

# Wanbeleid bij PCM en gevolgen voor de *private equity*-praktijk

Mr. M. V. C. H. Rijnja \*

## Inleiding

Op 27 mei 2010 heeft het Hof Amsterdam (OK) vastgesteld dat sprake was van wanbeleid bij PCM Holding B.V. (hierna: PCM Holding) en PCM Uitgevers B.V. (hierna: PCM Uitgevers en tezamen met PCM Holding: PCM) in de periode rondom de participatie door het Engelse *private equity*-huis APAX.<sup>1</sup> De enquête is geëntameerd door de Nederlandse Vereniging van Journalisten en FNV Kiem (hierna gezamenlijk: Bonden).

In deze beschikking oordeelt het Hof Amsterdam (OK) over een aantal kenmerken van *private equity*-transacties, zoals financiering met relatief veel vreemd vermogen gevolgd door *debt push down*, participatieregelingen voor het (hoger) management en doorbelasting van de kosten van de overname aan de vennootschap. Hierna zal worden besproken welke feiten ten grondslag liggen aan het wanbeleidoordeel van het Hof Amsterdam (OK). Daarnaast zal aandacht worden besteed aan de (mogelijke) gevolgen voor de *private equity*-praktijk.

## Feiten

PCM Uitgevers, uitgever van dagbladen en boeken, was tot 2004 in handen van de Stichting Democratie en Media (57,4%) (hierna: SDM), Stichting de Volkskrant (5,8%) (hierna: SDV) en de Stichting ter Bevordering van de Christelijke Pers in Nederland (1,8%) (hierna: SCP). De overige 35% van de aandelen werd gehouden door drie institutionele aandeelhouders. SDM, SDV en SCP hielden gewone aandelen en de institutionele aandeelhouders hielden cumulatief preferente aandelen (hierna: Cumprefs).

Met de institutionele aandeelhouders was overeengekomen dat PCM Uitgevers de Cumprefs begin 2006 zou inkoop. Indien PCM Uitgevers de Cumprefs niet voor 1 mei 2006 had ingekocht, kregen de institutionele aandeelhouders een extra winstrecht en mochten zij de Cumprefs vrijelijk overdragen. In de periode 1999-2003 vertoonden het bedrijfsresultaat en de winst van PCM Uitgevers een neerwaartse trend.

Sinds de totstandkoming van het PCM Uitgevers-concern kampte het met besturingsproblemen. Deze problemen werden veroorzaakt door het spanningsveld tussen enerzijds de rol van SDM, SDV en SCP als identiteitsbewakers bij de indivi-

duële kranten en het ontbreken van verantwoording van deze stichtingen aan een hoger orgaan en anderzijds het belang van het PCM Uitgevers-concern als geheel. PCM Uitgevers heeft dit probleem al in 2001 onderkend, maar niet afdoende kunnen oplossen.

## Strategische heroriëntatie

Tegen de achtergrond van de cyclische aard van het kranten-uitgeversbedrijf heeft PCM Uitgevers in de jaren negentig een strategie van basisverbreding voorgestaan. Doel hiervan was om het boekuitgeversbedrijf te versterken en verder uit te breiden door middel van acquisities. Als realistische overnamekandidaten werden uitgevers VBK en Malmberg gezien, beide eigendom van *private equity*-partijen. Hoewel PCM Uitgevers een dergelijke acquisitie door middel van bankleningen kon financieren, ontstond in 2003 de gedachte dat de basisverbreding en de inkoop van de Cumprefs gelijktijdig plaats moesten vinden. De hiermee gemoeide kosten werden wisselend geschat op EUR 400 tot 700 miljoen, die PCM niet zelfstandig kon financieren.

Het bestuur heeft hierop geconcludeerd dat PCM Uitgevers voor gelijktijdige implementatie van de strategie van basisverbreding en de inkoop van de Cumprefs was aangewezen op een financieel krachtige (meerderheids)aandeelhouder. Uit het onderzoeksrapport blijkt dat geen heldere analyse van het bestuur en de raad van commissarissen ten grondslag lag aan de beslissing om gelijktijdig de Cumprefs te herfinancieren en de basisverbreding te bereiken.

Het was echter wel duidelijk dat een financiële partij alleen als aandeelhouder zou toetreden in de vorm van een *leveraged buy-out*, waarbij de financiering, rentelasten en kosten zo veel mogelijk voor rekening van PCM Uitgevers zouden komen.

## Toetreding APAX tot de kring van aandeelhouders

PCM Uitgevers en haar aandeelhouders hebben gekozen voor een veilingverkoop in twee stappen. In de eerste ronde hebben veertien partijen een *non-binding offer* neergelegd, waaronder de eigenaren van VBK en Malmberg. De raad van commissarissen en het bestuur van PCM Uitgevers enerzijds en het bestuur van SDM anderzijds verschilden van mening over de vraag of de eigenaren van VBK en Malmberg moesten worden toegelaten tot de tweede ronde. Uiteindelijk zijn zij overeenkomstig de wensen van SDM niet toegelaten tot de tweede ronde.

\* Mr. M.V.C.H. Rijnja is als advocaat werkzaam bij Stibbe.

1. Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, LJN BM5928 (PCM).

Naar aanleiding van de *binding offers* in de tweede ronde hebben de raad van commissarissen en het bestuur van PCM Uitgevers besloten om op basis van exclusiviteit verder te onderhandelen met APAX. Deze onderhandelingen zijn gevoerd door SDM. De raad van commissarissen en het bestuur van PCM Uitgevers zijn hierbij nauwelijks betrokken geweest. Deze onderhandelingen hebben uiteindelijk geresulteerd in toetreding van APAX als aandeelhouder in PCM Uitgevers.

De toetreding van APAX werd vormgegeven via een holdingvennootschap, PCM Holding. PCM Holding kreeg de middelen ter betaling van de koopprijs van ongeveer EUR 610 miljoen en de hiermee gemoeide kosten van ongeveer EUR 30 miljoen door middel van:

1. storting op gewone aandelen PCM Holding van EUR 1 miljoen;
2. agiostorting door SDM van EUR 60 miljoen op één cumulatief preferent aandeel;
3. achtergestelde aandeelhoudersleningen van APAX Investments Sarl (hierna: APAX Investments), SDM, SDV en SCP van in totaal EUR 219 miljoen. De verschuldigde rente van 12,36% per jaar werd opgeteld bij de hoofdsom;
4. IRR Linked Loans van SDM, SDV en SCP van in totaal EUR 60 miljoen. Het rendement hierop was gekoppeld aan het door APAX Investments te behalen voordeel bij uittreding; en
5. bankleningen van in totaal EUR 300 miljoen.

De uiteindelijke aandeelhoudersverhoudingen binnen PCM Holding waren na afloop van de transactie als volgt: APAX Investments 52,5%, SDM 41,9%, SDV 4,2% en SCP 1,4%.

### *Managementparticipatieregeling*

Om het (hoger) management te laten participeren in de transactie is op voorstel van APAX een managementparticipatieregeling opgezet voor leden van het (hoger) management van PCM. Deze regeling werd vormgegeven door middel van een Stichting Administratiekantoor PCM Investments (hierna: STAK PCM Investments). STAK PCM Investments participeerde via een belang in APAX Investments voor ongeveer 5% in PCM Holding. Op grond van deze regeling kon het (hoger) management tegen zeer gunstige voorwaarden deelnemen aan de transactie met APAX. De beëindiging van de managementparticipatieregeling was gekoppeld aan de eventuele uittreding van APAX. Bij beëindiging van de managementparticipatieregeling ontvingen de deelnemende managers uiteindelijk ongeveer tienmaal hun (grotendeels door PCM Holding gefinancierde) inleg.

### *Aflossing aandeelhouderslening van APAX*

In 2006 vond een herfinanciering plaats waarbij de bankleningen werden verhoogd tot EUR 360 miljoen. Vervolgens zijn de door APAX Investments verstrekte aandeelhouderslening en de opgebouwde rente van ongeveer EUR 130 miljoen afgelost. Ten tijde van deze aflossing zijn APAX Investments, SDM, SDV, SCP en PCM Holding overeengekomen dat

APAX Investments het afgeloste bedrag zou herinvesteren, indien zich een mogelijkheid zou voordoen om de basisverbreding te realiseren. Deze afspraak was echter niet bindend en deze herinvestering heeft nooit plaatsgevonden.

### *Uittreding APAX uit de kring van aandeelhouders*

Op 26 maart 2007 hebben APAX Investments en STAK PCM Investments hun belang in PCM Holding verkocht aan SDM voor ongeveer EUR 100 miljoen. Het totale gerealiseerde rendement voor APAX tijdens het drie jaar durende aandeelhouderschap in PCM bedroeg ongeveer EUR 130 miljoen op een investering van ongeveer EUR 140 miljoen.

### *Corporate governance*

De raad van commissarissen van PCM Holding bestond uit vijf leden, waarvan twee leden werden benoemd door APAX Investments, één lid door SDM, SDV en SCP gezamenlijk, één lid door de centrale ondernemingsraad en de voorzitter door de vier overige leden. Het bestuur van PCM Holding bestond uit drie leden. In 2006 zijn twee nieuwe bestuurders aangetreden, namelijk A.J. aan de Stegge (hierna: Aan de Stegge) als voorzitter en P.J. Alberdingk Thijm (hierna: Alberdingk Thijm).

Als gevolg van de uittreding van APAX Investments zijn de twee door haar benoemde commissarissen per 26 maart 2007 afgetreden.

Op 27 maart 2007 berichtte *de Volkskrant* dat PCM en NDC Mediagroep, uitgever van onder andere *De Leeuwarder Courant*, in gesprek waren over een mogelijke fusie. Op dat moment waren het bestuur en de raad van commissarissen met uitzondering van één bestuurder en één (door SDM benoemde) commissaris niet op de hoogte van deze fusiesprekken.

Deze ene commissaris deelde op 27 maart 2007 aan Alberdingk Thijm het voornemen mee om hem te ontslaan en aan Aan de Stegge dat hij in de nieuwe combinatie niet langer de rol van voorzitter van het bestuur zou vervullen. Dit was voor Aan de Stegge aanleiding om ontslag te nemen. Op 7 april 2007 is Alberdingk Thijm eveneens afgetreden. Zowel Alberdingk Thijm als Aan de Stegge heeft een vertrekpremie van twee jaarsalarissen ontvangen en zijn belang in de managementparticipatieregeling behouden.

Naar aanleiding van het eenzijdige optreden van SDM en de – door SDM benoemde – commissaris zijn twee van de drie overgebleven commissarissen op 11 april 2007 afgetreden. In korte tijd zijn dus twee van de drie bestuurders en vier van de vijf commissarissen teruggetreden.

### **Vaststelling van wanbeleid en de verzochte voorzieningen**

Naar aanleiding van de voornoemde feiten hebben de Bonden het Hof Amsterdam (OK) verzocht vast te stellen dat binnen PCM sprake was van wanbeleid. Daarnaast hebben de Bonden

het Hof Amsterdam (OK) verzocht bij wijze van voorziening een aantal besluiten te vernietigen, waaronder de decharge-besluiten ten aanzien van het bestuur en de raad van commissarissen van PCM Holding over de jaren 2004-2007.

### Gronden van de beschikking

Het Hof Amsterdam (OK) oordeelt dat sprake was van wanbeleid bij PCM over de periode 1 januari 2004 tot en met 2 juli 2007. In de kern legt het Hof Amsterdam (OK) hieraan drie omstandigheden ten grondslag, namelijk de gang van zaken rondom (1) de *leveraged buy-out* en de keuze voor APAX, (2) de managementparticipatieregeling en (3) de corporate governance.

#### *De leveraged buy-out en de keuze voor APAX*

Ten aanzien van de *leveraged buy-out* oordeelt het Hof Amsterdam (OK) – in navolging van de onderzoekers – dat een *leveraged buy-out* een aanzienlijke financiële belasting oplevert. Het is dan ook aan het bestuur en in het bijzonder aan de raad van commissarissen om rekening te houden met het vennootschappelijk belang. In dit kader moeten zij het:

‘dan ook tot hun taak (...) rekenen de door de betrokken vennootschap beoogde en redelijkerwijs te behalen, aan een [leveraged buy-out] 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 [leveraged buy-out] verleent, voldoende gewaarborgd zijn.’<sup>2</sup>

De Ondernemingskamer oordeelt verder dat de toetreding van APAX een aanzienlijke lastenverzwaring heeft meegebracht, waardoor PCM in feite niet in staat was haar strategie van basisverbreding te realiseren zonder steun van de aandeelhouders. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben in dit kader nagelaten om afdoende en afdwingbare waarborgen te creëren op grond waarvan de aandeelhouders in een voorkomend geval de uitvoering van de strategie (financieel) moesten ondersteunen.

Voorts hebben het bestuur en de raad van commissarissen zich te lijdelijk opgesteld in de onderhandelingen met potentiële overnamekandidaten. Hoewel het bestuur en de raad van commissarissen tijdens het verkoopproces een voorkeur hadden voor andere (strategische) kandidaten, hebben zij het besluit van SDM gevolgd om met twee financiële partijen door te onderhandelen. Hiermee is naar het oordeel van het Hof Amsterdam (OK) feitelijk de strategie van basisverbreding verlaten.

De Ondernemingskamer oordeelt dan ook dat:

2. Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, LJN BM5928, r.o. 3.2 (PCM).

‘het in de cruciale besluitvormingsfase heeft ontbroken aan voldoende afweging (...) van voor- en nadelen van de [leveraged buy-out] door degenen op wier weg het lag die afweging te maken, primair het bestuur van PCM [uitgevers] en de raad van commissarissen’.<sup>3</sup>

En

‘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 [uitgevers] onderscheidenlijk [PCM] Holding van onverantwoord ondernemerschap.’<sup>4</sup>

#### *Managementparticipatieregeling*

Ten aanzien van de managementparticipatieregeling oordeelt het Hof Amsterdam (OK):

‘Een dergelijke managementparticipatieregeling, hoewel op zich geen ongebruikelijk instrument, houdt naar haar aard het risico van conflicting interests in (...)’.<sup>5</sup>

De Ondernemingskamer acht het risico op tegenstrijdige belangen nog klemmender in het licht van het maatschappelijke karakter van het krantenbedrijf en de ideële doestellingen van SDM, SDV en SCP.

De managementparticipatieregeling heeft de verhoudingen binnen PCM Uitgevers ernstig verstoord, mede doordat slechts 27 van de 60 gegadigde leden van het (hoger) management uiteindelijk aan de regeling hebben deelgenomen en als gevolg van het hoge rendement dat zij behaalden. Daarnaast is niet gebleken dat het bestuur en in het bijzonder de raad van commissarissen een deugdelijke analyse hebben gemaakt van de mogelijke gevolgen en hoogte van de managementparticipatieregeling. De inhoud en uitvoering van de managementparticipatieregeling hebben dan ook bijgedragen aan het handelen in strijd met verantwoord ondernemerschap.

#### *Corporate governance*

Ten aanzien van de corporate governance merkt het Hof Amsterdam (OK) in de eerste plaats op dat veel van de bezwaren hiertegen voortvloeien uit de toetreding door APAX. Vanaf 2005 was de strategie van basisverbreding niet langer te realiseren. Vanaf dat moment lag er geen duidelijke strategie aan het beleid ten grondslag. Doordat de strategie niet langer haalbaar was, verslechterde de verhoudingen tussen APAX en SDM verder, wat zijn weerslag had op de verhoudingen binnen en tussen het bestuur en de raad van commissarissen.

Groootaandeelhouder SDM heeft zich – deels met terzijdestelling van het bestuur en de raad van commissarissen – actief

3. Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, LJN BM5928, r.o. 3.13 (PCM).

4. Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, LJN BM5928, r.o. 3.15 (PCM).

5. Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, LJN BM5928, r.o. 3.16 (PCM).

beziggehouden met de ontwikkeling en implementatie van de strategie bij PCM. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben hierbij onvoldoende tegenwicht geboden.

Verder blijkt uit de wijze waarop Alberdingk Thijm door tussenkomst van één commissaris terzijde is gesteld, dat sprake is van onzorgvuldige besluitvorming.

De Ondernemingskamer oordeelt dat de problemen ten aanzien van de corporate governance bijdragen aan het oordeel dat het ondernemingsbeleid op dit vlak tekort is geschoten.

## Beschikking

Samenvattend oordeelt het Hof Amsterdam (OK) dat:

‘het besluit tot de [leveraged buy-out], gelet op de vorm waarin en de omstandigheden waaronder deze plaatsvond, de daarmee gepaard gaande introductie van de managementparticipatieregeling en het na de totstandkoming van de [leveraged buy-out] gevoerde vennootschappelijke (governance) beleid bij [PCM] in de periode van 1 januari 2004 tot en met 2 juli 2007 sprake is geweest van wanbeleid (...)’.

De Ondernemingskamer vernietigt bij wijze van voorziening de dechargebesluiten ten aanzien van het bestuur en de raad van commissarissen van PCM Holding over de jaren 2004-2007. De overige verzochte voorzieningen worden afgewezen.

## Consequenties voor de overnamepraktijk

Als gezegd gaat deze beschikking in op een aantal kenmerken van een *private equity*-transactie. Aangezien het Hof Amsterdam (OK) deze elementen ook deels ten grondslag legt aan het wanbeleidsoordeel, roept dit vanzelfsprekend de vraag op of deze beschikking gevolgen heeft voor de *private equity*-praktijk.

De gevolgen van deze beschikking voor de praktijk beperken zich – zo komt het mij voor – hoofdzakelijk tot het proces voorafgaand aan de overname en strekken zich eigenlijk niet uit tot de systematiek van een *private equity*-transactie. De voornaamste verwijten van het Hof Amsterdam (OK) zien dan ook niet zozeer op de transactie *an sich*, maar op de gebrekkige voorbereiding, waaronder een gebrekkige afweging van voor- en nadelen van de transactie vanuit het gezichtspunt van het vennootschappelijk belang. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben de noodzaak tot het gelijktijdig herfinancieren van de Cumprefs en het uitvoeren van de strategie van basisverbreding onvoldoende onderbouwd. Daarnaast hebben zij de gevolgen van de *leveraged buy-out* en de (hoogte van de) managementparticipatieregeling onvoldoende doordacht.

Uit deze beschikking blijkt wederom dat het Hof Amsterdam (OK) in beginsel niet op de stoel van het bestuur gaat zitten, maar in hoofdzaak oordeelt of de aan de besluiten ten grond-

slag liggende procedure volledig en zorgvuldig was.<sup>6</sup> Van (het bestuur van) een vennootschap mag worden verwacht dat zij risico neemt teneinde de vennootschap verder te laten groeien en bloeien. Hierbij is onvermijdelijk dat deze beslissingen soms, zoals bij PCM, volledig verkeerd uitvallen. Voordat de desbetreffende (verkeerde) beslissing wordt genomen, moet het bestuur wel alle belangen hebben afgewogen op basis van een volledige en zorgvuldige analyse. Wanneer het bestuur geen volledige en zorgvuldige afweging maakt, zal dan ook eerder sprake (kunnen) zijn van wanbeleid.<sup>7</sup>

In de toekomst zullen het bestuur, de raad van commissarissen en hun adviseurs nog meer aandacht moeten schenken aan het goed documenteren van strategie en ratio achter de transactie, waarbij de belangen van alle *stakeholders* duidelijk moeten worden afgewogen. Hierbij zullen – in navolging van de Corporate Governance Code – scenarioanalyses moeten worden gemaakt.<sup>8</sup> Indien de keuze voor een bepaalde koers niet te rijmen is met het vennootschappelijk belang, zullen het bestuur en de raad van commissarissen niet met deze koers in mogen stemmen en desnoods moeten (dreigen met) aftreden.

## Obiter dictum

Het Hof Amsterdam (OK) herhaalt – in iets andere bewoordingen – haar overweging uit een van haar Gucci-beschikkingen, dat de vrijheid van een aandeelhouder om zijn eigen belang na te streven niet onbegrensd is.

In de Gucci-beschikking overweegt het Hof Amsterdam (OK) dat, mede gelet op artikel 2:8 BW, heeft te gelden dat een toetredende aandeelhouder: ‘in zijn handelen niet alleen zijn eigen belangen maar ook de belangen van de vennootschap in al haar facetten en de belangen van de bij de vennootschap betrokken personen betreft’.<sup>9</sup>

In de PCM-beschikking overweegt het Hof Amsterdam (OK) dat, mede gelet op artikel 2:8 BW, van de *private equity*-partij:

‘die zich aandient *als toekomstig aandeelhouder* [curs. MR] in een vennootschap op een wijze als de onderhavige, heeft te gelden, dat zij in haar handelen dat verband houdt met het verkrijgen van een belang als het onderhavige in de doelvennootschap, niet alleen de eigen belangen maar ook de vennootschappelijke belangen dient te betrekken’.<sup>10</sup>

6. Vgl. o.a. Hof Amsterdam 22 december 1983, NJ 1985, 383 (OGEM), Hof Amsterdam 21 december 2005, JOR 2006, 8, r.o. 3.2 (EVC International) en Hof Amsterdam 22 september 2008, LJN BF1853 m.nt. Sprenger (Friesland Vlees).

7. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 760, Van Schilfgaarde/Winter, Van de BV en de NV, Deventer: Kluwer 2009, p. 368-370 en B.F. Assink, Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, Deventer: Kluwer 2007, p. 45-53.

8. Corporate Governance Code, best practice-bepaling II.2.2.

9. Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, NJ 1999, 350, r.o. 3.3 (Gucci).

10. Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, LJN BM5928, r.o. 3.13 (PCM).

Deze overweging is opvallend, aangezien het Hof Amsterdam (OK) hiermee de reikwijdte van artikel 2:8 BW lijkt op te reken. Niet alleen de rechtspersoon en de daarbij betrokkenen moeten zich onderling gedragen naar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid, maar eveneens degenen die mogelijk tot deze kring zullen toetreden. Ik vraag mij overigens af of het Hof Amsterdam (OK) hetzelfde zou oordelen, indien de potentiële aandeelhouder, in casu APAX, uiteindelijk nooit tot de kring van aandeelhouders was toegetreden. Overigens heeft de geciteerde overweging in de PCM-beschikking geen consequenties voor APAX. Daarmee lijkt dit – anders dan in Gucci – op een *obiter dictum*.