



## UvA-DARE (Digital Academic Repository)

### PCM & private equity: over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen

Barneveld, J.

**Publication date**

2009

**Document Version**

Final published version

**Published in**

Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie

[Link to publication](#)

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

Barneveld, J. (2009). PCM & private equity: over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen. *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie*, 140(6791), 230-238.

<http://opmaatvoorhetnotariaat.sdu.nl/nbonline/show/generiek/full.do?type=gen&key=IMPRWP NR-2009031673&anchor=>

**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.

<b>Publicatie</b>	WPNR: Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
<b>Uitgever</b>	Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie
<b>Jaargang</b>	140
<b>Publicatiedatum</b>	21-03-2009
<b>Afleveringsnummer</b>	6791
<b>Titel</b>	PCM & private equity - Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen
<b>Auteurs</b>	Mr. J. Barneveld, Junior docent & onderzoeker aan de Universiteit van Amsterdam. (J. Barneveld@uva.nl)
<b>Samenvatting</b>	De instrumentele benadering van de onderneming lijkt in het Nederlandse vennootschapsrecht terrein te winnen. Niettemin toont de casus PCM dat naast de bescherming van crediteuren en minderheidsaandeelhouders, ook het vennootschappelijk belang een zelfstandige rol speelt bij de toelaatbaarheid van vermogensonttrekkingen door aandeelhouders. Aan het Nederlandse recht blijft derhalve een institutioneel uitgangspunt ten grondslag liggen.
<b>Paginanummers</b>	230-238
<b>Rubriek</b>	Artikel



### WPNR 2009(6791) PCM

#### & private equity - Over

de rol van

het

vennootschappelijk

belang

bij vermogensonttrekkingen

## PCM & private equity - Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen

### 1. Inleiding[noot:1]

Op 12 december 2008 zijn de resultaten van het onderzoek naar het beleid en de gang van zaken binnen het PCM-concern in de vorm van een lijvig rapport bij de griffie van de Ondernemingskamer ter inzage gelegd.[noot:2] De OK achtte in haar beschikking van 10 januari 2008 gegronde redenen aanwezig om te twifelen aan een juist beleid bij PCM met betrekking tot het toetreden, het optreden en het uittreden van private equity partij Apax.[noot:3]De vermogenspositie van PCM was voor de betrokkenheid van Apax buitengewoon veel beter dan daana, terwijl haar aandeelhouders over deze periode een zeer goed rendement behaalden. De OK overweegt in dit verband dat de vraag rijst of de betrokkenheid van Apax wel in het vennootschappelijk belang van PCM is geweest.

De casus PCM is om meerdere redenen interessant. De wijze waarop de deelname van Apax in PCM is vormgegeven is exemplarisch voor de manier waarop private equity de afgelopen jaren haar overnames heeft gefinancierd.[noot:4] Dit is de eerste keer dat een rechter zich over deze praktijk buigt en het onderzoeksrapport biedt goed zicht op de belangenconflicten die kunnen spelen bij een dergelijke leveraged buy-out ("LBO"). De casus geeft daarnaast aanleiding tot een aantal fundamentele vragen van vennootschapsrecht. Omdat er geen sprake is van benadeelde crediteuren of minderheidsaandeelhouders, rijst de vraag naar de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen door aandeelhouders.

In dat kader zal in dit artikel eerst kort het onderscheid worden geschetst tussen de institutionele en instrumentele benadering van het ondernemingsrecht en worden besproken dat in Nederland de instrumentele benadering terrein wint (paragraaf 2). Vervolgens zal worden beschreven hoe de regeling inzake vermogensonttrekkingen in het wetsvoorstel flex-BV in deze trend past (paragraaf 2.4).[noot:5] Daarna zal de casus PCM besproken worden waarbij achtereenvolgens aan bod komen: de achtergrond van het geschil (paragraaf 3), het oordeel van de onderzoekers (paragraaf 4) en de wijze waarop de aandeelhouders vermogen aan PCM hebben onttrokken (paragraaf 5). Tenslotte zal worden ingegaan op de mate waarin bestuurders en aandeelhouders bij vermogensonttrekkingen rekening dienen te houden met het vennootschappelijk belang en de mogelijke gevolgen indien dit wordt verzuimd (paragraaf 6).

### 2. De onderneming: instituut of instrument?

#### 2.1. Nederlandse

##### institutionele opvatting

Over de kwestie of - en zo ja hoe - het ondernemingsrecht rekening dient te houden met andere belangen dan die van aandeelhouders, bestaan verschillende opvattingen. In Nederland heerst sinds de tweede wereldoorlog een sterk institutionele opvatting, die kort gezegd inhoudt dat de onderneming naast de belangen van aandeelhouders ook de belangen van werknemers, crediteuren, consumenten en de maatschappij dient. [noot:6] Het is in het bijzonder aan het bestuur van de vennootschap om deze pluraliteit van belangen te behartigen onder de noemer van het vennootschappelijk belang; dit belang kan afwijken van het belang van de aandeelhouders. [noot:7] Daarnaast blijkt de institutionele visie uit de plaats die werknemers hebben gekregen in het Nederlandse systeem van **corporate governance** ; de WOR, de structuurregeling en de enquêtebevoegdheid van de vakbonden geven werknemers (al dan niet indirect) een stem ten aanzien van de besluitvormingsprocessen binnen de onderneming.

Aandeelhouders mogen zich naar Nederlands recht in beginsel richten op hun eigen belang. [noot:8] Deze vrijheid is echter niet onbegrensd: de aandeelhouder is onderworpen aan de norm van redelijkheid en billijkheid voortvloeiende uit art. 2:8 BW. [noot:9] Deze norm vergt een afweging van de bij de vennootschap betrokken belangen, zij het dat bij deze belangenafweging het eigen belang van de aandeelhouder een gewichtige rol mag spelen. [noot:10] De uit deze norm voortvloeiende zorgplicht van de aandeelhouder komt in de enquêterechtspraak regelmatig aan de orde, hoofdzakelijk in situaties waarin een meerderheidsaandeelhouder door zijn handelen (via de vennootschap) een minderheidsaandeelhouder financieel benadeelt. [noot:11] Het is op basis van deze rechtspraak moeilijk vast te stellen of de (meerderheids)aandeelhouder ook een zorgplicht jegens **de vennootschap an sich** heeft. Het wettelijke systeem van **checks and balances** leidt ertoe dat het handelen van de aandeelhouder slechts zelden direct getoetst wordt aan het belang van de vennootschap. In de meeste gevallen waarin aandeelhouders een (mogelijk) met het vennootschappelijk belang strijdige strategie voorstaan, verzet het bestuur zich tegen deze plannen, bijvoorbeeld door het treffen van beschermingsmaatregelen. De aan de rechter voorgelegde vraag is dan niet meer in hoeverre de aandeelhouder rekening dient te houden met het belang van de vennootschap, maar spitst zich toe op de vraag in welke mate het bestuur zich tegen het handelen van de aandeelhouder mag verweren. [noot:12] In dit licht is de recent verschenen beschikking van de OK inzake AHAM interessant. [noot:13] In deze zaak had de aandeelhouder het ontslag van een aantal bestuurders geagendeerd, nu deze weigerden uitvoering te geven aan het door de aandeelhouder voorgestane beleid. Bij gebrek aan de bevoegdheid van het bestuur om een enquête te entameren werd een werknemersvertegenwoordigend orgaan opgericht en daaraan bij contract enquêtebevoegdheid toebedeeld. Dit orgaan verzocht vervolgens een enquête en een onmiddellijke voorziening om de aandeelhouder te verbieden de bestuurders te ontslaan. De OK ging akkoord met beide verzoeken:

“De slotsom kan dan ook geen andere zijn dat het voorgenomen ontslag niet op enige goede grond berust en slechts is ingegeven door opvattingen van het kunnen uitoefenen van aandeelhoudersmacht die blijk geeft van miskennis van de Nederlandse wet- en regelgeving inzake bestuur en toezicht en de positie van aandeelhouders in dat verband. Door dat ontslag niettemin te willen doorzetten handelt [aandeelhouder] inderdaad, zoals verzoekers en het bestuur hebben aangevoerd, in strijd met de ingevolge artikel 2:8 BW op haar rustende verplichting zich als aandeelhouder te gedragen overeenkomstig hetgeen redelijkheid en billijkheid van haar vergen.”

## 2.2. Instrumentele benadering

In Amerika bestaat een meer instrumentele kijk op de onderneming: daarin dient deze slechts als rendement genererend instrument van de aandeelhouders. In dit op (een bepaalde school van) law & economics gebaseerde model is het ondernemingsrecht niet normatief, maar dient dit slechts de efficiëntie te bevorderen. [noot:14] Geld moet daar worden geïnvesteerd waar dit het meeste rendement genereert, dat is in het belang van de welvaart van een ieder. Het bestuur dient zich derhalve te richten op het creëren van aandeelhouderswaarde. [noot:15] Dit houdt niet in dat de belangen van werknemers, consumenten en de maatschappij als geheel geen bescherming behoeven. Deze bescherming kan echter het beste - het meest efficiënt - geregeld worden buiten het ondernemingsrecht. Werknemers hebben het arbeidsrecht, pensioenrecht, gezondheidsrecht en het recht om niet gediscrimineerd te worden, consumenten het consumentenrecht en het verbod op misleidende reclame en maatschappelijke belangen worden beschermd door het milieurecht en het onrechtmatige daadsrecht. In deze visie zijn crediteuren de enige 'niet-aandeelhouders' die bescherming verdienen in het ondernemingsrecht. De risico's die schuldeisers van de vennootschap lopen zijn immers een direct gevolg van de door het ondernemingsrecht gecreëerde beperkte aansprakelijkheid. Crediteuren worden tegen deze risico's beschermd door regelgeving ten aanzien van uitkeringen en aansprakelijkheidssancties jegens aandeelhouders. Deze regels dienen echter bescheiden van aard te zijn; zij beogen slechts het misbruik van de beperkte aansprakelijkheid door opportunistische aandeelhouders tegen te gaan.

## 2.3. Wint de instrumentele benadering in Nederland terrein?

In Nederland is de institutionele visie thans nog steeds de heersende leer, zo bevestigde de Hoge Raad vrij recentelijk in haar arrest inzake ABN-AMRO. [noot:16] Niettemin is in het Nederlandse bedrijfsleven een trend waarneembaar, die wijst op herwaardering van de positie van aandeelhouders. Een aantal recente wetswijzigingen, [noot:17] de in de code Tabaksblad neergelegde verantwoordingsplicht van bestuur en RvC aan de AVA en de opkomst van activistische aandeelhouders hebben ertoe geleid dat de kapitaalverschaffers zich meer zijn gaan

bemoeien met het beleid van Nederlandse ondernemingen. Dit heeft geleid tot een hevig publiek debat. Een groot aantal mensen ziet in de kredietcrisis het bewijs dat de macht van de aandeelhouder is doorgeschoten en het Reijnlandse model lijkt derhalve weer aan populariteit te winnen.

#### **2.4. Flexibilisering van het BV-recht: meer vrijheid voor aandeelhouders**

Ook het wetsvoorstel inzake de flex-BV kan worden aangemerkt als een verschuiving in de richting van een meer instrumentele benadering van het vennootschapsrecht, in die zin dat de vrijheid van aandeelhouders om de onderneming naar eigen inzicht en wensen vorm te geven daarin centraal staat.**[noot:18]** Niettemin blijft het institutionele uitgangspunt dat een vennootschap een eigen vennootschappelijk belang heeft, gehandhaafd. De wetgever tekent daar wel direct bij aan dat dit vennootschappelijk belang gekleurd wordt door de grotere flexibiliteit die de wet gaat bieden aan de oprichters en aandeelhouders van de BV.

“Bij kleine vennootschappen met een beperkt aantal aandeelhouders zal het vennootschappelijke belang dichter liggen bij het belang van de aandeelhouders dan bij een grote vennootschap met veel werknemers en maatschappelijke belangen.”**[noot:19]**

Het wetsvoorstel houdt ondanks de toegenomen invloed van de aandeelhouder vast aan de dualistische opvatting waarin het bestuur de verantwoordelijkheid draagt voor het vennootschappelijk belang en aandeelhouders in beginsel hun eigen belang mogen nastreven. Zo bepaalt art. 2:239 lid 4 BW dat welliswaar de statuten kunnen bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een ander orgaan (bijvoorbeeld de AVA), maar daarbij bepaalt de wet expliciet dat een instructie die in strijd is met het belang van de vennootschap en aan haar verbonden onderneming niet dient te worden opgevolgd. Het bestuur behoudt hier dus zijn verantwoordelijkheid jegens de vennootschap. Behoud van de dualistische structuur blijkt ook uit de motivering van de wetgever om af te zien van een aandeelhoudersbestuurde BV:

“De expertgroep heeft (...) opgemerkt dat het aanvaarden van een aandeelhoudersbestuurde vennootschap een zekere spanning oplevert met het uitgangspunt in het Nederlandse recht dat het bestuur van de vennootschap het vennootschappelijk belang moet dienen.”**[noot:20]**

#### **2.5. Van kapitaalbescherming naar crediteurenbescherming**

Het onttrekken van vermogen aan de vennootschap, behoort tot de kernbevoegdheden van de AVA. Ten aanzien van de voorgestelde regels inzake uitkeringen, geeft de wetgever te kennen geïnspireerd te zijn door de normen zoals die gelden in de Amerikaanse staat Delaware.**[noot:21]**

Het huidige systeem van kapitaalbescherming wordt in de voorgestelde regeling verlaten. In plaats daarvan heeft de wetgever getracht de in de rechtspraak geformuleerde normen van crediteurenbescherming te codificeren.**[noot:22]** Tot voor kort**[noot:23]** bepaalde het wetsvoorstel dat het bestuur ingevolge het voorgestelde art. 2:216 BW goedkeuring moest verlenen aan een uitkeringsbesluit van de AVA, welke het diende te onthouden indien het wist of redelijkerwijs behoorde te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zou kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden. Indien de vennootschap na een uitkering niet zou kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden, dan waren de bestuurders hoofdelijk aansprakelijk voor het tekort door de uitkering ontstaan. Aandeelhouders die wisten of behoorden te voorzien dat de vennootschap na uitkering niet zou kunnen blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden dienen het hierdoor ontstane tekort terug te betalen.

Voorts komt o.a. ook het verbod op financiële steunverlening te vervallen. Daarbij tekent de wetgever wel aan dat de achterliggende norm onverkort blijft gelden: schuldeisers mogen door steunverlening niet benadeeld worden.**[noot:24]** De Memorie van Toelichting vermeldt dat ook het belang van de vennootschap grenzen aan de steunverlening kan stellen.**[noot:25]**

#### **2.6. Recente wijzigingen**

In de nota van wijziging van oktober 2008 had het departement door de toevoeging van het woord “slechts” aan de tweede zin van art. 2:216 lid 2, benadrukt dat bestuurders geen discretionaire bevoegdheid hebben ten aanzien van de goedkeuring van uitkeringen.**[noot:26]** Uitsluitend aan uitkeringen in strijd met de uitkeringstest mochten zij hun goedkeuring onthouden. Slechts mogelijke benadeling van crediteuren lijkt derhalve een rol te mogen spelen bij de beoordeling van de uitkering door bestuurders. In de tweede nota van wijziging van februari 2009 is de goedkeuringsbevoegdheid van het bestuur en de daaraan verbonden aansprakelijkheidsregeling zelfs in haar geheel komen te vervallen.**[noot:27]** Bij het bedrijfsleven bestond de angst dat de regeling te veel aansprakelijkheidsrisico’s voor bestuurders met zich meebracht. Indien de AVA besluit over te gaan tot een uitkering en de bestuurders weten of behoren te weten dat de vennootschap daardoor niet zal kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden, dan dienen de bestuurders in het kader van de raadgevende stem wel de AVA te waarschuwen.**[noot:28]**

Indien de AVA ondanks een waarschuwing van het bestuur de uitkering toch doorzet, hebben de bestuurders hun taak behoorlijk vervuld en

is aansprakelijkheid op grond van art. 2:9 niet aan de orde, aldus de toelichting.[noot:29]

De wetgever meent dat crediteuren hierdoor niet in de kou blijven staan, aangezien de aandeelhouders in dit geval kunnen worden aangesproken voor een tekort.[noot:30]

De recente wijzigingen hebben tot gevolg dat het orgaan dat belast is met het behartigen van het vennootschappelijk belang (het bestuur) zijn stem ten aanzien van uitkeringen verliest, en deze geheel komen te vallen binnen de discretionaire bevoegdheid van het orgaan dat zich in beginsel op haar eigen belang mag richten (de AVA).

## **2.7. Flex-BV:**

### ***Instrumentele benadering van vermogensonttrekkingen***

Hoewel de flexibilisering van het BV-recht mijns inziens geen drastische verschuiving in de richting van een instrumenteel ondernemingsrecht betekent waarin slechts de belangen van aandeelhouders er toe doen, lijkt aan de regels inzake vermogensonttrekkingen wél een meer instrumenteel uitgangspunt ten grondslag te liggen, waarbij alleen de bescherming van crediteuren de mogelijkheid tot het doen van uitkeringen beperkt. Dit is opmerkelijk, nu bij vermogensonttrekking de belangen van de vennootschap en haar aandeelhouders per definitie divergeren. De regeling inzake onttrekkingen raakt derhalve aan de fundamentele vraag of de onderneming een instituut of instrument is.

## **3. De casus PCM**

### **3.1. Geen**

#### ***crediteurenbenadeling,***

#### ***geen***

#### ***gedupeerde***

#### ***minderheidsaandeelhouders maar***

#### ***wel een onderzoek***

In het licht van het voorgaande is de casus PCM bijzonder boeiend. Er is hier geen sprake van crediteurenbenadeling; PCM is niet failliet en voldoet aan haar verplichtingen jegens haar schuldeisers.[noot:31] Daarnaast zijn er ook geen minderheidsaandeelhouders die menen benadeeld te zijn. Sterker nog, het lijkt er op dat alle aandeelhouders baat hebben gehad bij de transactie met Apax. Ook het bestuur heeft meegewerkt aan de door de aandeelhouders beoogde overname. Het enquêteverzoek is dan ook niet ingesteld door een ontevreden aandeelhouder, maar door de vakbonden.[noot:32] Deze hebben aan hun verzoek (onder meer) ten grondslag gelegd dat de aandeelhouders van PCM wel hebben gevaren ten koste van het vennootschappelijke belang van PCM. De OK gelast het verzochte onderzoek (mede) omdat "de vraag is gerezen of de betrokkenheid van Apax bij PCM, inclusief de beëindiging daarvan, in het vennootschappelijke belang van PCM was en dat belang mogelijk heeft geschaad". Het is onduidelijk of de OK hier doelt op de verantwoordelijkheid van het bestuur of een mogelijke zorgplicht van de aandeelhouders jegens de vennootschap. Wel is duidelijk, dat alleen de mogelijke **benadeling van de vennootschap** zonder dat daarbij belangen van crediteuren en minderheidsaandeelhouders direct in het geding zijn, in de ogen van de OK aanleiding kan vormen tot een enquêteonderzoek. In het hierna volgende zal derhalve worden geanalyseerd op welke wijze de LBO het belang van de vennootschap heeft geschaad.

### **3.2. Spanningen tussen PCM en haar aandeelhouders**

Kernactiviteit van PCM Uitgevers NV ("PCM") is het drukken en uitgeven van kranten, bladen en boeken en het aanbieden van (professionele) informatie. De vennootschap is onder meer (middellijk) eigenaar van NRC Handelsblad, Trouw, Algemeen Dagblad en de Volkskrant. In 2003 werden de gewone aandelen in PCM gehouden door drie ideële stichtingen: SDM (57,4%), SdV (5,8%) en SCP (1,8%). Daarnaast hielden drie financiële partijen cumulatief preferente aandelen in PCM. Binnen PCM bestond al geruime tijd spanning tussen het bestuur (en de RvC) en met name meerderheidsaandeelhouder SDM.[noot:33] De drie ideële aandeelhouders behartigden ieder het belang van een andere door het concern uitgegeven krant. De agenda's van de stichtingen en de vennootschap liepen daardoor niet altijd synchroon en dat resulteerde in wederzijds wantrouwen. De onderzoekers menen dat in dit wantrouwen de kiem heeft gelegen van het falende beleid dat tot het onderzoek heeft geleid.[noot:34]

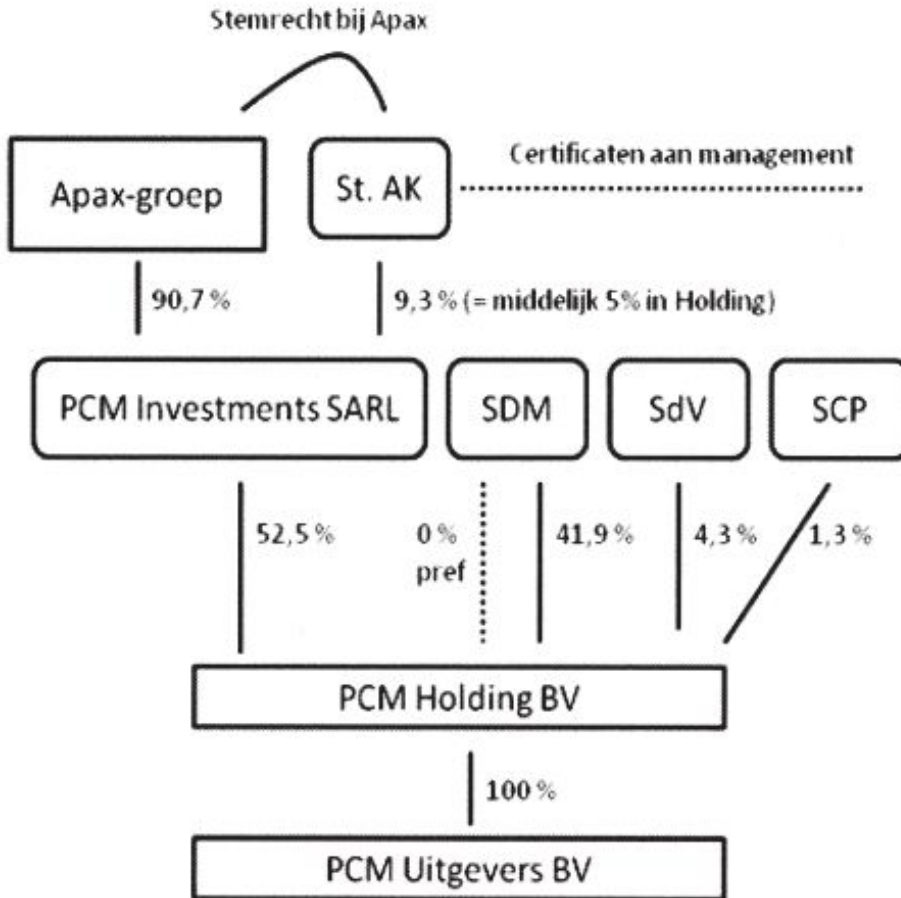
Naast deze interne spanningen werd PCM gehinderd door een sterk dalende advertentiemarkt voor dagbladen. In een poging het tij te keren besloot het bestuur uitvoering te geven aan een strategie van basisverbreding. Deze hield in feite de acquisitie in van twee bepaalde educatieve uitgeverijen. Omdat het bestuur meende deze acquisities niet op eigen kracht te kunnen financieren ging PCM op zoek naar een nieuwe kapitaalkrachtige aandeelhouder.

Er werd besloten dat de stichtingen een deel van hun aandelen zouden vervreemden door middel van een gecontroleerde veiling. De selectie van de kandidaat-kopers leidde tot hevige discussies tussen enerzijds bestuur en RvC en anderzijds SDM.[noot:35] Het bestuur en de RvC gaven de voorkeur aan twee kandidaten die de aandelen hielden in de uitgeverijen die PCM beoogde over te nemen. Met de toetreding van een van deze kandidaten zou derhalve een beslissende stap kunnen worden gezet ter implementatie van de strategie van basisverbreding. Op herhaaldelijk aandringen van SDM werden deze kandidaten echter niet geselecteerd voor de tweede ronde van de veiling. Uiteindelijk

werd gekozen voor Apax, omdat dit Britse private equityhuis bereid was aan alle door PCM gestelde voorwaarden te voldoen en de hoogste prijs bood.[noot:36]

### 3.3. Toetreding van Apax: een nieuwe structuur

De toetreding van Apax kreeg de vorm van een LBO. De stichtingen kochten de preferente aandelen en vervolgens verkochten en leverden zij al hun aandelen in PCM aan het nieuw opgerichte PCM Holding BV ("Holding"). Deze vennootschap ging derhalve 100% van de aandelen in PCM - dat was omgezet van een NV in een BV - houden. Juni 2004 werden de aandelen in Holding gehouden door Apax - via PCM Investments SARL ("Investments") - (52,2%), SDM (41,9%), SDV (4,2%) en SCP (1,4%). Op het verzoek van Apax werd een managementparticipatieregeling in het leven geroepen. Hiertoe heeft Apax 9,3% van haar aandelen in Investments overgedragen aan een stichting administratiekantoor ("AK").[noot:37] Management en personeel konden participeren door het verkrijgen van certificaten van de aandelen die AK hield in Investments. Het bestuur van AK bestond uit aan Apax verbonden personen, waardoor Apax de facto een meerderheidsbelang had in Holding. De verhoudingen in 2004 na toetreding van Apax kunnen als volgt worden weergegeven:



### 3.4. Financiering van de toetreding van Apax

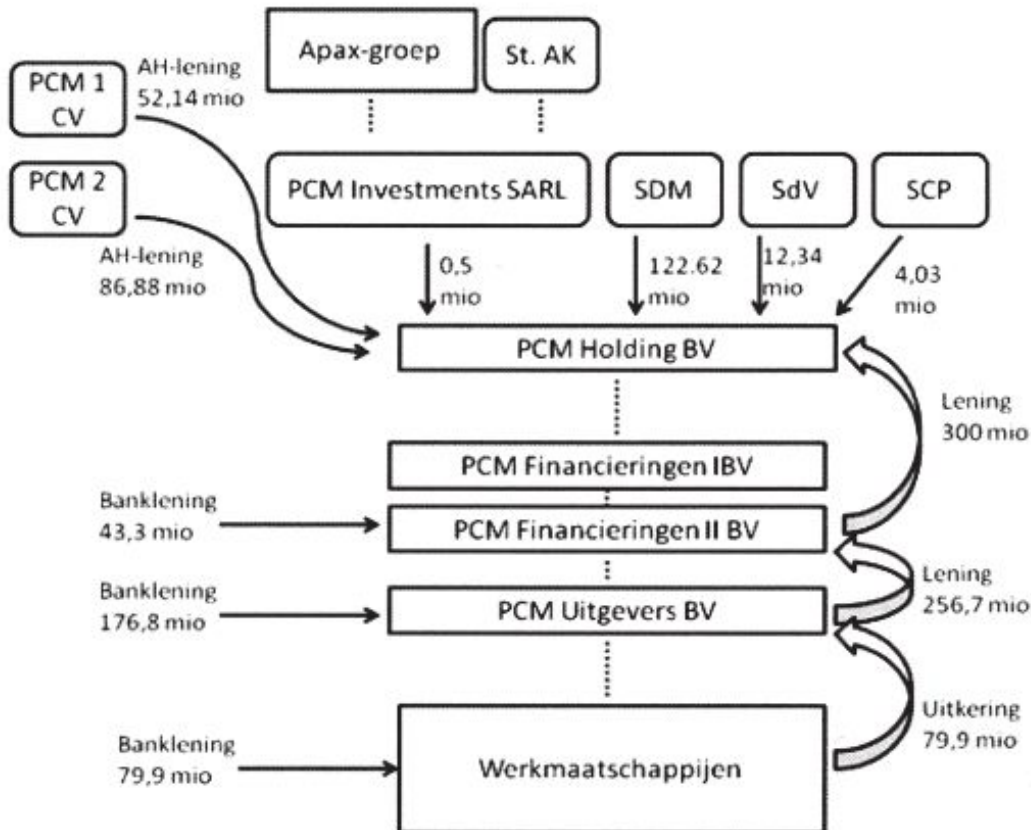
Holding betaalde aan de stichtingen € 610 miljoen voor de aandelen in PCM. Vermeerderd met transactiekosten en herfinanciering van bestaande schulden heeft Holding in totaal ongeveer € 680 miljoen moeten financieren. De stichtingen en Apax hebben in totaal € 1 miljoen kapitaal en agio op hun aandelen gestort. SDM heeft daarnaast € 60 miljoen kapitaal en (bijna uitsluitend) agio gestort op een preferente aandeel.[noot:38] In totaal bedroeg het eigen vermogen van Holding - in de zin van boek 2 BW - dus € 61 miljoen.

Hiernaast heeft Holding € 665 miljoen vreemd vermogen aangetrokken. De stichtingen en Apax hebben aan Holding achtergestelde leningen verstrekt voor een bedrag van € 280 miljoen.[noot:39] Voor alle leningen gold een rentetarieff van 12,36% dat jaarlijks op de hoofdsom werd bijgeschreven. Hoewel de aandeelhoudersleningen volgens boek 2 BW kwalificeren als vreemd vermogen, werden deze door de bank als garantievermogen beschouwd. De leningen waren immers achtergesteld en de vergoeding diende pas bij uittreden van Apax of uiterlijk in 2014 betaald te worden. Het totale garantievermogen was derhalve € 341 miljoen.

De overige € 340 miljoen van het vreemd vermogen werd bancair gefinancierd. Dit was onderverdeeld in een **senior debt** van € 300 miljoen en een kredietfaciliteit van € 40 miljoen. Er is ten aanzien van deze bancaire financiering gebruik gemaakt van de **debt-push-down** methode.[noot:40]



Deze methode houdt in dat de doelwitvennootschap geld leent van de bank en daarvoor zekerheden op haar activa verschaft, om dit geld vervolgens door te sluizen naar haar aandeelhouder. Met dit geld lost de koper het overbruggingskrediet af, dat zij bij de bank (kortstondig) is aangegaan ter financiering van de aanschafprijs van de aandelen. Er is € 340 miljoen aan bankkredieten verschaft aan PCM Uitgevers en haar werkmaatschappijen, waarvoor zekerheden zijn verschaft. Op de leningen was op het moment van afsluiten een rentetarief van 5,3% van toepassing en de leningen werden direct opeisbaar indien PCM niet meer aan bepaalde ratio's voldeed. Het door de leningen beschikbaar gekomen vermogen is middels uitkeringen en leningen weer naar Holding gevloeid. De financiering kan grafisch als volgt worden weergegeven:



### 3.5. Herfinanciering van PCM en uittreden van Apax

Kort na toetreding van Apax blijkt reeds dat de door PCM beoogde acquisities geen doorgang kunnen vinden. In de loop van 2006 wordt duidelijk dat de visies van Apax en SDM omtrent de toekomst van PCM in toenemende mate beginnen te divergeren en komen de verhoudingen onder druk te staan. Er wordt besloten de door Apax verschafte lening te herfinancieren. Als reden hiervoor voert het bestuur aan dat het hoge rentepercentage de winstgevendheid van PCM aantast. De lening bedraagt op dat moment inclusief bijgeschreven rente € 172 miljoen. PCM Holding verhoogt haar bestaande bankleningen met € 90 miljoen. Met dit bedrag en € 40 miljoen uit aanwezige kasmiddelen uit hoofde van de bestaande werkkapitaalfinanciering wordt € 130 miljoen van de verplichting aan Apax voldaan. [noot:41]

In juli 2006 wordt de strategie van basisverbreding officieel verlaten en doet SDM een bod van € 25,5 miljoen op het belang (aandelen en restant lening) van Apax. Uiteindelijk betaalt zij daar echter ruim 100 miljoen euro voor. PCM is hierna weer volledig in handen van de stichtingen.

## 4. Het onderzoeksrapport

### 4.1. De rol van het bestuur en de RvC

Het onderzoeksrapport is kritisch over de rol van het bestuur en de RvC van PCM. De onderzoekers stellen dat de afweging of de LBO in het belang van de vennootschap PCM was - oftewel of de voordelen hiervan opwogen tegen de financiële belasting die zij met zich meebracht - primair had moeten plaatsvinden binnen deze organen. Het bestuur en de RvC hebben de transactie echter beschouwd als een zaak van SDM en Apax en de door hen overeengekomen wijze van toetreding en financiering als fait accompli aanvaard. Hiermee zijn zij voorbij gegaan aan het feit dat een als LBO vormgegeven overname niet louter een transactie tussen de bestaande en nieuwe aandeelhouders is; ook de vennootschap is hierbij partij.

"Kan men van a) een emissie van aandelen aan een nieuwe aandeelhouder nog zeggen dat deze, door de versterking van de eigen

vermogenspositie van de vennootschap, in beginsel steeds in het belang van de vennootschap zal zijn en van b) een verkoop van aandelen door bestaande aandeelhouders aan een nieuwe partij dat deze in beginsel neutraal is voor de vennootschap, van c) een LBO staat vast dat deze immer bezwarend is voor de onderneming in die zin dat de onderneming belast wordt met een aanzienlijke financieringslast, dito renteverplichtingen en met omvangrijke transactiekosten.”[noot:42]

Om de financiering van haar eigen overname te faciliteren, moest PCM aanzienlijke verplichtingen aangaan, uitkeringen doen en leningen verschaffen aan haar aandeelhouder. Indien men opsomt welke besluiten en rechtshandelingen aan de zijde van PCM nodig zijn geweest, wordt duidelijk dat de vennootschap zelf een aanzienlijke rol in haar overname heeft gespeeld.[noot:43] Het bestuur en de RvC zijn zich dit niet ten volle bewust geweest, menen de onderzoekers. Aan de gehele transactie heeft geen besluit van het voltallige bestuur ten grondslag gelegen. Dit klemte te meer nu naar het oordeel van de onderzoekers de door PCM beoogde acquisities wél op eigen kracht (bancair) gefinancierd hadden kunnen worden. Ook heeft het bestuur bij de toetreding van Apax verzuimd de juridisch afdwingbare verplichting te bedingen, dat Apax in een concreet geval daadwerkelijk middelen moest fourneren ten behoeve van een acquisitie. Het is derhalve aannemelijk dat de overname en de financiële belasting die zij voor PCM meebracht - en ten gevolge waarvan de beslissingsmacht over eventuele acquisities van het bestuur naar Apax verplaatste - strijdig was met de door het bestuur beoogde strategie van basisverbreding. Het bestuur was volgens de onderzoekers vooral gecharmeerd van de overname omdat zij daardoor de (in haar ogen) hinderlijke meerderheidsaandeelhouder SDM zou kwijttraken.[noot:44]

#### **4.2. De rol van SDM en Apax**

De onderzoekers menen dat SDM als meerderheidsaandeelhouder er ook een eigen agenda op nahield, die niet zonder meer het belang van PCM weerspiegelde. Hoewel de stichting zich expliciet had gecommitteerd aan de door het bestuur geformuleerde strategie van basisverbreding, zag zij de transactie met Apax vooral als een kans om haar “eigen basis te verbreden”. SDM zag haar missie “breder dan PCM en [had] daarvoor geld nodig”, zo blijkt uit notulen van een vergadering van de RvC.[noot:45] De verkoop van haar belang zou haar de nodige financiële middelen verschaffen. Dit bracht SDM ertoe om op het moment dat bij het bestuur twijfels begonnen te ontstaan over de noodzaak van de overname, hierop aan te blijven dringen.[noot:46] SDM heeft de leiding genomen in het overnameproces en is met Apax de financieringsconstructie overeengekomen. Daarbij lijkt zij haar eigen belang voor dat van PCM te hebben gesteld.

Over de rol van Apax zijn de onderzoekers aanzienlijk minder kritisch. Zij stellen dat zij “in grote lijnen heeft gehandeld zoals van een private equity investeerder verwacht kon worden”. [noot:47] Een deel van Apax’ rendement bestaat uit de (te hoge) prijs die SDM haar bij haar uitkoop heeft betaald; dit heeft zij dus niet direct aan PCM onttrokken. Hoewel de onderzoekers stellen dat het aandeelhouderschap van Apax “weinig tot niets positiefs heeft gebracht”, concluderen zij dat de vergelijking met een sprinkhaan “die gedurende enkele jaren de onderneming kaalvreet en met volle buik vertrekt” niet opgaat. Deze conclusie wordt mijns inziens geenszins gedragen door de uit het rapport blijkende feiten of hetgeen de onderzoekers daaromtrent zelf overwegen. Apax heeft een minstens evengrote rol gespeeld bij de LBO als SDM. Daarnaast heeft zij - zo stellen de onderzoekers zelf - de door PCM beoogde acquisities eerder verhinderd dan bevorderd.[noot:48] Na aanzienlijke bedragen aan PCM te hebben onttrokken heeft zij slechts twee jaar na haar toetreding haar belang in PCM vervreemd. Waarom de onderzoekers meerderheidsaandeelhouder Apax een andere (veel minder vergaande) zorgplicht jegens de vennootschap PCM toedichten, dan meerderheidsaandeelhouder SDM, is onduidelijk.

#### **4.3. Alleen de COR stelde de juiste vragen**

Het is opmerkelijk dat naar het oordeel van de onderzoekers alleen de Centrale Ondernemingsraad zowel bij de toe- als uittreding van Apax de juiste vragen heeft gesteld. De raad vroeg om op prognoses gebaseerde afwegingen van de voor- en nadelen van de LBO. Ook bij de herfinanciering van Apax’ lening, stelde zij de belangrijke vraag waaraan het bestuur en de RvC te gemakkelijk voorbij gingen: “is dit in het belang van PCM?”[noot:49]

### **5. Materiële uitkeringen**

De facto heeft tussen 2004 en 2007 een ruime uitkering plaatsgevonden door PCM aan haar aandeelhouders. De onderzoekers delen deze mening; zij spreken van een “cash out”. [noot:50] PCM betaalde tussen 2004 en 2007 per saldo € 38,5 miljoen aan Apax, € 327,1 miljoen aan de stichtingen en € 106,9 miljoen aan kosten. [noot:51] Dit bedrag heeft PCM gefinancierd door het aantrekken van € 276,4 miljoen aan bankfinanciering en door € 196,1 miljoen ten laste van de cash flow te brengen.

#### **5.1. Debt-push-down**

De debt-push-down heeft het mogelijk gemaakt dat PCM haar eigen overname in belangrijke mate zelf heeft betaald door vermogen naar haar aandeelhouders over te hevelen. Men kan stellen dat PCM een materiële uitkering aan SDM heeft gedaan, waarna de stichting de ‘licht gemaakte’ vennootschap (gedeeltelijk) heeft verkocht aan Apax. Net zo goed verdedigbaar is de stelling, dat Apax (een deel van) de aandelen van SDM heeft gekocht en PCM daarna een materiële uitkering aan beide aandeelhouders heeft gedaan. Hoe dit ook zij; beide aandeelhouders zijn bij de financieringsconstructie betrokken geweest en hebben daar baat bij gehad.

De debt-push-down is op zich zelf niet in strijd met het huidige of het voorgestelde BV-recht. Ingevolge art. 2:207c lid 2 BW mag een BV leningen verstrekken met oog op het verkrijgen van aandelen in haar kapitaal, voor zover haar uitkeerbare reserves dat toelaten. De leningen



van PCM en haar dochters aan Holding zijn derhalve toegestaan.[noot:52] De door PCM aan de bank verschaftte zekerheden zijn ook niet in strijd met het verbod op financiële steunverlening, nu de Hoge Raad dit verbod in 2004 van haar tanden heeft ontdaan.[noot:53] Het vervallen van art. 2:207c BW in de voorgestelde regeling inzake de flex-BV verandert op dit punt derhalve weinig.

## **5.2. Betalingen**

### **op aandeelhoudersleningen**

Zowel Apax als de stichtingen hebben Holding hoofdzakelijk gefinancierd met leningen. Daarbij is aangevoerd dat deze als kapitaalstortingen beschouwd kunnen worden, omdat de leningen waren achtergesteld en de rente bijgeschreven mocht worden. Mijns inziens gaat deze redenering niet op. De renteverplichting ontstaat automatisch, terwijl de verplichting tot vergoeding van dividend slechts ontstaat indien de vermogensrechtelijke positie van de vennootschap dat toelaat en daartoe een uitkeringsbesluit is genomen. Daarnaast kan naar huidig recht het op aandelen gestorte kapitaal slechts aan de aandeelhouder worden terugbetaald door middel van een procedure die met waarborgen voor crediteuren is omkleed,[noot:54] terwijl de herfinanciering van Apax' lening in 2006 aantoonde dat een aandeelhouderslening zonder dergelijke waarborgen weer naar de aandeelhouder kan terugvloeden. De rentebetalingen over de aandeelhoudersleningen en de herfinanciering hebben het de aandeelhouders van PCM mogelijk gemaakt vermogen aan de vennootschap te onttrekken zonder dat daarop de wettelijke regels van kapitaalbescherming van toepassing zijn.[noot:55]

## **5.3. Definitie van het**

### **begrip uitkering**

Zowel een belangrijk deel van de toegepaste debt-pushdown, als de betalingen op de aandeelhoudersleningen kwalificeren naar huidig noch voorgesteld BV-recht als uitkering. In de flex-BV vallen onder dit begrip alleen de uitkering van dividend, de inkoop van eigen aandelen en de terugbetaling op aandelen bij kapitaalvermindering. Ervaringen in rechtsstelsels - zoals Groot-Brittannië - waarin een ruimer (materieel) uitkeringsbegrip wordt gehanteerd, tonen aan dat dit tot interpretatieproblemen kan leiden.[noot:56] Voor de normering van vermogensonttrekkingen die niet als formele uitkering kwalificeren, dient derhalve te worden teruggevallen op de algemene normen die gelden ten aanzien van transacties die de vennootschap aangaat.[noot:57]

## **6. Grenzen aan vermogensonttrekkingen**

### **6.1. Bescherming van crediteuren**

#### **of van de vennootschap?**

De normering van vermogensonttrekkingen wordt meestal geplaatst in het licht van crediteurenbescherming. Daarbij staat centraal de collisie van enerzijds het vermogensrechtelijke belang van de aandeelhouder bij de onttrekking en anderzijds het belang van de crediteur bij een vennootschap die verhaal blijft bieden voor zijn vordering. Ook aan de voorgestelde regeling inzake uitkeringen binnen de flex-BV lijkt dit belangenconflict ten grondslag te liggen; de vrijheid van de aandeelhouder om vermogen aan de vennootschap te onttrekken vindt haar begrenzing in de bescherming van crediteuren.

In de casus PCM is echter geen sprake van benadeling van crediteuren. De grote verliezer is hier de vennootschap zelf; als gevolg van Apax' toe- en uitreden is door PCM afgerond € 200 miljoen aan derden betaald, hebben de beoogde acquisities geen doorgang kunnen vinden, heeft zij zelfs aanzienlijke deelnemingen moeten afstoten[noot:58], werknemers moeten ontslaan[noot:59] en torst zij een grote bankschuld met zich mee. Dit roept de vraag op of naast de bescherming van crediteuren, ook het belang van de vennootschap aan vermogensonttrekkingen in de weg kan staan? Dat de OK een onderzoek beveelt op basis van de overweging dat de vraag is gerezen of de betrokkenheid van Apax in het **vennootschappelijk belang** van PCM is geweest, duidt op een bevestigend antwoord.

Mijns inziens behoudt het bestuur ook onder het voorgestelde recht zijn verantwoordelijkheid ten aanzien van vermogensonttrekkingen. Dat zal - zoals bij elke transactie die het namens de vennootschap aangaat - moeten toetsen of de onttrekking niet dusdanig in strijd is met het vennootschappelijk belang, dat het daaraan zijn medewerking dient te onthouden. Dit geldt ook voor formele uitkeringen; de recente wijzigingen van de tekst van art. 2:216 BW zijn derhalve enigszins misleidend. Het bestuur kan naar mijn mening niet volstaan met slechts een waarschuwing. Tegen een onttrekking die in vergaande mate strijdig is met de strategie van de onderneming dient het bestuur zich zoveel mogelijk te verzetten.[noot:60]

Dient ook de aandeelhouder onder omstandigheden af te zien van een vermogensonttrekking die in strijd is met het vennootschappelijk belang? Het antwoord op deze vraag hangt af van de omvang en inhoud die men toedicht aan de uit art. 2:8 BW voortvloeiende zorgplicht van de aandeelhouder. Het is denkbaar dat deze gekleurd wordt door de soort onderneming die de vennootschap drijft, de invloed van de aandeelhouder op het beleid van de vennootschap en door een eventuele committent van de aandeelhouder aan de strategie van de vennootschap. Het is mijns inziens goed verdedigbaar dat deze factoren er onder omstandigheden toe kunnen nopen dat een aandeelhouder zich dient te onthouden van onttrekking.

## **6.2. Aansprakelijkheid**

### **of terugbetaling?**

Onlangs werd bekend dat de vakbonden de OK zullen verzoeken een oordeel te vellen over het beleid bij PCM in de onderzochte

periode.**[noot:61]** Indien de OK tot de conclusie komt dat er sprake is van wanbeleid, dan ligt het treffen van voorzieningen niet bepaald voor de hand. De vraag is in hoeverre de vaststelling van wanbeleid in verdere procedures tot aansprakelijkheid zou kunnen leiden. Indien de conclusie zou luiden dat het bestuur en de RvC hun taken niet naar behoren hebben vervuld, dan is aansprakelijkheid jegens de vennootschap ex. art. 2:9 BW mogelijk.**[noot:62]** Dit zou in het belang van de vennootschap zijn, echter (indirect) ook ten goede komen aan de stichtingen, die nu juist de ontvangers zijn van het ten onrechte onttrokken vermogen.

Een verplichting voor de stichtingen en Apax om hetgeen zij onterecht aan de vennootschap hebben onttrokken te restitueren, lijkt ook niet ondenkbaar en ligt wellicht meer voor de hand. De stichtingen raken hierdoor dit vermogen niet kwijt, dit vloeit terug naar de vennootschap waarin zij aandelen houden. Mijns inziens zou art. 2:8 BW als grondslag kunnen dienen voor een dergelijke restitutieplichting.

## 7. Conclusie

In het Nederlandse vennootschapsrecht is een verschuiving waarneembaar in de richting van een meer instrumentele benadering van de onderneming, waarbij alleen de bescherming van crediteuren de grens vormt aan uitkeringen aan aandeelhouders. De casus PCM toont echter aan dat er meer is tussen hemel en aarde. Dat de OK een enquête gelast terwijl er geen sprake is van benadeelde crediteuren of minderheidsaandeelhouders, toont aan hoe diep de institutionele gedachte in ons vennootschapsrecht geworteld is. Ook het belang van de vennootschap speelt een rol bij de toelaatbaarheid van vermogensonttrekkingen. De voorgestelde regeling inzake de flex-BV lijkt aan dit institutionele uitgangspunt ten onrechte voorbij te gaan door de bescherming van crediteuren als enige beperking aan de mogelijkheid tot het doen van uitkeringen te stellen. Niettemin geldt onverminderd dat bestuur en RvC op grond van art. 2:9 BW kunnen worden aangesproken wegens onbehoorlijke taakvervulling, indien zij geen tegenwicht bieden aan een uitkering die de vennootschap benadeelt. Onder omstandigheden zal ook een aandeelhouder op grond van art. 2:8 BW van uitkering dienen af te zien omdat deze in strijd is met het vennootschappelijke belang.

Wellicht dienen de behartigers van het werknemersbelang uit de casus PCM vooral de les te trekken dat bij twijfel of een overname in het belang van de vennootschap en haar werknemers is, beter preventief dan repressief kan worden opgetreden. De PCM-enquete kan in de toekomst dienen als munitie voor vakbonden en ondernemingsraden die de vennootschap benadelende transacties willen voorkomen door het verzoeken van onmiddellijke voorzieningen.

[1]

Ik ben dank verschuldigd aan prof. mr. H.J. de Kluiver, mw. mr. J. Roest & mr. drs. R.J. de Weijs voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

[2]

De integrale tekst en een uitgebreide samenvatting van het onderzoeksrapport zijn beschikbaar op <http://www.pcmuitgevers.nl/default.aspx?NavID=146&NewsID=960&RubriekID=&Dialog=NewsContent>. Hierna: onderzoeksrapport.

[3]

OK 10 januari 2008, RO 2008/18, JOR 2008/39. Zie over deze beschikking: J.S. Hament, 'PCM-enquête: Toetsing van ondernemingsbeleid door private equity fondsen', O&F 2008, p. 74-87, D. Dorst, 'PCM: private equity & het vennootschappelijk belang', V&O 2008, p. 46-49 & Ch. E. Honée, 'Private Equity op de korrel van de Ondernemingskamer', Ondernemingsrecht 2008, p. 127-132. Er is tevens een boek verschenen over alle problemen rond het krantenconcern: K. Schaepman & H. Spinhof, *De grootste kraak in krantenland. Het drama Apax bij PCM*, Amsterdam: Nieuw Amsterdam Uitgevers 2008.

[4]

Zie over private equity en de leveraged buy-out in het algemeen de twee themanummers van *Ondernemingsrecht* : 2005-17 & 2007-5 en het in opdracht van minister Bos uitgevoerde onderzoek: A. de Jong e.a., *Hedgefondsen en Private Equity in Nederland* , Rotterdam: Erasmus University 2007.

[5]

*Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 1.

[6]

Zie Asser-Meijer 2, III, 2000, nr. 8. Dit uitgangspunt is onlangs weer bevestigd door de Monitoring Commissie Corporate Governance: "De Code gaat - conform het in Nederland gehanteerde uitgangspunt - ervan uit dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen; (...) Het bestuur heeft de integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming, waarbij de vennootschap streeft naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. (...) De Commissie constateert dat dit uitgangspunt nog steeds valide is. Specifiek in overnamesituaties bestaat echter het risico dat bepaalde deelbelangen de overhand krijgen." in

### *Rapport Monitoring*

### *Commissie Corporate Governance*

### *Code over de evaluatie en actualisering van de*

## **Nederlandse corporate governance**

**code**, 2008.

[7]

Over de exacte inhoud van het begrip 'vennootschappelijk belang' bestaan verschillende opvattingen. Zie voor een overzicht: W.J. Slagter, **Compendium van het Ondernemingsrecht**, Deventer: Kluwer 2006, nr. 2.

[8]

Zo volgt uit HR 30 juni 1944, NJ 1944/465 (Wennex); HR 13 november 1959, NJ 1960/472 (Melchers); HR 19 februari 1960, NJ 1960/473 (Aurora).

[9]

Ook dit uitgangspunt is onlangs bevestigd door de Commissie Corporate Governance (zie noot 4): "De Commissie heeft (...) gesignaleerd dat aandeelhouders, anders dan het bestuur en de raad van commissarissen, niet gebonden zijn aan het richtsnoer van het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Aandeelhouders mogen bij hun handelen in beginsel hun eigen belang nastreven, zij het dat zij gehouden zijn aan de gedragsnorm van redelijkheid en billijkheid."

[10]

P. van Schilfgaarde/J. Winter, **Van de BV en de NV**, Deventer: Kluwer 2006, p. 205.

[11]

De minderheidsaandeelhouder kan bij de OK een verzoek doen tot enquête en eventueel onmiddellijke voorzieningen, maar heeft ook de mogelijkheid om bij de rechtbank de vernietiging van een AVA- of bestuursbesluit te vorderen op grond van art. 2:15 lid 1 sub b juncto 2:8 BW wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid.

[12]

Zie bijvoorbeeld: HR 27 mei 1999, NJ 1999/487 (Gucci), OK 18 april 2003, NJ 2003,286 (RNA), OK 17 januari 2007, JOR 2007/42 (Stork).

[13]

OK 10 december 2008, zaak nr. 200.016.121/1, binnenkort gepubliceerd in

### **Rechtspraak Ondernemingsrecht**

[14]

Zie over deze instrumentele benadering o.a.: H. Hansmann & R. Kraakman, 'The end of history of corporate law',

in: **Convergence and persistence**

**in corporate governance**

, 2000, p. 33-68; R. Kraakman e.a.,

The **anatomy of corporate law**

**A comparative and functional**

**approach**, Oxford: University Press 2004. Timmerman is kritisch ten aanzien van deze benadering van het recht, zie:

L. Timmerman, 'Gedragsrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van het vennootschapsrecht, Wat moet dwingend blijven in het vennootschapsrecht van de toekomst?', **Ondernemingsrecht** 2005-1, p. 2-8. Ook

(buitengewoon) kritisch ten aanzien van Hansmann en Kraakman: P. Ireland, 'Shareholder Primacy and the distribution of

wealth', **Modern Law Review**

2005, p. 49-81.

[15]

Het Supreme Court van Michigan verwoordde dit uitgangspunt reeds in 1919: "A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end."

[16]

HR 13 juli 2007, **JOR** 2007/178 (ABN-Amro). Daarin stelde de Hoge Raad dat ook in de situatie waarin een vennootschap zich 'in de etalage' zet, op het bestuur de verplichting rust het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop te stellen en de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, bij zijn besluitvorming in aanmerking te nemen. Zie ook het commentaar bij het arrest van Van Ginneken in **Ondernemingsrecht** 2007-10/11.

[17]

Zoals de invoering van art. 2:107a (goedkeuringsrecht van de AVA met betrekking tot belangrijke bestuursbesluiten) en art. 2:114a (agenderingsrecht voor aandeelhouders).

[18]

**Kamerstukken II**

2006/07, 31 058, nr. 3, p. 3. (MvT).

[19]

**Kamerstukken II**

2006/07, 31 058, nr. 3, p. 3. (MvT).

[20]

**Kamerstukken II** 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 10 (MvT).

[21]

**Kamerstukken II** 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 25, 30 & 66 (MvT).

[22]

HR 8 november 1991, NJ 1992,174 (Nimox) & HR 6 februari 2004, **JOR** 2004/67 (Reinders Didam).

[23]

Zie paragraaf 2.6.

[24]

**Kamerstukken II** 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 66 (MvT). Zie ook: M.L. Lennarts, 'Nogmaals Montedison, maar dan in het licht van de voorgestelde regeling van uitkeringen aan aandeelhouders', in: H. Beckman e.

a., **Ondernemingsrecht door en voor**

**Mick den Boogert**, Deventer: Kluwer 2008, p. 127-137.

[25]

"Evenzeer als bij andere transacties die door het bestuur namens de vennootschap worden aangegaan, geldt hierbij de sanctie van aansprakelijkheid indien niet de vereiste zorgvuldigheid in acht wordt genomen. Dit betekent dat steuntransacties niet mogen worden aangegaan tegen voorwaarden die niet aan gebruikelijke marktvoorwaarden zijn onderworpen of

**zeer ongunstig uitwerken voor**

**de vennootschap.**

" **Kamerstukken II**

2006/07, 31

058, nr. 3, p. 66 (MvT) (cursief JB).

[26]

**Kamerstukken II** 2008/09, 31 058, nr. 7, p. 7 (Nota van Wijziging).

[27]

**Kamerstukken II** 2008/09, 31 058, nr. 8, p. 2 (Tweede Nota van Wijziging).

[28]

**Kamerstukken II** 2008/09, 31 058, nr. 8, p. 4 (Tweede Nota van Wijziging). Het afschaffen van de goedkeuringsregeling is derhalve enigszins een schijnbeweging. Het bestuur zal de uitkering nog steeds moeten toetsen. De wetgever geeft aan dat als het bestuur de financiële gevolgen van de uitkering niet zorgvuldig onderzoekt en nalaat de AVA te informeren, zij op grond van art. 2:9 en mogelijk 2:248 aansprakelijk zal zijn.

[29]

Het is mijns inziens nog de vraag of bestuurders moeten of mogen meewerken aan de **betaalbaarstelling** van een dergelijke vennootschap of crediteuren benadelende uitkering. Enerzijds kan worden verdedigd dat weigering om het dividend te betalen betekent dat het bestuur veroorzaakt dat de vennootschap wanprestatie pleegt en dit een onrechtmatige daad van bestuurders oplevert. Anderzijds kan worden aangevoerd dat de betaalbaarstelling in deze omstandigheden een onrechtmatige selectieve betaling door de bestuurders jegens de vennootschapscrediteuren inhoudt of mogelijk zal leiden tot aansprakelijkheid ex. 2:248 BW.

[30]

Deze stelling van de wetgever gaat mijns inziens voorbij aan het feit dat geld terugvorderen van (mogelijk buitenlandse en mogelijk velen) aandeelhouders aanzienlijk minder gemakkelijk zal zijn dan het aanspreken van bestuurders.

[31]

Overigens blijkt uit het onderzoeksrapport dat dit weinig heeft gescheeld. PCM is op het nippertje gered door uitgeverij ThiemeMeulenhoff vlak voor het wereldwijd uitbreken van de kredietcrisis aan branchegenoot NDC/VBK te verkopen. Zie onderzoeksrapport p. 28 & F. Roelvink, 'PCM op het nippertje van boekroet gered', **Het Financieele Dagblad** 17 december 2008.

[32]

De vakbonden maken terughoudend gebruik van hun recht een enquête te verzoeken: OK 17 maart 1994, **NJ** 1995, 408; OK 8 oktober 1998, **NJ** 1999, 349; OK 21 oktober 1999, **JOR** 1999/228; OK 15 mei 2001, **JOR** 2001/145; OK 18 mei 2004, **JOR** 2004/195 & OK 10 maart 2006, **ARO** 2006, 60.

[33]

Onderzoeksrapport p. 43 e.v..

[34]

Onderzoeksrapport p. 19.

[35]

Uit het onderzoeksrapport blijkt dat deze discussies bijna tot aftreden van bestuur en RvC hebben geleid, p. 105.

[36]

Apax bestaat reeds dertig jaar. De Amerikaanse poot was nog betrokken bij het startkapitaal van Apple en America Online. De Britse afdeling is in 1981 opgericht door Sir Ronald Cohen, een vertrouweling van de huidige Britse premier Gordon Brown en een belangrijk man binnen de Labour partij. Apax is in Nederland betrokken geweest bij Independer, de Gouden Gids, de Duitse divisie van telecombedrijfVersatel en de halfgeleiderdivisie van Philips. Volgens haar website beheert het fonds thans 35 miljard euro, grotendeels verkregen van pensioenfondsen. Onder het kopje "Our values" vermeldt Apax over zichzelf: "Because private equity is such a long-term business, and depends on the trust it receives from investors, business owners and management teams, the values of integrity and sustainability are crucial in everything we do. (...) We are long-term investors with the aim of building robust and sustainable businesses."

[37]

Het rendement van de managementparticipatie was derhalve gekoppeld aan het rendement dat Apax (middels Investments) over haar investering zou behalen, en niet aan de winstgevendheid van PCM.

[38]

In beginsel was het de bedoeling dat dit gedeelte van de financiering ook de vorm zou krijgen van een achtergestelde aandeelhouderslening, maar wegens de (fiscale) thin-capitalisation rule is gekozen voor een preferent aandeel met agio. De voorwaarden die zijn verbonden aan het preferente aandeel zijn economisch gelijk aan die van de verstrekte achtergestelde leningen: 12,36% cumulatief dividend dat jaarlijks wordt bijgeschreven op een agioreserve.

[39]

Ongeveer 140 miljoen is hiervan verschaft door de Apax-groep. Dit bedrag is gefinancierd middels twee commanditaire vennootschappen, in verband met de fiscale 'thin capitalisation rules'. De overige 140 miljoen is door de stichtingen (gedeeltelijk in de vorm van IRR linked notes) aan Holding geleend.

[40]

Zie over de debt-push-down: B.B. Visser, 'Leveraged buy outs: financiering met vreemd vermogen, Op naar een leven zonder financial assistance?', **Ondernemingsrecht** 2005-17, p. 3 e.v..

[41]

Onderzoeksrapport p. 225.

[42]

Onderzoeksrapport p. 180.

[43]

Het besluit tot omzetting PCM uitgevers NV in BV, met oog op het kunnen doorlenen aan Holding; de oprichting van PCM financieringen I en II; het aangaan van bankleningen van 340 miljoen door werkmaatschappijen; het besluit tot uitkering van bijna 80 miljoen van de werkmaatschappijen aan PCM Uitgevers BV; het verstrekken van een lening aan PCM Financieringen II van 256,7 miljoen.; besluit tot statenwijziging van PCM Uitgevers BV; het namens PCM Holding BV aangaan van de leningen met haar aandeelhouders tegen een rentepercentage van ruim 12 procent.

[44]

Onderzoeksrapport p. 106 e.v..

[45]

Onderzoeksrapport p. 84.

[46]

Onderzoeksrapport p. 85.

[47]

Onderzoeksrapport p. 24.

[48]

Onderzoeksrapport p. 353.

[49]

Onderzoeksrapport p. 24.

[50]

Onderzoeksrapport p. 26.

[51]

Onderzoeksrapport p. 356.

[52]

Bij de NV is het verstrekken van leningen met oog op het verkrijgen van aandelen in haar kapitaal niet toegestaan. Dit is waarom PCM voor de overname is omgezet in een BV.

[53]

HR 7 mei 2004, *JOR* 2004/161 (Muller-Rabobank). In dit arrest heeft de Hoge Raad bepaald dat de door de doelwitvennootschap verschafte zekerheden zijn verstrekt voor een lening die is aangetrokken met het doel het liquide maken van vrije reserves. Zie over dit arrest ook R.E. Hartog, 'Financieringsstructuren in het licht van artikel 2:207c BW', *Vennootschap*

*& Onderneming*

2004, p. 98-102; M. van Olffen, 'Steunfinanciering', in: G. van Solinge e.a.,

*De financiering van de onderneming*

Deventer: Kluwer 2006, p. 79-96; D.A. Viëtor, 'Persoonlijke aansprakelijkheid en doeloverschrijding bij het verlenen van financiële steun', *Ondernemingsrecht* 2007, p. 493-499.

[54]

Zie art. 2:208 juncto 2:207 BW.

[55]

Zie over de vragen die financiering door middel van aandeelhoudersleningen in faillissement oproept: R.J. de Weijs, 'Vooruit met de achterstelling: over de positie van aandeelhoudersleningen in én voor faillissement', *WPNR* 2008/6751, p. 313-320 & R.

J. Schimmelpenninck, 'Leningen of schadeclaims van aandeelhouders concurrent?', *Tvl* 2003, p. 239.

[56]

Zie P.L. Davies, *Gower and Davies*

*principles*

*of modern company law*

, London: Sweet & Maxwell 2003, p. 280. Overigens wordt in

het Statuut voor de Europese Besloten Vennootschap (SPE) ook een ruime definitie van uitkeringen gehanteerd. Zie hierover: H.E. Boschma en

J.N. Schutte-Veenstra, 'De Europese BV: het voorstel voor een SPE-Statuut',

*Ondernemingsrecht*

2008-17, p. 608.

[57]

Daarbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan bestuurdersaansprakelijkheid, onrechtmatige daad, actio pauliana en de uit art. 2:8 BW voortvloeiende norm van redelijkheid en billijkheid.

[58]

Bohn Stafleu Van Loghum & ThiemeMeulenhoff.

[59]

'Bezuinigingsslag bij PCM-kranten', *NRC Handelsblad*

6 november 2008 & 'PCM schrapt circa 5

procent van banen', *NRC Handelsblad*

19 december 2008.

[60]

Deze verantwoordelijkheid blijkt mijns inziens ook uit HR 6 februari 2004, *JOR* 2004/67 (Reinders Didam).

[61]

'Bonden willen vervolgonderzoek naar beleid PCM', *NRC Handelsblad*

6 februari 2009 & 'NVJ verder

in PCM-zaak', *Financieel Dagblad*

7 februari 2009.

[62]

Mocht de OK overgaan tot de vaststelling van wanbeleid. Het rapport verwoordt immers 'slechts' de mening van de onderzoekers en heeft geenszins te gelden als een bindende rechterlijke uitspraak.