissing welke kandidaten door dienen te gaan naar de tweede ronde van de veiling, in feite de strategie van basisverbreding zoals door PCM voorgestaan verliet. Aan basisverbreding in de vorm van uitbreiding van Educatief wordt geen prioriteit gegeven (...) en in feite wordt een nieuw begrip (basis-)verbreding geïntroduceerd, namelijk een (basis-)verbreding die in het bijzonder gericht is op kranten. (...) Dat is evenwel niet de basisverbreding zoals die vastlag in de strategie van PCM en waaraan SDM zich geïmmitteerd had (...)”.

3.6 Dat het bestuur van PCM en de raad van commissarissen zich neerlegden bij de eis van SDM om de eigenaren van Malmberg onderscheidenlijk VBK niet tot de “tweede ronde” toe te laten, werd, zo blijkt uit het Verslag, onder meer ingegeven door de bij PCM levende wens – die uit het besturings-

probleem voortvloeide – dat SDM haar meerderheidsbelang in PCM zou opgeven. Het Verslag houdt op dit punt in:

Feitelijk heeft SDM zich (...) binnen de structuurvennootschap [PCM] als meerderheidsaandeelhouder ten aanzien van een cruciaal beleidsaspect – de strategie – aan het stuur van de onderneming geplaatst, hetgeen [bestuur] [r]aad van commissarissen getolereerd hebben met het oneigenlijke argument dat men, als de LBO door zou gaan, in ieder geval van SDM als meerderheidsaandeelhouder af was. Daarmee faalde de corporate governance van PCM in een cruciale fase van haar bestaan – hetgeen mede is terug te voeren op het feit dat het belangrijkste aspect (betreffende de rol van [SDM]) van het al jaren bestaande besturingsprobleem binnen PCM (...) in essentie niet werd opgelost (...).

3.7 Zoals hiervoor in 3.3 onder (iv) overwogen, ontbrak aan de vooravond van de tweede ronde van het biedingproces, toen alle strategische partijen waren afgevallen en duidelijk was dat nog slechts financiële partijen tot het verkoopproces werden toegelaten, een analyse inzake de vraag of toetreding van een nieuwe aandeelhouder door middel van een LBO (nog steeds) in het belang van PCM moest worden geacht. Met de onderzoekers is de Ondernemingskamer van oordeel dat die vraag primair beantwoord had moeten worden door het bestuur van PCM en de raad van commissarissen, en wel op grond van een analyse als vorenbedoeld, aangezien zich immers niet goed laat denken dat de aan beantwoording van die vraag voorafgaande complexe afweging zinvol zou kunnen worden gemaakt zonder dat inzicht zou zijn verworven in de redelijkerwijs te verwachten effecten – waaronder, minst genomen, de financiële – van een LBO met een financiële partij, afgezet tegen de situatie waarin die LBO niet zou plaatsvinden.

3.8 Nadat aan APAX exclusiviteit in het verkoopproces was gegeven, werden de onderhandelingen met APAX gevoerd door SDM en waren het bestuur van PCM en de raad van commissarissen er nauwelijks meer bij betrokken, zoals opgemerkt in 2.7 onder (xvii).’

De OK beschrijft vervolgens de gekozen financieringsstructuur en de lastenverzwaring die daarvan het gevolg was en die de financiële speelruimte van PCM beperkte (r.o. 3.9 tot en met 3.12). De conclusies van de OK op dit punt:

‘3.14 De Ondernemingskamer is voorts van oordeel dat de in het kader van de Strategie geformuleerde, in 2.3 vermelde doelstellingen voor het bereiken waarvan de LBO door PCM werd aangegaan, namelijk de vergroting van de financiële slagkracht ten einde de activiteiten Algemene Boeken en Educatief uit te breiden en een substantieel marktaandeel in Professionele Uitgaven te verwerven, onvoldoende waren gewaarborgd. Bovendien was een ander – oneigenlijk – motief (vermeld in 3.6 hiervoor), te weten het kwijtraken van SDM als meerderheidsaandeelhouder, een niet te verwaarlozen drijfveer geworden voor het aangaan van de LBO.

R.A.A. Duk

3.15 Door dat gebrek aan afweging en waarborgen, maar ook door het nastreven van een oneigenlijk doel, getuigt het aangaan van de transactie wegens de daaraan verbonden ernstige verzwakking van de financiële positie van PCM onderscheidenlijk Holding van onverantwoord ondernemerschap.’

Vervolgens besteedt de OK aandacht aan de getroffen managementparticipatieregeling. De OK erkent dat zo’n regeling ‘op zich geen ongebruikelijk instrument’ is, maar oordeelt dat de prikkel om een maximale waardecreatie tot stand te brengen, ‘naar haar aard het risico van conflict’s interests’ inhoudt. Dat conflict zou er dan zijn met het door die managers ‘te dienen belang van de vennootschap en het maatschappelijk functioneren van de vennootschap op langere termijn’. Daarbij let de OK wel met zoveel woorden ‘op de aard van de onderneming (...) en de ideële doelstellingen van de Stichtingen’ (r.o. 3.16). De OK wijst erop dat de regeling ‘door haar gevolgen een bron van misnoegen binnen de onderneming van PCM zou worden’; er was sprake van een ‘voor de beloningsverhoudingen disproportioneel gevolg’. Er zou ook niet zijn onderzocht of ‘de gehanteerde envy-factor in de omstandigheden van het geval redelijk was’. Een maximering ontbrak bijvoorbeeld. De raad van commissarissen had ‘deze thema’s in het kader van de introductie (...) aan de orde (moeten) stellen’. En zo ziet de OK nog wel wat meer problemen (r.o. 3.18). Ook in de fase van de uitvoering van de regeling constateert de OK het nodige ‘klein vuil’, zoals bij de toekenning van participaties aan nieuw aantredende bestuurders (r.o. 3.20).

Over de corporate governance is de OK niet minder kritisch. De OK stelt een ‘zigzagbeleid’ vast en constateert dat allerlei beoordelingen ‘ad hoc’ plaatsvonden. Er was ‘geen sprake van eenheid van leiding’ en het besturingsprobleem werd maar niet opgelost. Er waren allerlei problemen in de interne communicatie, die bijdroegen aan ‘een (verdere) verslechtering van de verhoudingen’ (r.o. 3.23). De wijze waarop een bestuurder van PCM op een gegeven moment aan de kant werd gezet, verliep uitermate gebrekkig; de president-commissaris acteerde in feite op eigen houtje (r.o. 3.25 en 3.26). Ook was aan een andere vertrekkende directeur wel heel erg gemakkelijk een bonus meegegeven (r.o. 3.28 en 3.29).

Vanuit medezeggenschapsrechtelijk oogpunt is rechtsoverweging 3.30 opmerkelijk. Daaruit blijkt dat de COR tot een positief advies was gebracht door ‘een ingrijpende wijziging van de strategie’ te verzwijgen.

Op een aantal (in r.o. 3.32 tot en met 3.40) besproken beleidsaspecten oordeelt de OK wat minder scherp. Daartoe behoren de voorwaarden waarop Apax haar aandelen heeft verkocht aan SDM, maar ook de kostbare vertrekregeling van een huidige staatssecretaris. De hem toegekende vergoeding van zo’n vijf bruto jaarsalarissen was weliswaar, zo stelt de OK vast, in strijd met de Code Corporate Governance, maar dat was op zichzelf onvoldoende om wanbeleid aan te nemen (r.o. 3.39 en 3.40).

Een en ander leidde ertoe dat de OK wanbeleid van PCM in de onderzochte periode vaststelde en de besluiten tot decharge van bestuurders en commissarissen over de jaren 2004, 2005, 2006 en 2007 vernietigde. Dat opent de weg voor schadeacties, maar ik heb bij navraag begrepen dat daar nog niet toe is besloten en dat moet worden afgewacht of het er ooit van komt.

6 Commentaar

De beschikking inzake PCM is om meer dan een reden van belang. Zo bevat deze interessante beschouwingen over de relatieve plaats van aandeelhouders enerzijds en bestuurders en commissarissen anderzijds bij processen als een LBO. Bestuurders en commissarissen kunnen zich niet beperken tot een opstelling die hierop zou neerkomen dat aandeelhouders maar zelf moeten beslissen of zij hun aandelen al dan niet verkopen, en zo ja, aan wie en onder welke voorwaarden. Bestuurders en commissarissen moeten immers het belang van de rechtspersoon en de daarmee verbonden onderneming(en) behartigen.

Voor het medezeggenschapsrecht is dat niets nieuws; vanuit de optiek van de artikelen 25 en 26 WOR ontstaat een probleem met de toepasselijkheid van het adviesrecht vooral bij een vijandelijke overname.⁹ Zijn bestuurders en/of commissarissen het niet met aandeelhouders eens, dan is het overigens de vraag welke middelen zij hebben om volgens hen ongewenste ontwikkelingen tegen te houden. Aandeelhouders zullen zich er na deze beschikking bewust van (moeten) zijn dat hun opstelling door de rechter kan worden getoetst, niet alleen na een formele enquête achteraf, maar ook reeds via de combinatie van een verzoek tot het bevelen van een onderzoek met een verzoek tot het gelasten van voorlopige voorzieningen.¹⁰

Interessant is wat de OK overweegt over de managementparticipatieregeling. Dat de OK betrekkelijk kritisch staat tegenover elementen van excessieve beloning, is bekend en ook door de Hoge Raad aanvaard.¹¹ De overwegingen op dat punt in de besproken beschikking zijn echter sterk toegespitst op de bijzondere situatie bij PCM, dat met het uitgeven van dagbladen een zekere publieke rol speelt. Op dit punt verdient opmerking dat het eenmalige karakter van zo'n regeling, getroffen in verband met een specifieke LBO, normaliter zal uitsluiten dat het instemmingsrecht van artikel 27 WOR aan de orde komt. Wel zal bij advisering over een overname als hier aan de orde, de medezeggenschap over de overwogen regeling moeten worden geïnformeerd, die immers bij de bepaling van de redelijkheid van de transactie een rol kan spelen, en zal de inhoud van die regeling bij de (rechterlijke) beoordeling van de (kennelijke on)redelijkheid van de transactie een rol mogen spelen.

Vanuit de medezeggenschapsrechtelijke invalshoek luidt de relevante vraag in de eerste plaats of de COR van PCM in een beroep ex artikel 26 WOR kans van slagen zou hebben gehad. Daarbij moet worden onderscheiden tussen enerzijds de LBO zelf in 2004 en anderzijds het 'terugdraaien' daarvan in 2007. Voor beide casusposities is dan weer de vraag hoe die beoordeling zou uitvallen hetzij bij volledige kennis van de feiten en omstandigheden zoals die uit het door de OK bevo-

9 Zie daarover (onder meer) R.A.A. Duk, 'Onvriendelijke overname en ondernemingsraad', in: J.B. Huizink e.a. (red.), *A-T-D: Opstellen aangeboden aan P. van Schilfgaarde*, Kluwer: Deventer 2000, p. 73-80.

10 Zie Asser e.a. 2-II*, Deventer: Kluwer 2009, hoofdstuk 13, 765 en 773, met verwijzing naar de relevante rechtspraak en literatuur. De in deze alinea bedoelde kwesties worden besproken door Barneveld in diens annotatie genoemd in nr. 2 (onder 4.1 en 4.3).

11 HR 18 april 2003, NJ 2003, 286.

R.A.A. Duk

len onderzoek naar voren zijn gekomen, hetzij hoe dat zou zijn op basis van de (veel beperktere) kennis zoals die in 2004 respectievelijk 2007 daadwerkelijk bij de COR aanwezig was. Daarover valt het volgende te zeggen.

De besluitvorming uit 2007 ontmoet in de beschikking van de OK enige kritiek, bijvoorbeeld op het punt van de door PCM betaalde, hoge terugkoopprijs, maar het oordeel dat van wanbeleid sprake zou zijn, is daarop uitdrukkelijk niet gebaseerd.

Interessanter is de vraag als die het besluit uit 2004 betreft. In de eerste plaats valt op te merken dat beroep reeds met succes had kunnen worden ingesteld als had kunnen worden aangetoond dat aan de COR bewust onvolledige en misleidende informatie was verschaft, zoals de OK aanneemt.¹² Zelfs als zonder kwade bedoelingen van de ondernemer de wijze van presentatie van de gegevens over de medezeggenschap een verkeerd beeld geeft van de precieze personele consequenties van een voorgenomen besluit, levert dat al strijd met de norm van artikel 26 lid 4 WOR op.¹³ Dat is in lijn met de hoge eisen die de OK aan de informatievoorziening door de ondernemer stelt.¹⁴

Belangrijker is echter de vraag hoe zou zijn geoordeeld als dergelijke procedurele gebreken niet aanwezig waren. Het oordeel van de OK dat van wanbeleid sprake was, is mede gebaseerd op de evidente gebreken in de communicatie en de slechte verhoudingen tussen de verschillende betrokken groepen belanghebbenden. Die impasse was ten tijde van de besluitvorming in 2004 een gegeven. Toch zou dat mijns inziens bij de beoordeling ex artikel 26 lid 4, zij het op de achtergrond, mogen meespelen. Belangrijker is echter de kritiek die de OK heeft op het ontbreken van een duidelijke beleidskeuze die de grondslag vormde voor de keus van Apax als partner van PCM. Wil de ondernemingsraad inzicht hebben in de beleidsmatige overwegingen die aan een besluit ten grondslag liggen, dan zal de ondernemer daar, zo daarom is gevraagd, op deugdelijke wijze inzicht in moeten geven.¹⁵ Wel rust dan op de medezeggenschap de verplichting, bij hem geleverde 'kluitjes in het riet', door te vragen.¹⁶ Daar zit dan ook het praktisch meest springende probleem. Hoe had de COR van PCM in 2004 kunnen onderkennen dat de onderneming geen realiseerbaar beleid had – de gewenste acquisities waren immers onvoldoende in beeld – en hoe had de COR moeten onderkennen dat grote vraagtekens konden worden geplaatst bij de gedachte dat de binnen de onderneming aanwezige spanningen konden worden opgelost en de toekomstige strategie kon worden verzekerd juist door de voorgestelde LBO? Ik heb al eerder moeten constateren dat het zelden of nooit met behulp van het advies- en

12 OK 8 november 2004, ARO 2004/142 (OVb) (toezegging in sideletter ten onrechte buiten het adviestraject gehouden).

13 OK 9 november 2009, JAR 2009/301 (CBR).

14 Vaste rechtspraak, recent bevestigd in OK 19 juli 2010, JAR 2010/213 (Media Groep Limburg).

15 OK 16 maart 2000, JAR 2000/80 (Philips Lighting) en OK 23 maart 2000, JAR 2000/81 (Verenigde Tankrederij).

16 OK 17 september 2001, JAR 2001/185 (Laurus). Die zaak is er een goed voorbeeld van hoe een ondernemingsraad geen grip op de problematiek weet te krijgen; zie HR 8 april 2005, NJ 2006, 443.

beroepsrecht is gelukt voor een onderneming uiterst schadelijke en zelfs fatale ontwikkelingen te voorkomen.¹⁷

Tot slot wellicht de belangrijkste vraag. Was het bij PCM nu echt een uitzonderlijke rotzooi, en werd daar bij wijze van uitzondering binnen een overigens goed gedisciplineerd bedrijfsleven maar wat geklunsd, terwijl de 'gemiddelde' onderneming op rationele wijze wordt geleid, het beleid op de lange termijn daarin weloverwogen wordt vastgesteld en afzonderlijke besluiten goed worden getoetst aan en ingepast in de aldus gegeven beleidsmatige kaders? En voor zover dat al gebeurt, is dat dan echt een waarborg tegen dit soort ellende? Ik kan niet overzien of de financiële instellingen wereldwijd beslissingen hebben genomen die de risico's, met name ten aanzien van 'subprime' hypotheeklen, zo hebben onderschat dat rechterlijke toetsing niet zou zijn doorstaan – veronderstellenderwijs aangenomen dat dat gebeurde op basis van ex artikel 26 WOR te toetsen besluiten, wat zelden of nooit het geval zal zijn geweest –, maar ik sluit zeker niet uit dat een enquête daarover de conclusie zou kunnen rechtvaardigen dat bij de betrokken financiële instellingen van wanbeleid sprake was, overigens evenzeer als de conclusie mogelijk lijkt dat Nederlandse ondernemingen als ING en ABN AMRO op basis van de indertijd bekende gegevens (weliswaar met de wijsheid die achteraf komt) te betreuren beslissingen namen, maar daarmee (nog) geen rechtens onverantwoord beleid voerden. Het dempen van de put pleegt nu eenmaal al te vaak te wachten op het verdrinken van het kalf, en het inzicht van stuurlied aan de wal, waartoe ik mijzelf reken, is van beperkte waarde.

17 Zie R.A.A. Duk, 'Zijn het advies- en beroepsrecht van de artikelen 25 en 26 WOR millennium-proof?', in: C.J. Loonstra, *De onderneming en het arbeidsrecht in de 21e eeuw* (Liber Amicorum voor F. Koning), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2000, p. 13-23 en R.A.A. Duk, 'De zachte kern van het medezeggenschapsrecht', in: A.T.J.M. Jacobs & J.J.L. Pennings, *Een inspirerende fase in het sociaal recht*, Zutphen: Paris 2007, p. 183-197.