

# PCM: *private equity* en het vennootschappelijk belang

## Inleiding

Op 10 januari 2008 gelastte de Ondernemingskamer een onderzoek naar het beleid van en de gang van zaken bij PCM Holding B.V. (hierna: Holding) en PCM Uitgevers B.V. (hierna: PCM) rond de participatie in PCM door Apax, een Brits *private equity*-huis. De Nederlandse Vereniging van Journalisten (NvJ) en FNV KIEM hadden hierom verzocht.

In deze beschikking zet de Ondernemingskamer onderzoeksvragen uiteen die mede betrekking hebben op typische kenmerken van een *private equity*-transactie: het gebruik van verhoudingsgewijs veel vreemd vermogen bij de financiering van de overname, het aanbieden van een (potentieel lucratieve) participatiemogelijkheid aan het hoger management, en het doorbelasten van advieskosten en *fees* aan de overgenomen vennootschap. De Ondernemingskamer stelt ook vragen over de strategische bijdrage die Apax heeft geleverd na deze transactie. Hierna zal worden besproken waarop de Ondernemingskamer haar oordeel baseert dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen. Daarbij zal met name aandacht worden besteed aan de wijze waarop de Ondernemingskamer het richtsnoer van het vennootschappelijk belang hanteert.

## De transactie

PCM is een uitgever van kranten (de Volkskrant, NRC en Trouw), boeken en leermiddelen. Tot 2004 had PCM drie stichtingen, historisch gelieerd aan de kranten, en drie financiële instellingen als aandeelhouders. De stichtingen hielden gewone aandelen en de financiële instellingen cumulatief preferente aandelen.

In november 2003, nadat PCM haar omzet enkele jaren had zien teruglopen, besloten de aandeelhouders, het bestuur, de commissarissen, de OR, de NvJ en de redactieraden van de PCM-kranten de helft van de aandelen aan te bieden aan een sterke investeerder door middel van een veiling, met het oog op het doen van acquisities die de onderneming minder afhankelijk zouden maken van de resultaten van het krantenbedrijf. Voorwaarde voor de transactie was, aldus een brief van Holding aan de NvJ, dat de investeerder PCM's bestuursmodel zou accepteren, affiniteit had met de mediabranche, bereid zou zijn zich te binden aan de strategie van basisverbreding en bereid was akkoord te gaan met een voor financiële investeerders conservatief schuldniveau van maximaal viermaal EBITDA (het resultaat vóór aftrek van interest, belastingen, afschrijvingen op activa en afschrijvingen op leningen en goodwill van de onderneming).

Apax won de veiling en het investeringsvehikel Holding kocht alle aandelen in PCM. Apax hield ongeveer 47% van de aandelen in Holding, PCM's management hield 5%, Stichting Democratie en Media (SDM) 42% en de twee andere stichtingen 6%.

De koopprijs van EUR 610 miljoen was door Holding voor EUR 300 miljoen gefinancierd met een banklening, voor EUR 60 miljoen met een agiostorting door SDM en voor de rest door de aandeelhouders door middel van risicodragend kapitaal in de vorm van achtergestelde aandeelhoudersleningen met een hoge rente, betaalbaar zodra Apax haar belang zou verkopen. Verder was er een participatieregeling voor het hoger management en betaalde Holding EUR 30 miljoen aan advies- en transactiekosten, waaronder kosten van andere partijen die betrokken waren bij de transactie.

In de twee jaar na de overname slaagde PCM er niet in om een substantiële acquisitie te doen, waardoor de strategie van basisverbreding niet goed van de grond kwam. Er was, aldus de beschikking, ook geen alternatieve strategie om op terug te vallen, en er was onenigheid tussen individuele bestuursleden en commissarissen van PCM en de stichtingen over de koers die PCM zou moeten volgen ten aanzien van acquisities.

In juni 2006 ging PCM een extra banklening aan, waarmee de aandeelhouderslening van Apax werd afgelost. In maart 2007 kocht SDM Apax uit, waardoor de aandeelhoudersleningen opeisbaar werden en de managementparticipatieregeling werd opgerold. Kort daarna traden enkele bestuursleden en commissarissen, niet gelieerd aan Apax, af.

## Gegronde redenen

In de onderhavige beschikking draait het om de vraag of de financieringsstructuur, de gevolgde strategie, de invoering van de managementparticipatieregeling en de *exit* van Apax gegronde redenen opleveren om te twijfelen aan een juist beleid bij PCM.

### *Financieringsstructuur*

In de procedure stelden de verzoekers dat PCM en Holding met een 'enorme schuldenlast' zijn bezwaard, dat de onderneming (PCM zal hier bedoeld zijn) sinds 2003 geen winst meer maakt, en dat het beeld ontstaat dat 'PCM niet in staat is structureel de lasten op te brengen die voortvloeien uit de financieringsstructuur zoals die is ontstaan bij de komst van de Apax-groep in 2004'. De Ondernemingskamer overweegt ten aanzien hiervan dat:

‘(...) de vraag rijst of PCM in staat is, althans te dier tijde in staat moest worden geacht, structureel de lasten op te brengen die voortvloeien uit de financieringsstructuur zoals die is ontstaan bij de komst van de Apax-groep in 2004.’

De Ondernemingskamer stelde dat in het te bevelen onderzoek:

‘mede aandacht [dient] te worden besteed aan de vraag in hoeverre ten onrechte advieskosten ten laste zijn gekomen van Holding onderscheidenlijk PCM’.

### *Strategie*

De verzoekers stelden verder dat Apax een bepalende rol in PCM's investeringspolitiek had, terwijl de te volgen strategie onvoldoende was uitgekristalliseerd, waardoor de kiem gelegd werd voor de mislukking van dit strategische beleid tot heden. De Ondernemingskamer vraagt of de toetreding van Apax met de ‘voor PCM belastende gevolgen noodzakelijk was uit een oogpunt van zekerstellen van de continuïteit van de vennootschap’. De Ondernemingskamer vraagt zich in dit verband verder af:

‘(...) welke bijdrage de Apax-groep heeft geleverd aan de strategie van PCM en of, en zo ja, op welke wijze, de betrokkenheid van de Apax-groep bij PCM, inclusief de beëindiging daarvan, *in het vennootschappelijk belang van PCM was en dat belang mogelijk heeft geschaad*’, (cursivering door auteur)

temeer nu de lasten die Holding op zich nam zijn aangegaan

‘(...) teneinde de koopprijs van de aandelen in PCM te voldoen en niet [zien] op de verwerving van additionele middelen door Holding onderscheidenlijk PCM ten behoeve van investeringen in nieuwe acquisities onderscheidenlijk de bedrijfsvoering anderszins’.

### *Managementparticipatieregeling*

De verzoekers stelden dat de uitkomsten van de managementparticipatieregeling in schril contrast stonden met de financiële situatie waarin PCM verkeerde. De Ondernemingskamer werpt in dat verband de vraag op of ‘*het vennootschappelijk belang van PCM ermee gediend was dat de managementparticipatieregeling werd geïntroduceerd*’. De Ondernemingskamer begrijpt dat dit één van de voorwaarden was van Apax om toe te treden als aandeelhouder.

### *Exit*

De verzoekers stelden verder dat vanaf het moment dat PCM de aandeelhoudersleningen grotendeels afbetaalde met een nieuwe banklening, het streven naar basisverbreding feitelijk niet meer haalbaar werd. De Ondernemingskamer overweegt dat de betekenis en betrokkenheid van Apax bij de besluitvorming van PCM moet worden onder-

zocht, en de vraag hoe het vertrek van de bestuurders en commissarissen is te duiden. De Ondernemingskamer verstaat bij haar overwegingen dat:

‘verzoekers stellen dat bij de Apax-groep onvoldoende sprake was van *commitment* bij de onderneming van PCM, het *vennootschappelijk belang van PCM en de continuïteit van de bedrijfsvoering van PCM* en dat zij vooral was gericht op het eigen rendement [van Apax]’. (cursivering door auteur)

Op grond van deze redenen gelast de Ondernemingskamer een onderzoek naar de juistheid van het beleid bij PCM met betrekking tot het toetreden, optreden en uittreden van Apax.

De Ondernemingskamer ‘vereenzelvigt’ daarbij PCM en Holding, waarbij zij overweegt dat de lasten voortvloeiend uit de betalingsverplichtingen van Holding

‘slechts kunnen worden voldaan uit baten die Holding uit de deelneming [in] PCM geniet dan wel uit leningen die door PCM daartoe aan Holding worden verstrekt en door PCM – zo ligt daarin besloten – kunnen worden opgebracht en dat in zoverre sprake is van een financiële en economische eenheid tussen Holding en PCM’.

In het kader van dit artikel ga ik hier niet verder op in.

### **Het vennootschappelijk belang**

De Ondernemingskamer kan een onderzoek gelasten als er een reële mogelijkheid bestaat dat er sprake is van een zodanig ernstig onzorgvuldig of laakbaar handelen van de vennootschap dat elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap zijn geschonden.<sup>1</sup> In zowel de stellingen van de verzoekers als de overwegingen van de Ondernemingskamer wordt een aantal keer verwezen naar het vennootschappelijk belang van PCM. Zoals uit de hiervoor geciteerde passages uit de beschikking blijkt, weeft de Ondernemingskamer veel van de argumenten van de verzoekers in haar overwegingen die leiden tot het gelasten van een onderzoek.

### *Reikwijdte van het begrip*

Artikel 2:140/250 BW schrijft voor dat de raad van commissarissen van een vennootschap zich bij zijn taakvervulling dient te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Algemeen wordt aangenomen dat dat evenzeer geldt voor het bestuur van de vennootschap.

Het vennootschappelijk belang wordt door Maeijer aangeduid als het belang dat de vennootschap en haar onderneming heeft bij haar gezonde bestaan, uitgroei en voort-

---

1. HR 18 november 2005, NJ 2006, 173 (Unilever).

bestaan met het oog op het door haar te bereiken doel.<sup>2,3</sup> Van Schilfgaarde/Winter stellen daartegenover dat het belang van de gezamenlijke aandeelhouders een te onderscheiden groepsbelang is, waarbij het rendement van het in de vennootschap gestoken kapitaal centraal staat.<sup>4</sup> Blanco Fernández gaat nog een stap verder en verdedigt dat het belang van de gezamenlijke aandeelhouders doorslaggevend is, of dat het vennootschappelijk belang zelfs uitsluitend het belang van de gezamenlijke aandeelhouders zou moeten dienen.<sup>5</sup> Dat het aandeelhoudersbelang daarbij op de voorgrond staat, valt te rechtvaardigen: de aandeelhouders financieren de vennootschap met risicodragend kapitaal.<sup>6</sup> Overigens kan daarbij worden opgemerkt dat de aandeelhoudersleningen die doorgaans worden gebruikt bij *private equity*-transacties, materieel zijn te beschouwen als risicodragend kapitaal: door de omvang van hun achterstelling en hun structurering zijn ze vergelijkbaar met een fiscaal vriendelijke vorm van financieringspreferente aandelen met een hoog, vastgesteld dividendrecht.

Het vennootschappelijk belang geldt als richtsnoer voor het bestuur en de raad van commissarissen. Het bestuur is het orgaan dat de verschillende deelbelangen moet afwegen, en moet beoordelen of het te voeren beleid doelmatig en rechtmatig is. Van den Ingh werkt dit aldus uit dat, wil er sprake zijn van rechtmatig beleid, er niet onevenredig afbreuk mag zijn gedaan aan één of meer deelbelangen. Bij doelmatigheid is de beste keuze in bedrijfseconomisch opzicht leidend, waarbij de continuïteit van de vennootschap een belangrijke toets vormt.<sup>7</sup>

Aandeelhouders behoeven het vennootschappelijk belang niet als richtsnoer te hanteren bij hun handelen en mogen in beginsel hun eigen belang nastreven.<sup>8</sup> Die vrijheid van handelen wordt wel beperkt door de leerstukken van onrechtmatige daad en misbruik van bevoegdheid (art. 3:13 BW). Een aandeelhouder kan daarnaast onder omstandigheden bij een ernstig bedreigende financiële

situatie een 'ingrijpplicht' hebben, maar hiervan lijkt in casu geen sprake te zijn.<sup>9</sup>

### Handelen in strijd met het vennootschappelijk belang

Als we de gegronde redenen die de Ondernemingskamer noemt voor het gelasten van een onderzoek, vergelijken met de hiervoor weergegeven invulling van het begrip vennootschappelijk belang, levert dat het volgende beeld op.

#### *Financieringsstructuur*

Apax en de besturen en raden van commissarissen van Holding en PCM zijn akkoord gegaan met de herstructurering van het aandeelhouderschap en het aannemen van een bepaalde financieringsstructuur. Die structuur heeft ertoe geleid dat de reserves van PCM zijn aangebroken en de winst van PCM is geminimaliseerd, terwijl deze reserves en andere uitkeringen zijn toegevallen aan de aandeelhouders.

Het invoeren van een efficiëntere (en fiscaal vriendelijkere) financieringsstructuur om het rendement op het geïnvesteerd vermogen van aandeelhouders te vergroten, komt ook bij andere (met name beursgenoteerde) bedrijven voor. De winst kan dan boekhoudkundig laag zijn, terwijl met de *cashflow* niets aan de hand hoeft te zijn. Dit wordt niet beoordeeld in de beschikking.

Een te beantwoorden vraag is of de continuïteit van de vennootschap op het spel heeft gestaan. Zo ja, dan valt het het bestuur en de commissarissen mogelijk te verwijten dat zij hebben gehandeld in strijd met het vennootschappelijk belang door akkoord te gaan met het invoeren van een dergelijke financieringsstructuur.

#### *Strategie*

Het opstellen en uitvoeren van een strategie is een taak van het bestuur, waarbij het bestuur zich uiteraard mede zal laten leiden door de wensen van aandeelhouders. De Ondernemingskamer vraagt zich af wat de bijdrage van Apax is geweest aan de strategie van PCM, en of de toetreding van Apax in het belang van de vennootschap is geweest,

'waarbij [het er niet aan afdoet] dat de keuze voor de Apax-groep tot stand kwam na een procedure met raadpleging van *stakeholders* en dat ook over de wijze waarop na toetreding van de Apax-groep het aandeelhouderschap van PCM werd gestructureerd en gefinancierd overleg heeft plaatsgevonden met verschillende betrokken partijen'.

Apax had zich gecommitteerd aan de door PCM gewenste acquisitiestrategie. Het feit dat na de toetreding van Apax een belangrijke investeringsmogelijkheid werd gemist en bestuurders en commissarissen vervolgens geen overeenstemming konden bereiken over de acquisitiestrategie, kan

2. Asser/Maeijer 2-III, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000, nr. 93. Zie ook J.M.M. Maeijer, *Het belangenconflict in de naamloze vennootschap*, Inaugurale rede, Deventer: Kluwer 1964.

3. Zie verder W.J. Slagter, *Compendium van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2005, p. 11-14 en L. Timmerman, *Ondernemingsrecht en economische orde*, SEW 1977, p. 288-304.

4. Van Schilfgaarde/Winter, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2006, nr. 4.

5. J.M. Blanco Fernández, *De rechtmatigheidsgronden van stemovereenkomsten*, WPNR (2005) 6626, p. 514-520.

6. A.G. Maris, *invloed en zeggenschap van aandeelhouders, werknemers en afnemers in de grote NV*, in: I.P. Asscher-Vonk e.a. (red.), *Onderneming en werknemer*, Serie Onderneming en Recht, deel 22, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2001, p. 135-165.

7. F.J.P. van den Ingh, *De bevelsstructuur in de vennootschap*, in: L. Timmerman e.a., *Concernverhoudingen*, Deventer: Kluwer 2002, p. 13-27.

8. HR 30 juni 1944, NJ 1944, 465 (Wennex), zie ook Blanco Fernández, 2005, p. 514-520.

9. Zie onder meer HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (OGEM) en Rb. Utrecht 12 december 2007 (Ceteco), JOR 2008, 10 m.nt. S.M. Bartman.

---

de Ondernemingskamer hebben beschouwd als een gegronde reden om te twijfelen aan een juist beleid.

De vraag of het besluit van PCM om Apax te laten toetreden als aandeelhouder met het oog op het uitvoeren van een bepaalde strategie in strijd was met het vennootschappelijk belang, zullen de onderzoekers moeten beantwoorden, maar een bevestigend antwoord lijkt mij nog niet zo evident. De in de beschikking weergegeven feiten en omstandigheden geven mij geen aanleiding te veronderstellen dat de continuïteit van de vennootschap in het geding is geweest. De interne onenigheid kan uiteraard wel een weer-  
Dit artikel uit Vennootschap & Onderneming is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme lezer

slag hebben gehad op de beoogde groei van PCM.

#### *Managementparticipatieregeling*

Bij de invoering van de managementparticipatieregeling lijken de belangen van werknemers niet onevenredig te zijn geschon- den, zodat strijdigheid met het vennootschappelijk belang ook hier niet direct kan worden aangenomen. Enige achteruitgang van de werkgelegenheid, arbeidsvoorwaarden of arbeids- omstandigheden is niet aangevoerd in deze procedure.

#### **Apax als aandeelhouder**

Zoals gezegd mag een aandeelhouder in principe zijn eigen belang nastreven, met als 'ondergrens' onrechtmatig hande- len en misbruik van aandeelhoudersmacht. De Onder- nemingskamer lijkt hier en daar (zie de citaten hiervoor) te suggereren dat het vennootschappelijk belang ook het richt- snoer voor aandeelhouders vormt. Uiteraard kan een (ern- stige) schending door het bestuur van het vennootscape- lijk belang in bepaalde omstandigheden ook onrechtmatig handelen van een aandeelhouder of misbruik van aandeel- houdersmacht opleveren. Uit de in de beschikking weer- gegeven feiten en omstandigheden vloeit niet zonder meer voort dat dit in casu het geval was.

#### **Conclusie**

Als het rendement op het eigen vermogen bij een vennoot- schap opgekrikt kan worden door het toepassen van een efficiëntere financieringsstructuur of het volgen van een bepaalde strategie, zonder dat de continuïteit van de ven- nootschap wordt bedreigd of andere belangen (zoals van werknemers) onevenredig worden geschaad, zal er niet snel sprake zijn van strijdigheid met het vennootschappelijk belang. Het valt echter te betwijfelen of het een aandeelhou- der-investeerder in de hiervoor beschreven constellatie kan worden aangerekend dat de wijze van zijn toe-, op- en uit- treden in strijd was met het door het bestuur en raad van commissarissen te behartigen vennootschappelijk belang. Dat de Ondernemingskamer onderzoek laat doen naar de onenigheid in de top en de besluitvormingsprocessen rond de toe- en uittreding valt te begrijpen. De periode tussen 2004 en 2007 was voor PCM geen *smooth ride*, en ook voor de investeerders, afgezien van een behoorlijk rendement, misschien niet het droomscenario van groei.

*Mr. drs. D. Dorst  
Clifford Chance*