



## UvA-DARE (Digital Academic Repository)

### Hof Amsterdam (OK) (De leveraged buy-out van PCM Uitgevers: wanbeleid)

Barneveld, J.

**Publication date**

2010

**Document Version**

Final published version

**Published in**

Ondernemingsrecht

[Link to publication](#)

**Citation for published version (APA):**

Barneveld, J. (2010). Hof Amsterdam (OK) (De leveraged buy-out van PCM Uitgevers: wanbeleid). 91. Case note on: Hof Amsterdam, 27/05/10 *Ondernemingsrecht*, 2010(10/11), 443-448.

**General rights**

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

**Disclaimer/Complaints regulations**

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

Overige referenties: [NJ 2009/21](#), [Ondernemingsrecht 2007/134](#), [Ondernemingsrecht 2008/37](#), [Ondernemingsrecht 2008/66](#), [Ondernemingsrecht 2008/176](#), [JOR 2003/134](#), [JOR 2007/178](#), [JOR 2008/39](#), [WPNR 2009/6791](#)

# Ondernemingsrecht 2010/91

---

- [Documentnummer](#) - [Documentdatum](#) - [Rolnummer](#) - [Auteur](#) - [Wetsbepaling](#) - [Titel](#) - [Samenvatting](#) - [Tekst](#) - [Noot](#) - [Voetnoten](#) -

---

## Documentnummer

Ondernemingsrecht 2010/91

## Documentdatum

27-05-2010

## Rolnummer

XXX

## Auteur

Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 27 mei 2010, LJN BM5928

## Wetsbepaling

BW art. 2:8

BW art. 2:9

BW art. 2:146/256

BW art. 6:162

## Titel

Rechtspraak Vennootschapsrecht

De leveraged buy-out van PCM Uitgevers: wanbeleid

## Tekst

### 1. Inleiding

De overname van uitgeversconcern PCM door het private equity fonds Apax heeft zich reeds in de nodige aandacht mogen verheugen. De kortstondige participatie van de Britse durfinvesteerder is besproken in een veelheid aan krantenartikelen, de gang van zaken werd gereconstrueerd in maar liefst twee boeken, KRO reporter wijdde een documentaire aan de zaak en vanzelfsprekend is de casus ook in de juridische literatuur niet onderbelicht gebleven. <sup>1</sup> Men kan stellen dat een meerderheid van deze media zich buitengewoon kritisch heeft getoond ten aanzien van de overname. De kern van de geuite kritiek komt er op neer dat de aandeelhouders en bestuurders van PCM hebben welgevaren ten koste van het belang van de onderneming. Deze kritiek beperkt zich niet alleen tot de reguliere media; ook in de juridische literatuur heeft de zaak tot pittige stellingnames geleid. Slagter verbindt aan de casus de conclusie dat het behartigen van het vennootschappelijk belang slechts nog kan worden overgelaten aan de ondernemingsraad en Schoordijk stelt dat het optreden van private equity kwalificeert als 'een gelegaliseerde roof, waar wij een halt aan moeten toeroepen'. <sup>2</sup>

Deze heftige reacties zijn opvallend, nu de wijze waarop de overname van PCM is vormgegeven niet bijzonder is, maar zelfs exemplarisch voor de manier waarop private equity haar acquisities pleegt te financieren. <sup>3</sup> Gemeten naar de gebruikelijke praktijkmaatstaven kan de transactie volgens sommigen zelfs als conservatief worden aangemerkt. <sup>4</sup> Een aantal auteurs meent dan ook dat de kritieken vooral zijn

ingegeven door een onvoldoende begrip van de toegepaste financieringsstructuur. <sup>5</sup>

Dit alles zal er ongetwijfeld aan bijdragen dat de onderhavige beschikking door velen met veel belangstelling gelezen zal worden. Hoewel de daarin vervatte overwegingen sterk zijn verweven met de omstandigheden van het concrete geval, is de uitspraak van aanzienlijk belang voor de financieringspraktijk. Het oordeel van de OK raakt direct aan de twee belangrijkste componenten van het door private equity gehanteerde overnamemodel: financiering met een substantieel deel vreemd vermogen en participatie van het management van de doelwitvennootschap.

## 2. Feiten

De onderhavige beschikking betreft de tweede fase in de enquête procedure waarin de OK is verzocht zich uit te spreken over de vraag of het binnen PCM gevoerde beleid tussen 2004 en 2007 kwalificeert als wanbeleid. Daarnaast dient de OK te oordelen over de gevorderde voorzieningen. Hierna wordt volstaan met een beknopte weergave van het verloop van het geding. Voor een meer uitvoerige beschrijving van de feiten wordt verwezen naar de eerste beschikking van de OK, de naar aanleiding daarvan verschenen literatuur en het onderzoeksrapport van de enquêteurs. <sup>6</sup>

PCM is uitgever van verschillende dagbladen en is in 2004 ten dele overgenomen door het private equity fonds Apax. Het motief om deze Britse investeerder in de onderneming te doen participeren was gelegen in de door het bestuur van PCM voorgestane strategie van basisverbreding; PCM beoogde aquisitions te doen op de uitgevermarkt en zocht voor de financiering daarvan een kapitaalcrachtige partner. Daarnaast wilde PCM een aantal preferente aandeelhouders uitkopen, nu deze in 2006 op grond van een statutaire bepaling recht zouden krijgen op een aanzienlijk deel van de winst.

De overname is vormgegeven als een *leveraged buy-out* (LBO), waarbij de aandeelhoudende stichtingen hun meerderheidsbelang in PCM aan een door Apax opgerichte vennootschap (Holding) hebben verkocht en overgedragen. De plankvennootschap is (nagenoeg uitsluitend) gefinancierd met door haar aandeelhouders verstrekte leningen. Zoals gebruikelijk in de private equity markt, is de overige financiering van de transactie door middel van een *debt-push-down* voor rekening van PCM gebracht. Dit houdt in dat PCM (en haar werkmaatschappijen) bankleningen zijn aangegaan waarvan de opbrengst is uitgekeerd en doorgeleend aan Holding. Private equity beoogt door de hoge rentelast die ten gevolge van deze financieringsstructuur op de doelwitvennootschap komt te rusten, de *free cashflow* terug te brengen en het bestuur zo tot een efficiënte aanwending van de beschikbare middelen te dwingen. <sup>7</sup> Daarnaast is het gebruik van vreemd vermogen uit fiscaal oogpunt aantrekkelijk, nu de rentelasten (deels) van de belasting kunnen worden afgetrokken. <sup>8</sup>

In 2006 heeft Apax haar belang teruggekocht aan de stichtingen, zonder dat aan de strategie van basisverbreding in enige vorm uitvoering is gegeven. Op dat moment is de vermogenspositie van PCM zeer slecht terwijl Apax zich mag verheugen in een mooi rendement over de periode van haar deelname.

De vakbonden van PCM verzoeken de OK om een onderzoek te gelasten naar de gang van zaken rondom de participatie van Apax. Bij de beschikking van 10 januari 2008 heeft de OK aan dit verzoek gehoor gegeven. De OK overweegt daartoe onder meer dat de vraag rijst of 'de betrokkenheid van de Apax-groep bij PCM, inclusief de beëindiging daarvan, in het vennootschappelijke belang van PCM was en dat belang mogelijk heeft geschaad'. Op 15 december 2008 verschijnt het onderzoeksrapport dat een kritisch oordeel velt over de rol van de bestuurders, commissarissen en aandeelhouders rondom de LBO. <sup>9</sup> Het bestuur van PCM geeft als reactie op haar website te kennen dat de uitkomsten van het onderzoek 'belangrijk zijn voor de geschiedschrijving van de onderneming'. De vakbonden zien dat belang blijkbaar ruimer en verzoeken de OK op 16 februari 2009 vast te stellen dat er sprake is van wanbeleid. <sup>10</sup> Daarnaast vorderen zij de vernietiging van een aantal besluiten. Ruim 15 maanden later verschijnt deze tweede beschikking van de OK.

## 3. Uitspraak

### 3.1. Gebrek aan afweging voor- en nadelen LBO

De OK stelt voorop dat de effectuering van een LBO steeds gepaard gaat met een aanzienlijke financiële belasting van de (doelwit)vennootschap. Dit betekent dat een LBO bijzondere aandacht vereist van degenen die gehouden zijn acht te slaan op de belangen van de betrokken vennootschap en diegenen die deelnemen aan de aan de transactie ten grondslag liggende besluitvorming. Zij zullen de voor- en nadelen van de transactie moeten afwegen met oog op het doel dat de vennootschap middels haar medewerking aan de transactie probeert te bereiken. De OK stelt dat aan de vooravond van de tweede ronde van het biedingsproces, toen alleen nog financiële partijen als kandidaat resteerden, een dergelijke analyse ontbrak. De OK is van oordeel dat de afweging primair een taak van het bestuur en de RvC van PCM was, waarvoor vereist was een analyse van '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'.

De OK stelt vast dat de LBO neerkwam op een betaling van € 34,5 miljoen aan rente en dividend aan de aandeelhouders en 'een zeer aanzienlijke verzwaaring van de jaarlijkse vergoeding voor eigen en vreemd vermogen, die in hoofdzaak de aandeelhouders ten goede kwam, zonder dat het door hen ter beschikking gestelde kapitaal benut kon worden voor het verwezenlijken van de strategische doelstellingen die geacht werden door middel van de LBO mogelijk te worden'.

De OK merkt tevens op dat ook Apax het belang van PCM in haar afwegingen ten aanzien van de transactie had moeten betrekken. Zij stelt dat, 'mede gelet op hetgeen ingevolge artikel 2:8 BW naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd, voor de private equity partij die zich aandient als toekomstig aandeelhouder in een vennootschap [...] heeft te gelden, dat zij in haar handelen dat verband houdt met het verkrijgen van een belang [...] in de doelvennootschap, niet alleen de eigen belangen maar ook de [...] vennootschappelijke belangen [van de doelwitvennootschap] dient te betrekken.'

Door het gebrek aan afweging en waarborgen getuigt volgens de OK het aangaan van de transactie wegens de daaraan verbonden ernstige verzwakking van de financiële positie van PCM van onverantwoord ondernemerschap.

### 3.2. De managementparticipatieregeling

De OK gaat tevens in op de riant managementparticipatieregeling die met de LBO gepaard ging. Daarbij geeft zij aan dat een dergelijke regeling wellicht geen ongebruikelijk instrument is, maar naar haar aard een risico van *conflicting interests* inhoudt, 'waar zij immers het gevaar in zich draagt dat de belangen van leden van het management als privé-investeerder de voorrang krijgen boven het door hen te dienen belang van de vennootschap en het maatschappelijk functioneren van de vennootschap op langere termijn'. De OK is van oordeel dat de bestuurders van PCM zich hadden moeten realiseren dat deelname aan de regeling binnen het bedrijf waaraan zij leiding gaven aanleiding zou kunnen geven tot ernstige twijfel over hun eigen integriteit bij de afweging van de bij de onderneming betrokken belangen en om die reden de introductie van de regeling ten stelligste hadden moeten ontraden. Ook de stichtingen en Apax hadden acht moeten slaan op deze belangen van PCM. De vorm en uitvoering van de managementparticipatieregeling hebben derhalve bijgedragen aan het oordeel van de OK dat er sprake is van handelen in strijd met verantwoord ondernemerschap.

### 3.3. Vertrekpremies

De OK spreekt ook haar twijfel uit over de vertrekpremie van bestuurder Bouwman. Deze kreeg een bonus waarvan was afgesproken dat deze zou worden uitgekeerd indien 'belangrijke en significante stappen [waren] gezet in de implementatie van de in 2002 overeengekomen strategie', ondanks het feit dat naar het oordeel van de onderzoekers van een dergelijke implementatie in het geheel geen sprake was. De OK is van oordeel dat het uitbetalen van de bonus, 'tegen de achtergrond van alle overige feiten en omstandigheden, bijdraagt tot het oordeel dat het ondernemingsbeleid op het punt van de governance in de onderhavige jaren tekort is geschoten'.

Ten aanzien van de vertrekpremie van Knapen oordeelt de OK milder. De verzoekers hadden aangevoerd dat de vergoeding – die neerkwam op vijf bruto jaarsalarissen – in strijd met principe II.2 van de Nederlandse corporate governance code was en derhalve een vorm van wanbeleid. Hierin gaat de OK echter niet mee. Naar haar oordeel is de enkele omstandigheid dat afspraken in strijd zijn met de Code onvoldoende om die afspraken als wanbeleid aan te merken.

### 3.4. De voorzieningen

Het voorgaande brengt de OK tot de conclusie dat in de periode van 2004 tot en met 2007 sprake is geweest van wanbeleid. De OK is daarom van oordeel dat de besluiten van de AVA tot het verlenen van decharge aan het bestuur en de RvC van PCM in deze jaren niet op goede gronden genomen zijn en vernietigt bij wijze van voorziening deze besluiten. Daarbij tekent de OK direct aan dat deze vernietiging een beperkte reikwijdte heeft en als zodanig geen oordeel inhoudt over de eventuele aansprakelijkheid van bestuurders of commissarissen.

De OK geeft geen gehoor aan het verzoek van de vakbonden om een aantal besluiten dat ten grondslag lag aan de *debt-push-down*, de managementparticipatieregeling en de afvloeiingsregelingen te vernietigen. Hoewel de OK overweegt dat een deel van deze besluiten ondeugdelijk tot stand is gekomen, is het aan het huidige bestuur en de huidige RvC van PCM om die besluiten te heroverwegen en 'te bezien welke (mitigerende) maatregelen op grond daarvan – thans nog – in rechte en in redelijkheid te realiseren zijn'.

Onder verwijzing naar de complexiteit van het geheel aan besluitvorming dat aan de LBO ten grondslag lag en de verwevenheid daarvan met de door de LBO in het leven geroepen *fait accompli*, stelt de OK dat nadere besluitvorming over de financieringsconstructie en de uitvoering van de managementparticipatieregeling dient te worden overgelaten aan de besluitvormende organen van Holding en PCM.

## Noot

### 4. Commentaar

Hoewel de onderhavige beschikking vanzelfsprekend dient te worden gelezen tegen de achtergrond van de feitelijke omstandigheden, biedt deze een aantal handvatten om het handelen van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders bij de financiering van de vennootschap te kunnen beoordelen. Zij zullen allemaal bij hun beslissingen daaromtrent in zekere mate het belang van de vennootschap dienen mee te wegen.

#### 4.1. De rol van het bestuur bij een LBO

Dat de Ondernemingskamer zich primair kritisch uitlaat ten aanzien van het bestuur en de RvC mag niet verbazen. Voor de RvC bestaat immers de wettelijk verankerde plicht om te handelen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. <sup>11</sup> Dit geldt tevens voor het bestuur en zal overigens binnenkort worden gecodificeerd. <sup>12</sup> Het lijkt erop dat het bestuur en de RvC van PCM zich onvoldoende hebben gerealiseerd dat PCM niet alleen het object van de transactie was, maar ook partij daarbij; door de transactie vorm te geven als een LBO diende PCM ter facilitering van de overname (op het niveau van haar werkmaatschappijen) tegen de verschaffing van zekerheden grote bankschulden aan te gaan, waarvan de opbrengst werd uitgeleend en uitgekeerd aan Holding. De LBO impliceerde de facto een zeer omvangrijke uitkering van PCM aan haar nieuwe aandeelhouder, die de verworven middelen vervolgens aanwendde om (een deel van) de koopprijs van de aandelen te betalen aan de 'oude' eigenaren. Het is in dat licht opmerkelijk dat door het bestuur en de RvC nimmer diepgaand lijkt te zijn geanalyseerd hoe een dergelijke vermogensonttrekking zich verhiel tot de strategie van basisverbreding en de daaruit voortvloeiende vermogensbehoefte voor acquisities.

Daarmee is overigens niet gezegd dat een LBO onder de gegeven omstandigheden nooit in het belang van PCM kon zijn. Indien er een noodzakelijke, concrete en haalbare strategie was, die PCM niet op eigen kracht had kunnen financieren, en Apax zich middels concrete en harde afspraken zou hebben verplicht PCM de voor de implementatie van die strategie benodigde middelen te fourneren indien de mogelijkheid daartoe zich zou aandienen, dan zou de LBO per saldo het belang van PCM kunnen hebben gediend. Echter, nu de strategie voor de LBO deels al feitelijk onhaalbaar was geworden, PCM deze waarschijnlijk op eigen kracht had kunnen financieren en er geen harde afspraken waren gemaakt over de commitment van Apax, impliceerde de LBO een omvangrijke vermogensonttrekking op het moment dat PCM dit vermogen juist hard nodig had, zonder dat PCM daarvoor iets terugkreeg. Waarin schuilde dan nog voor PCM de meerwaarde van de transactie?

Het bestuur en de RvC van een vennootschap die object is van een leveraged buy-out dienen, zo volgt uit de uitspraak van de OK, derhalve altijd een expliciete afweging te maken van de voor- en nadelen van de transactie tegen het licht van de door het bestuur voorgestane strategie. Het lijkt mij voor de hand liggend dat het bestuur zich daarbij baseert op financiële prognoses van de situatie waarin de LBO wel en niet geëffectueerd zou worden. Mijns inziens dient een dergelijke analyse zich niet slechts te beperken tot de gevolgen die de LBO heeft voor de liquiditeit van de vennootschap, maar moet tevens de solvabiliteit daarin worden betrokken. Het door de LBO onttrokken eigen vermogen wordt immers vervangen door een aanzienlijke hoeveelheid vreemd vermogen waarover de vennootschap rente verschuldigd wordt. In dat verband heeft Honée in zijn noot bij de eerste beschikking aangevoerd dat de OK zijns inziens ten onrechte voorbij was gegaan aan het feit dat voor de aflossing van de rentelasten vooral de kasstroom van de onderneming bepalend is en in dat verband van belang is dat de rentelasten op de aandeelhoudersleningen niet direct betaald hoefden te worden, maar werden bijgeschreven bij de hoofdsom van die leningen. Daarnaast is door verschillende betrokkenen gesteld dat nu de door de aandeelhouders verstrekte leningen waren achtergesteld, deze als garantievermogen of kapitaal kunnen worden beschouwd. Op beide redeneringen valt mijns inziens het nodige af te dingen. Alleen vanuit het perspectief van de kredietgever bij wie de lening is achtergesteld – de *senior lender*; oftewel de bank – kan deze lening als garantievermogen worden beschouwd, nu zijn aanspraken boven de uit de achtergestelde lening voortvloeiende vorderingen gaan. Vanuit het perspectief van de vennootschap (en eventueel haar crediteuren bij wie de lening niet is achtergesteld) is er geenszins sprake van eigen- of garantievermogen. Ten eerste staat tegenover het verstrekte vermogen de verplichting om dit op termijn weer terug te betalen, dat ook deels is gebeurd

tijdens de herfinanciering in 2006. Het belangrijkste kenmerk van eigen vermogen is nu juist dat hier geen terugbetalingsplicht tegenover staat. Tevens kenmerkend voor eigen vermogen, is dat daarover alleen vergoeding hoeft te worden betaald indien de vermogenspositie van de vennootschap het de aandeelhouders toestaat tot een dividenduitkering te besluiten. Over de verstrekte leningen werd PCM echter periodiek een gefixeerde (rente)vergoeding verschuldigd (bijna 13%), ongeacht de vermogenspositie van de vennootschap. Dat de rente en de aflossing werden bijgeschreven op de hoofdsom, leidt evenmin tot de conclusie dat er sprake is van garantievermogen. Dit had weliswaar tot gevolg dat de liquiditeit op de korte termijn niet werd aangetast; de solvabiliteit werd daardoor niettemin in een rap tempo uitgehold. Juist door de rente bij te schrijven, werd PCM rente over rente verschuldigd; de verplichtingen aan haar aandeelhouders stegen daardoor exponentieel.

#### 4.2. De managementparticipatieregeling

Juist nu bij een vermogensonttrekking in de vorm van een LBO de belangen van de betrokken (zittende en toekomstige) aandeelhouders niet zonder meer het belang van de vennootschap weerspiegelen, dient het bestuur hierover een zelfstandige en op onafhankelijke informatie gebaseerde beslissing te nemen. In het licht van deze vereiste onafhankelijkheid is de overweging van de OK ten aanzien van de managementparticipatieregeling begrijpelijk. Hoewel de OK het instrument niet in het algemeen afwijst, benadrukt deze de daarmee verbonden risico's. De participatie was zo vormgegeven dat de opbrengst voor de deelnemers niet gerelateerd was aan de performance van PCM, maar aan de exitprijs voor Apax. De uit de participatie voortvloeiende financiële belangen van de bestuurders, die nu juist primair het belang van de vennootschap dienen te behartigen, worden daarmee in lijn gebracht met het belang van de meerderheidsaandeelhouder. In de opzet van de structuur zit dus een zeker belangenconflict 'ingebakken'.

De tegenstrijdigbelangregeling van art. 2:146/256 BW biedt in dergelijke situaties geen bescherming van het vennootschappelijk belang. Het uit de participatie voortvloeiende tegenstrijdig belang van de bestuurders bij de LBO faciliterende rechtshandelingen kan door een aanwijzingsbesluit van de AVA eenvoudig worden weggenomen.

#### 4.3. De rol van de aandeelhouders bij een LBO

Hoewel de beschikking nauwelijks ingaat op de rol van Apax, bevat deze wel een waarschuwing aan het adres van investeerders, die voornemens zijn door middel van een LBO in een vennootschap te participeren. In r.o. 3.13 overweegt de OK dat ook deze het belang van de doelwitvennootschap moeten meewegen. De redelijkheid en billijkheid uit art. 2:8 BW werpt klaarblijkelijk haar schaduw vooruit en regardeert daardoor ook het handelen van de toekomstige aandeelhouder. Apax zal zeer waarschijnlijk de architect van de financieringsconstructie zijn geweest. Het is uiteindelijk ook Apax (naast de verkopende stichtingen), dat het aan PCM onttrokken vermogen grotendeels heeft ontvangen. Een kritische blik op de rol van de aandeelhouder in dergelijke financieringsconstructies lijkt mij daarom gepast. <sup>13</sup> Ik constateer daarbij wel dat dit een aantal vragen oproept.

Boek 2 kent voor aandeelhouders geen equivalent van art. 2:9 BW, waarin de taakopdracht en de aansprakelijkheid van bestuurders jegens de vennootschap wordt geregeld. Het veelgehoorde adagium is dat de aandeelhouder derhalve in beginsel zijn eigen belang mag nastreven. Uit de jurisprudentie blijkt echter dat deze vrijheid wordt begrensd door een veelheid aan bepalingen, waaronder art. 6:162 BW en art. 2:8 BW. Eerstgenoemd artikel regelt primair de mate waarin de aandeelhouder rekening dient te houden met de belangen van de vennootschapscrediteuren, terwijl het laatste artikel regelt in welke mate de aandeelhouder zich het belang van de overige bij de vennootschap betrokkenen (en de vennootschap zelf) dient aan te trekken. Ik zou menen dat bij dit laatste de aard van de door de vennootschap ontplooiende activiteiten en de omvang van het door de aandeelhouder gehouden (of te verkrijgen) belang een rol kunnen spelen. <sup>14</sup> Anders dan art. 2:9 BW en art. 6:162 BW, geeft art. 2:8 BW echter geen expliciete grondslag om de aandeelhouder aansprakelijk te houden voor eventuele schade die voortvloeit uit diens handelen in strijd met het artikel. De vraag rijst derhalve of de aandeelhouder kan worden aangesproken voor de schade die hij de vennootschap heeft berokkend of gedwongen kan worden hetgeen te veel aan de vennootschap is onttrokken, te restitueren.

#### 4.4. Vermogensonttrekking en de flex-BV

De beschikking brengt mijns inziens tevens een gebrek aan het licht in de voorgestelde uitkeringsregeling in het wetsvoorstel flex-BV. <sup>15</sup> Daarin wordt voor het bestuur de bevoegdheid opgenomen om de uitkering van dividend te weigeren indien het bestuur vermoedt dat de vennootschap daarna niet zal kunnen voortgaan met de betaling van haar opeisbare schulden. In de eerste nota van wijziging is (na kritiek van onder meer VNO-NCW) door de toevoeging van het woord 'slechts' aan de tweede zin van art. 2:216 lid 2 BW, benadrukt dat bestuurders geen discretionaire bevoegdheid hebben ten aanzien van deze goedkeuring; de uitkering mag dus louter worden geweigerd indien deze zal leiden tot benadeling van de

vennootschapscrediteuren. <sup>16</sup> In de onderhavige beschikking van de OK lees ik echter dat ook het vennootschappelijk belang een zelfstandige rol speelt bij de beoordeling van het bestuur of dit zijn medewerking verleent aan een vermogensonttrekking. Een uitkering die weliswaar niet direct tot crediteurenbenadeling leidt, maar indruist tegen de door het bestuur voorgestane strategie dient onder omstandigheden te worden geweigerd. Uit het feit dat het bestuur primair de verantwoordelijkheid draagt voor de strategie van de vennootschap volgt mijns inziens dat dit deze strategie (en de financierbaarheid daarvan) ook in haar besluitvorming ten aanzien van vermogensonttrekkingen dient te betrekken. <sup>17</sup>

#### 4.5. Zou de BJR tot een ander oordeel hebben geleid?

Assink en Kroeze hebben recentelijk opgeroepen tot een discussie over de wenselijkheid van de introductie van een Nederlandse *Business Judgement Rule*. <sup>18</sup> Derhalve werpt de vraag zich op of het oordeel van de OK bij de toepassing van deze toetsingsnorm in de onderhavige casus anders zou zijn uitgevallen. Mijn inschatting is van niet. De kern van de *business judgement rule* is dat de rechter bestuurlijk gedrag in een beperkt aantal sleutels kan toetsen. Mijns inziens kwalificeert het uit de managementparticipatie voortvloeiende belangenconflict als een 'tegenstrijdig – of persoonlijk, niet aan de vennootschap parallel lopend – belang van een zodanig karakter dat het risico van belangenvermenging ten detrimente van de vennootschap aanwezig mag worden geacht'. <sup>19</sup> Dat betekent dat de OK de *entire fairness test* toe zou moeten passen, nu een niet-neutraal bestuur een zeer beperkte mate van beleidsvrijheid toekomt. In zijn proefschrift geeft Assink aan dat bij toepassing van deze test van belang is of het bestuur zich adequaat geïnformeerd heeft over de marktconformiteit van de voorgenomen transactie en de merites van mogelijke alternatieven. <sup>20</sup> Het bestuur zal daarbij de aan de transactie verbonden voor- en nadelen/risico's grondig onder ogen moeten hebben gezien en afgewogen. Op basis van het hierboven besproken feitenkader lijkt het onwaarschijnlijk dat het bestuur deze toets zou kunnen doorstaan. <sup>21</sup>

#### 4.6. En nu?

Wat brengt deze beschikking ons nu? Mijn verwachting is dat PCM daar in ieder geval niet veel wijzer van zal worden. Hoewel met de vernietiging van de dechargebesluiten de deur op een kier lijkt gezet voor aansprakelijkstelling van bestuurders en commissarissen, ligt een dergelijke actie niet direct voor de hand. Uit de vaststelling van het wanbeleid kan uitdrukkelijk niet automatisch de conclusie worden getrokken dat de bestuurders ter zake een ernstig verwijt kan worden gemaakt. <sup>22</sup> Daarnaast lijkt mij – nu er geen sprake is van een faillissement – de door de vennootschap geleden schade niet eenvoudig te kwantificeren. Bovendien zou deze aansprakelijkstelling het merkwaardige gevolg hebben dat de door de bestuurders betaalde schadevergoeding indirect ten goede zou komen aan de huidige aandeelhouders van PCM; de stichtingen, die nu juist zelf een groot deel van het vermogen aan PCM hebben onttrokken. Zoals hierboven reeds kort is aangestipt, lijkt ook aansprakelijkstelling van de stichtingen en Apax geen makkelijk begaanbare weg. <sup>23</sup> Het lijkt derhalve onwaarschijnlijk dat de nieuwe Belgische eigenaren van (de rechtsopvolger van) PCM zich aan een dergelijke avontuur zullen wagen.

De vraag rijst derhalve of de vakbonden of werknemers *zelf* (al dan niet collectief) een aansprakelijkheidsvordering jegens de bij de LBO betrokken bestuurders en commissarissen kunnen instellen. De grondslag van een dergelijke actie zou de onrechtmatige daad kunnen vormen, ingekleurd door de norm uit art. 2:9 BW. <sup>24</sup> Deze procedure zal wel tot lastige vragen leiden: hebben het bestuur en de commissarissen door hun medewerking aan de transactie een specifieke zorgvuldigheidsnorm jegens de werknemers geschonden? Daarnaast speelt ook hier het probleem van de moeilijk kwantificeerbare schade een rol.

Men zou dus kunnen concluderen dat hoewel de beschikking een bevestiging van het rijnlandse model lijkt te behelzen, men daar in de praktijk weinig mee opschiet. Schuilt in de *law in action* dan toch het primaat van het *laissez-faire*? Ik zou menen van niet. Of de betrokken partijen met de uitkomst van de PCM-procedure iets zullen opschieten, zal nog moeten blijken; de beschikking heeft echter wel degelijk nu al waarde voor de toekomst. De bestuurders van een doelwit van een LBO zullen hierna beter (moeten) begrijpen wat hun rol en verantwoordelijkheid bij dergelijke overnames is en uit vrees voor mogelijke aansprakelijkheids sancties geen medewerking verlenen aan een LBO die strijdig is met het belang van de vennootschap. Daarnaast is de PCM-zaak een duidelijk signaal aan werknemervertegenwoordigende organen dat, indien gevreesd wordt dat het bestuur het belang van de vennootschap niet voldoende waarborgt, bij voorkeur ex ante dient te worden opgetreden.

JaapBarneveld

## Voetnoten

1 [\[Terug\]](#) Ik wijs hier slechts op het lezenswaardige boek J. Romaer, *De Geldpers*, Amsterdam:

- Prometheus 2009.
- 2 [\[Terug\]](#) W.J. Slagter, 'Het belang van de onderneming', *Ondernemingsrecht* 2008, 176 en H. Schoordijk, 'Gebruik en misbruik van private equity', *NJB* 2009, 6, p. 538-362.
- 3 [\[Terug\]](#) Zie over private equity en LBO's bijvoorbeeld: S.N. Kaplan & P. Strömberg, 'Leveraged Buyouts and Private Equity', *Journal of Economic Perspectives* 2009, nr. 1 (23), p. 121-146.
- 4 [\[Terug\]](#) Zie de noot van Honée bij de eerste beschikking van de OK, *Ondernemingsrecht* 2008, 37.
- 5 [\[Terug\]](#) Bijv. H.L. Kaemingk, 'Publieke verantwoording door private equity-fondsen: de vernieuwde gedragscode voor participatiemaatschappijen', *Ondernemingsrecht* 2007, 134.
- 6 [\[Terug\]](#) OK 10 januari 2008, *RO* 2008, 18, *JOR* 2008/39, en J. Barneveld, 'PCM & private equity. Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen', *WPNR* 2009/6791, p. 230-238.
- 7 [\[Terug\]](#) Aan de wieg van deze praktijk staat de *free cash flow theorie* van M. Jensen, 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers', *American Economic Review* 1986, nr. 2, (76) p. 323-329.
- 8 [\[Terug\]](#) Zie over het fiscale voordeel van financiering met vreemd vermogen H.M.N. Schonis, 'Fiscale aspecten van eigen vermogen en vreemd vermogen', in: G. van Solinge e.a., *De financiering van de onderneming*, Deventer: Kluwer 2006, p. 67-77.
- 9 [\[Terug\]](#) Zie daarover J.S. Hament, 'Onderzoeksrapport in PCM-enquête gepubliceerd', *Ondernemingsrecht* 2009, 46.
- 10 [\[Terug\]](#) Alle processtukken en het onderzoeksrapport zijn beschikbaar op de website van KRO Reporter:  
[http://reporter.kro.nl/uitzendingen/\\_2009/0503\\_pcm/documenten.aspx](http://reporter.kro.nl/uitzendingen/_2009/0503_pcm/documenten.aspx) .
- 11 [\[Terug\]](#) Art. 2:250 lid 2 BW.
- 12 [\[Terug\]](#) HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178 (ABN AMRO). *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763.
- 13 [\[Terug\]](#) Zie kennelijk anders S. Mol, 'Top 10 juridische issues bij private equity transacties', *TOP* 2010, 4, p. 152.
- 14 [\[Terug\]](#) In dezelfde zin: B.F. Assink, 'Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur', in: *Preadviezen voor de Vereeniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 2009, p. 109-110.
- 15 [\[Terug\]](#) *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058.
- 16 [\[Terug\]](#) Amendement 9 heeft de tweede nota van wijziging ongedaan gemaakt waardoor de regeling na de eerste nota van wijziging thans aan de Eerste Kamer voorligt; *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 7.
- 17 [\[Terug\]](#) Zo meent ook B. Bier, 'Het verleden, heden en de toekomst van de kapitaalbescherming', in: *Preadviezen voor de Vereeniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 2006, p. 250 en Assink 2009, t.a.p., p. 64.
- 18 [\[Terug\]](#) B.F. Assink & M. Kroeze, 'Ja, wij willen!', *Ondernemingsrecht* 2010, 49.
- 19 [\[Terug\]](#) B.F. Assink, 'Kan de Delaware business judgement rule wat betekenen voor het Nederlandse vennootschapsrecht, specifiek het enquêterecht?', *Ondernemingsrecht* 2008, 66.
- 20 [\[Terug\]](#) B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag*, Deventer: Kluwer 2007, p. 562.
- 21 [\[Terug\]](#) Zie over de vraag of de BJR een verschil zou hebben gemaakt indien het management niet had geparticipeerd in de overname:  
[www.thedefiningtension.com](http://www.thedefiningtension.com) , nr. 2010/99 & 100.
- 22 [\[Terug\]](#) HR 4 april 2003, *JOR* 2003/134.
- 23 [\[Terug\]](#) Overigens zij opgemerkt dat de stichtingen een deel van het door hun onttrokken vermogen reeds hebben gerestitueerd, door de verschafte leningen om te zetten in aandelenkapitaal.
- 24 [\[Terug\]](#) HR 20 juni 2008, *NJ* 2009, 21 (*NOM*).