

De veranderende rol van de commissaris

*Mr. D. Baas**

Inleiding

Bij het bestuderen van het onderzoeksrapport in de zogenoemde PCM-zaak komt een aantal vragen op, onder andere met betrekking tot de taak en de rol van de raad van commissarissen (RvC).

In januari 2008 gelastte de Ondernemingskamer een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken bij uitgeverconcern PCM. De onderzoekers hebben bij dit onderzoek de rol die de Britse private equity-investeerder Apax bij PCM heeft vervuld, uitgebreid tegen het licht gehouden. Dit is op zichzelf al interessant, omdat voor het eerst de betrokkenheid van een private equity-investeerder zo uitvoerig is onderzocht. In de Stork-zaak oordeelde de Ondernemingskamer in 2007 overigens dat een onderzoek naar de interne huishouding van individuele aandeelhouders (in casu private equity-investeerder Centaurus) buiten het kader van een enquêteprocedure valt.¹ Wel hadden de onderzoekers de mogelijkheid om het gedrag van Centaurus c.s. als aandeelhouders te toetsen.

In het onderzoeksrapport wordt ook een aantal interessante conclusies getrokken over de rol van het bestuur en de RvC van PCM bij de transactie met Apax. Vooral het feit dat de RvC ermee heeft ingestemd dat PCM een omvangrijke geldlening aanging, met alle bijbehorende rentelasten en aflossingsverplichtingen, teneinde de overname van haar eigen aandelen (deels) te financieren, heeft de bijzondere belangstelling van de onderzoekers. Deze conclusies en de gevolgen die mijns inziens hieruit mogelijkterwijs voortvloeien voor commissarissen, zal ik bespreken.

Taak RvC

In zijn oorspronkelijke opzet is de RvC het orgaan dat toezicht houdt op het bestuur. De RvC dient zich te richten naar het belang van de vennootschap.² De RvC dient toezicht te houden op het door het bestuur gevoerde beleid en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Naast het houden van toezicht is de essentie van de taak van de RvC gelegen in het geven van advies aan het bestuur en de aandeelhouders. De RvC heeft een bijzondere zorgplicht, onder meer ten opzichte van minderheidsaandeelhouders.³

Wanneer men de rol en de taak van de RvC onder de loep neemt, is het ook interessant om aandacht te besteden aan de verschillen tussen het *stakeholdersmodel* en het *shareholdersmodel*.

In Nederland is de algemene opvatting dat het bestuur en de RvC bij het besturen van de vennootschap de belangen van werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, klanten en toeleveranciers in acht dienen te nemen. Een aantal van die belangen is gebundeld en geïnstitutionaliseerd, zoals die van de aandeelhouders (in de algemene vergadering) en die van de werknemers (in de ondernemingsraad).

Deze benadering wordt ook wel aangeduid als het *stakeholdersmodel*, waarbij alle bij de onderneming betrokken belangen meegewogen moeten worden.

In de Angelsaksische wereld daarentegen, worden aandeelhouders gezien als ondernemers die geld verstrekken om een onderneming te doen drijven. De aandeelhouders zijn de eigenaren van de vennootschap en beslissen wat er met en in de vennootschap gebeurt. Het belang van alle andere partijen is ondergeschikt aan dit aandeelhoudersbelang. Deze benadering wordt aangemerkt als het *shareholdersmodel*.

In een aantal gevallen hebben activistische aandeelhouders van Nederlandse ondernemingen de laatste jaren geprobeerd (het beleid van) het bestuur en de RvC naar hun hand te zetten (onder andere bij VNU, Stork en ABN AMRO). In zekere zin werd aldus bekeken of er in Nederland een verschuiving van het stakeholdersmodel naar het shareholdersmodel kon worden afgedwongen door de aandeelhouders. Dit zou een aanzienlijke verandering van de rol en de taak van bestuur en RvC betekenen. In 2008 heeft de Hoge Raad zich hierover uitgesproken in de overnamestrijd rond ABN AMRO.

De Ondernemingskamer bepaalde in eerste instantie dat het bestuur en de RvC van ABN AMRO niet tot de verkoop van een belangrijke dochtervennootschap (LaSalle) hadden mogen overgaan zonder voorafgaande goedkeuring van de AVA.⁴ Het gevolg van de door de Ondernemingskamer ingezette lijn zou een verschuiving naar het shareholdersmodel inhouden, want het belang van de aandeelhouders kreeg prioriteit. De vrijheid van het bestuur en de RvC zou hierdoor aanzienlijk worden beperkt.

De Hoge Raad ging hier echter niet in mee. Aangezien LaSalle niet voldeed aan het in artikel 2:107a lid 1c BW opge-

* Mr. D. Baas is advocaat bij Loyens & Loeff te Amsterdam.

1. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, LJN AZ6440, JOR 2007, 42.

2. Van Schilfgaarde/Winter, Van de BV en de NV, Deventer: Kluwer 2009, p. 211.

3. Hof Amsterdam (OK) 7 mei 2008, JOR 2008, 195.

4. Hof Amsterdam (OK) 3 mei 2007, JOR 2007, 143.

nomen criterium (LaSalle vertegenwoordigde minder dan een derde van de waarde van de activa van de ABN AMRO Holding N.V.), had het bestuur volgens de Hoge Raad geen toestemming nodig van de aandeelhouders alvorens over te gaan tot de verkoop. De Hoge Raad herhaalde dat het belang van de *stakeholders* centraal dient te staan:

‘Het bestuur moet bij de uitoefening van zijn taken de belangen van de vennootschap en daaraan verbonden onderneming voortzetten en de belangen van alle betrokkenen waaronder de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking nemen.’

De wijze waarop de rol van de RvC moet worden ingevuld, volgt overigens niet alleen uit de wet en jurisprudentie, maar ook uit de Corporate Governance Code (hierna: de Code). De Code schrijft voor dat de vennootschap, en dus het bestuur en de RvC, dient te streven naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.⁵ Het bestuur en de RvC moeten de continuïteit van de onderneming in de gaten houden en zij zijn steeds verantwoordelijk voor het maken van een afweging van alle bij de vennootschap betrokken (deel)belangen.

De geactualiseerde Code die op 10 december 2008 door de commissie-Frijns is gepresenteerd, bevat twee nieuwe *best practice*-bepalingen die specifiek betrekking hebben op overnames en in het bijzonder op de tijdige betrokkenheid van de RvC bij het overnameproces.⁶ Hieruit blijkt dat men ook in de Code het stakeholdersmodel blijft volgen.

Paul Koster, bestuurder bij de AFM, stelde in een artikel in Het Financieele Dagblad vorig jaar al vast dat commissarissen vandaag de dag sneller moeten optreden.⁷ Hij concludeerde dat er zelfs situaties denkbaar zijn waarbij de commissarissen op de stoel van het bestuur kunnen en moeten gaan zitten.

Indien de RvC zich schuldig maakt aan een onbehoorlijke vervulling van de aan hem opgedragen taak lopen de commissarissen het risico dat zij aansprakelijk zijn gesteld voor hierdoor door de vennootschap geleden schade.

Aansprakelijkheid RvC

Interne aansprakelijkheid vloeit voor de commissaris voort uit artikel 2:9 jo. artikel 2:149/259 BW (onbehoorlijke taakvervulling). Externe aansprakelijkheid kan onder meer voortvloeien uit artikel 2:260 BW (misleidende voorstelling van zaken in de jaarrekening), artikel 2:248 BW (aansprakelijkheid jegens de boedel bij faillissement van de vennootschap⁸) en artikel 6:162 BW (onrechtmatige daad⁹).

5. Zie www.commissiecorporategovernance.nl/Corporate_Governance_Code.

6. Zie www.commissiecorporategovernance.nl/Corporate_Governance_Code.

7. Het Financieele Dagblad 28 maart 2008.

8. HR 28 juni 1996, NJ 1997 (Bodam Jachtservice).

9. Zie o.m. de Ceteco-zaak, Rb. Utrecht 12 december 2007, JOR 2008, 68.

De vennootschap kan de commissaris overigens niet vrijwaren voor aansprakelijkheid indien de betreffende commissaris zich opzettelijk schuldig heeft gemaakt aan een onbehoorlijke taakvervulling. Uiteraard kunnen commissarissen zich verweren tegen een aansprakelijkstelling. In dit verband is het van groot belang voor de RvC om zijn activiteiten en de wijze waarop besluitvorming tot stand komt, grondig te documenteren. De RvC kan niet volstaan met alleen toezien, informatie verzamelen en vaststellen, maar moet ook in staat zijn om aan te tonen dat een en ander tijdig en op zorgvuldige wijze is gebeurd.¹⁰ De onderzoekers in de PCM-zaak hebben dit, zoals hierna zal blijken, ook aangestipt.

Hierna zal ik ingaan op de PCM-zaak en daarna op de gevolgen die hieruit voortvloeien voor de rol van de RvC.

PCM

Uitgeversconcern PCM was in de jaren negentig een succesvolle onderneming, onder meer door de overnames van Meulenhoff & Co en NDU. Begin deze eeuw liepen de resultaten van PCM sterk terug en werd PCM bovendien geconfronteerd met een impasse in de besluitvorming als gevolg van een verschil van inzicht tussen het bestuur van de vennootschap en haar (toenmalige) meerderheidsaandeelhouder SDM. Dit verschil van inzicht leidde ertoe dat de verhouding tussen het bestuur en de RvC van PCM aan de ene kant en het bestuur van SDM aan de andere volledig verstoord was.

In november 2003 besloten de toenmalige aandeelhouders van PCM, na overleg met het bestuur en de RvC van PCM, om een veiling te organiseren waarin de helft van de aandelen PCM zou worden verkocht. Het doel van de verkoop was om de strategie van basisverbreding te kunnen implementeren. Hiermee werd bedoeld op het zoeken van uitgeefactiviteiten buiten het traditionele krantendomein, zodat het concern minder afhankelijk zou worden van de resultaten van de krantentak en van het conjunctuurverloop. De door de Ondernemingskamer benoemde onderzoekers concluderen in het onderzoeksrapport dat de strategie van basisverbreding feitelijk neerkwam op de verwerving van Malmberg of VBK.¹¹ Saillant detail is dat PCM in staat was om deze beide uitgeverijen te verwerven zonder dat daarvoor toetreding van een nieuwe aandeelhouder nodig was.

Daarnaast was er de wens om een aantal institutionele investeerders uit te kopen.

Op het moment van het kenbaar worden van het voorgenomen besluit tot de verkoop had de RvC, volgens de onderzoekers, al een drietal vragen voor dienen te leggen aan het bestuur en de aandeelhouders van PCM.

Allereerst had de RvC van het bestuur moeten eisen dat het aangaf hoe uitgewerkt en onderbouwd de strategie van basisver-

10. B.M. Prins & E.M.A. van Schoten, Voorkomen of genezen? Verplichtingen en aansprakelijkheidsstelling van commissarissen, O&F 2005, nr. 12, p. 53.

11. Onderzoeksrapport PCM, 12 december 2008, p. 12.

breiding feitelijk was. Daarnaast had de RvC zich af moeten vragen of het noodzakelijk was dat de strategie van basisverbreding en de uitkoop van de institutionele investeerders gelijktijdig plaatsvonden. Indien dit niet het geval was, dan konden er vraagtekens worden geplaatst bij de toetreding van een investeerder en had moeten worden onderzocht of niet volstaan had kunnen worden met het doen van een overname door PCM met gebruikmaking van haar eigen vermogen gecombineerd met haar eigen (forse) leencapaciteit. Ten slotte had de RvC de vraag kunnen stellen of er geen alternatieve financieringsvormen mogelijk waren om de beoogde doelstellingen te bereiken.

LBO

De veiling werd uiteindelijk 'gewonnen' door Apax. Deze Britse private equity-investeerder verwierf een (indirect) belang van 47% van de aandelen in het kapitaal van PCM.

Voor de transactie met Apax werd gekozen voor een zogenoemde *leveraged buyout* (LBO). Dit is een constructie die veel toegepast wordt in de private equity-wereld. Bij een LBO komt de financiering van de overname voor een substantieel deel ten laste van de targetonderneming zelf. Het betreft een financieringsmethode waarbij de overname van een onderneming voornamelijk wordt gefinancierd met geleend geld, dat later door het overgenomen bedrijf moet worden terugbetaald. De lening wordt aangetrokken door een nieuw op te richten vennootschap (*newco*) die tussen de target en de daadwerkelijke kopers wordt geplaatst. Hierdoor zijn de rentelasten van de lening fiscaal aftrekbaar voor de kopers. De *activa* van de overgenomen onderneming worden doorgaans als onderpand bij de lening gebruikt.

Ter illustratie

Voorbeeld 1. Een investeerder koopt een onderneming voor 100 en financiert deze overname volledig met eigen vermogen. Na vier jaar verkoopt de investeerder de onderneming voor 200. Hij maakt dus een rendement van 100, oftewel 100%.

Voorbeeld 2. De investeerder koopt dezelfde onderneming, maar financiert de koopprijs van 100 nu door middel van een LBO met 40 eigen vermogen en 60 lening van de bank. Na vier jaar verkoopt de investeerder de onderneming wederom voor 200. Eerst moet de lening (inclusief 10% rente per jaar, niet cumulatief) worden afgelost, 84 gaat dus naar de bank. Voor de investeerder resteert dan 116, terwijl hij maar 40 eigen vermogen heeft ingelegd. De investeerder realiseert dus een rendement van 290%!

Via een LBO kunnen *investeerders* een onderneming overnemen met een minimale inzet van eigen *kapitaal*. Het nadeel is dat de overgenomen onderneming opgezaaid wordt met een zware schuldenlast.

Het gewenste gevolg van deze constructie is dat er aantrekkelijke rendementen kunnen worden gerealiseerd bij een eventuele doorverkoop van de onderneming als gevolg van de hefboomwerking van vreemd vermogen. Essentieel hierbij is dat de

onderneming in staat is en blijft om de financiële belasting te kunnen dragen en daarnaast voldoende waardegroei doormaakt.

Hierna zal ik nader ingaan op de rol van de RvC van PCM bij de transactie met Apax.

RvC bij PCM

De onderzoekers bij PCM hebben benadrukt dat het een primaire taak is van het bestuur en de RvC om te toetsen of de nadelen van een financiële belasting, zoals hiervoor omschreven, wel opwegen tegen de voordelen. De onderzoekers menen dat een LBO-constructie, met een onderneming die zelfstandig aanzienlijke financiële lasten op zich neemt, niet per definitie in strijd is met het belang van de vennootschap.¹²

Geconcludeerd wordt verder dat de rol van het bestuur en de RvC bij een LBO wezenlijk afwijkt ten opzichte van hun rol bij 'normale' overnames. Immers, bij een LBO is de vennootschap een zelfstandig opererende partij bij de transactie die moet beslissen over de vraag of het in haar eigen belang is om deel te nemen in de LBO.¹³ Bij 'normale' overnames is de vennootschap geen partij, heeft de vennootschap geen eigen positie in het overnameproces en neemt de vennootschap ook geen financiële lasten op zich.

Cruciaal in het besluitvormingsproces bij PCM is volgens de onderzoekers een vergadering van de RvC in februari 2004 geweest.¹⁴ Toen bleek dat grootaandeelhouder SDM en de RvC het niet eens konden worden over de te volgen strategie. In dit verband is van belang om te realiseren dat PCM, zoals gezegd, al enige tijd kampte met besturingsproblemen die het gevolg waren van de verstoorde relatie met SDM.

SDM had een sterke voorkeur voor Apax en weigerde pertinent om strategische combinaties toe te laten tot de tweede ronde van de veiling. Twee van deze combinaties waren investeerders met een uitgeverij in hun portefeuille (te weten de eerdergenoemde uitgeverijen VBK en Malmberg). Een overname door een van deze partijen zou ertoe hebben geleid dat de strategie van basisverbreding gerealiseerd werd. Toch heeft SDM de RvC over weten te halen om in te stemmen met Apax als nieuwe aandeelhouder. Hierdoor liet de RvC toe dat zijn rol werd gemarginaliseerd. Alle belangrijke besluiten werden vervolgens feitelijk genomen door SDM en Apax.

Los van de vraag of er überhaupt een nieuwe aandeelhouder nodig was (eigen leencapaciteit van PCM was EUR 300 miljoen, ruim voldoende voor het doen van een overname), is het opvallend dat het bestuur en de RvC van PCM akkoord zijn gegaan met de keuze van Apax als nieuwe aandeelhouder.¹⁵ Apax had er nooit een geheim van gemaakt dat haar bedoeling was om voornamelijk te investeren in de krantentak van PCM en deze

12. Onderzoeksrapport PCM, 12 december 2008, p. 13.

13. Onderzoeksrapport PCM, 12 december 2008, p. 13-14.

14. Onderzoeksrapport PCM, 12 december 2008, p. 92-94.

15. Onderzoeksrapport PCM, 12 december 2008, p. 97.

verder uit te bouwen. Dit stond haaks op de door het bestuur en de RvC gekozen strategie van basisverbreding.

De onderzoekers achten het bijzonder kwalijk dat bestuur en RvC hebben nagelaten een grondige analyse te maken van de vraag of de toetreding van Apax (en dan met name door middel van een LBO) wel in het belang van de vennootschap was.¹⁶ Het ontbreken van een dergelijke analyse klemt volgens de onderzoekers des te meer nu het bestuur en de RvC wisten dat Apax zich niet zou committeren aan de door hen gekozen en goedgekeurde strategie van basisverbreding.

Op het moment dat duidelijk werd dat PCM zou worden overgenomen door een (private equity-)investeerder had de RvC volgens de onderzoekers wederom een drietal vragen kunnen en moeten stellen. Allereerst had de RvC moeten informeren hoe de strategie van basisverbreding gerealiseerd zou worden door de voorgenomen transactiestructuur. In het verlengde hiervan kon men zich afvragen of er geen voor de vennootschap minder belastende financieringsvormen mogelijk waren om kapitaal te vergaren (bijvoorbeeld door middel van een uitgifte van aandelen). Kortom, was het wel noodzakelijk om voor een buy-out te kiezen? Ook de vraag of de vennootschap wel in staat zou zijn om de financiële (aflossing en rente) lasten op te brengen, is door de RvC ten onrechte niet gesteld.

In de Code wordt stilgestaan bij het spanningsveld dat in overnamesituaties binnen een vennootschap kan ontstaan tussen het bestuur en de RvC enerzijds en de aandeelhouders anderzijds. Overnamesituaties vergen van bestuur en RvC dat, naast het verkrijgen van de hoogst mogelijke prijs voor de aandelen, ook andere relevante belangen in voldoende mate worden meegewogen. Mijns inziens wijzen de onderzoekers er terecht op dat bij LBO's in de eerste plaats (vanwege het feit dat de vennootschap aanzienlijke financiële lasten op zich neemt) van de RvC een bijzondere betrokkenheid mag worden gevergd.¹⁷

Vanwege de grote schuldenlast en de daarmee gepaard gaande rente en aflossingsverplichtingen was PCM na de transactie niet langer in staat om zelfstandig, zonder hulp van haar aandeelhouders, investeringen van enige importantie te doen. Zoals gebruikelijk werd tussen Apax en de andere aandeelhouders van PCM een aandeelhoudersovereenkomst gesloten waarin onder meer afspraken werden gemaakt voor het doen van toekomstige overnames door PCM. Op dat moment hadden bestuur en RvC moeten en kunnen weten dat zij een grote fout hadden gemaakt. De overeenkomst bevatte geen enkele juridisch afdwingbare verplichting voor Apax om in te stemmen met en bij te dragen aan acquisities. Weliswaar is het niet verwonderlijk dat Apax weigerde om vast te leggen dat zij gedwongen zou kunnen worden tot het doen van additionele investeringen wanneer bestuur en RvC dat wensten, maar tekenend voor de machteloosheid van bestuur en RvC is het wel.

Een gevolg van de LBO was dat SDM en Apax vrijwel alle beslissingsmacht naar zich toe hadden weten te trekken. Dit vind ik een kwalijke zaak; het is niet aan de aandeelhouders om zoveel zeggenschap te hebben over de gang van zaken binnen een onderneming. De rol van het bestuur en de RvC bij PCM was gemarginaliseerd. Echter, het bestuur en de RvC hadden dit volledig aan zichzelf te wijten. Zij hebben toegestaan dat SDM het initiatief in het verkoopproces naar zich toe trok en haar keuzes doordrukte.

Conclusie

Zoals gezegd, hebben activistische aandeelhouders in een aantal gevallen geprobeerd ondernemingen ertoe te bewegen het stakeholdersmodel in te ruilen voor het shareholdersmodel. De Hoge Raad heeft bij de ABN AMRO-zaak deze ontwikkeling een halt toegeroepen. Daarmee is (voorlopig) voorkomen dat aandeelhoudersbescherming ten koste gaat van de bevoegdheden van bestuur en RvC.

Van de commissaris mag tegenwoordig veel worden verwacht en zijn rol is veel actiever geworden.

De RvC moet de continuïteit van de onderneming in de gaten houden en hij dient daartoe steeds een afweging te maken van alle bij de vennootschap betrokken (deel)belangen. De RvC houdt toezicht op het door het bestuur gevoerde beleid en op de algemene gang van zaken in de onderneming en wordt geacht zelfstandig relevante informatie in te winnen. Bovendien moet de RvC onder bepaalde omstandigheden (een voorgenomen overname van de onderneming, maar ook een falende strategie) hard ingrijpen als dat nodig is. De RvC mag niet blind vertrouwen op toezeggingen van bestuur en/of aandeelhouders en heeft een eigen, zelfstandige verantwoordelijkheid die veel verder gaat dan tot voor kort werd aangenomen.

Na het lezen van deze bijdrage werpt zich wellicht de vraag op waarom iemand überhaupt nog zitting zou willen nemen in een RvC. Men wordt geacht actief mee te denken met het bestuur, relevante stukken moet men zorgvuldig bestuderen, alle beslissingen van de RvC moeten verantwoord kunnen worden, men moet ingrijpen wanneer het belang van de vennootschap dat vraagt, en als men ergens een steek laat vallen, hang je en ben je als commissaris misschien wel aansprakelijk.

Het is van groot belang dat commissarissen zich bewust zijn van de risico's die hun positie met zich mee kan brengen. Wellicht levert dit artikel een bescheiden bijdrage aan dergelijk bewustzijn.

16. Onderzoeksrapport PCM, 12 december 2008, p. 186.

17. Onderzoeksrapport PCM, 12 december 2008, p. 97.