

## Samenvatting

1. Dit rapport vormt de weerslag van het onderzoek dat door de Ondernemingskamer bij beschikking van 10 januari 2008 is bevolen naar het beleid en de gang van zaken van PCM aangaande alle onderwerpen die, in de zin als in die beschikking is overwogen, verband houden met de betrokkenheid van de Apax-groep bij PCM, één en ander over de periode van 1 januari 2004 tot en met 2 juli 2007. Gedurende het onderzoek bleek dat voor een goed begrip van de ontwikkelingen bij PCM in de genoemde periode ook een aantal belangrijke gebeurtenissen in de voorafgaande periode in de beschouwing diende te worden betrokken.
2. In haar jaarverslagen en op haar website formuleert PCM haar missie als volgt:  
*“PCM is in het Nederlandse taalgebied een toonaangevend uitgever van media op een breed terrein van nieuws, achtergrond, kunst, cultuur, economie, wetenschap, onderwijs en ontspanning. Een aantal van de media dient uitdrukkelijk ook als platform voor commerciële communicatie.”*
3. In de jaren negentig was PCM een relatief succesvolle onderneming die erin slaagde om haar activiteiten sterk uit te breiden (met name met de overname van Meulenhoff & Co in 1994 en NDU in 1995) en die met name in de tweede helft van de jaren negentig goede resultaten toonde. In het kader van de overname van NDU werden destijds cumulatief preferente aandelen (cumprefs) met een nominale waarde van ruim € 113 miljoen en een vast rendement van 8% uitgegeven aan een drietal financiële instellingen. De ideële Stichtingen, houders van de gewone aandelen in PCM, hadden de mogelijkheid om de cumprefs in het eerste kwartaal van 2006 over te nemen tegen een prijs van € 125 miljoen, bij gebreke waarvan de cumprefhouders met ingang van 1 mei 2006 naast het vaste rendement jaarlijks aanspraak konden op een dividend ter hoogte van 10% van de netto-winst van PCM.
4. De resultaten van PCM liepen begin deze eeuw sterk terug. PCM had daarnaast in toenemende mate te kampen met een besturingsprobleem dat vooral verband hield met de rol van meerderheidsaandeelhouder SDM (toen nog genaamd: SHP) en de verstoorde verhoudingen tussen de RvB van PCM en het bestuur van SDM. In 2001 werd aan prof. Bouw opdracht gegeven het probleem te analyseren en met aanbevelingen te komen, maar de essentie van het probleem is ook na het verschijnen van het rapport Bouw in september 2001 niet opgelost. Dit

gegeven heeft een belangrijke stempel gedrukt op de ontwikkelingen binnen PCM in de periode tussen medio 2003 en 2004, in het bijzonder waar het betreft de beslissende invloed die SDM in die periode op strategisch vlak heeft uitgeoefend.

5. Sinds het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw had PCM een strategie van basisverbreding. Daaronder werd in essentie verstaan een versterking c.q. verbreding van de basis van PCM door uitgeefactiviteiten te zoeken buiten het traditionele krantendomein en daardoor minder afhankelijk te worden van het conjunctuurverloop. De strategie van basisverbreding werd herbevestigd en geactualiseerd in een document van november 2002, getiteld "Strategische update basisverbreding". In dit document werd als doelstelling geformuleerd dat PCM diende te streven naar:
  - basisversterking van de divisies Algemene Boeken en Educatief en
  - basisverbreding door het verwerven van een substantieel marktaandeel (doelstelling: 25%) in de voor PCM nieuwe sector Professionele Uitgaven.Bij nadere analyse komen de onderzoekers tot de conclusie dat:
  - de strategie van basisversterking van Algemene Boeken en Educatief in essentie neerkwam op de verwerving van Malmberg of VBK;
  - het plan om een substantieel marktaandeel binnen de sector Professionele Uitgaven te verwerven feitelijk van aanvang af een doodgeboren kind was.
6. PCM kon zowel Malmberg als VBK verwerven zonder dat daarvoor toetreding van een nieuwe aandeelhouder nodig was. Het idee dat PCM voor de implementatie van de strategie van basisverbreding per se een nieuwe aandeelhouder "met geld" nodig had was dan ook vooral ingegeven door de gedachte dat:
  - PCM voor die implementatie een grotere kas moest hebben dan nodig was voor de verwerving van Malmberg of VBK; in de interne rekenmodellen werd in dat kader uitgegaan van een benodigde acquisitiekas van € 400 miljoen;
  - er een koppeling bestond tussen de implementatie van de strategie van basisverbreding enerzijds en de herfinanciering van de cumprefs (waarmee per medio 2004 een bedrag van circa € 136 miljoen gemoeid zou zijn) anderzijds, waarbij dan de conclusie was dat PCM in de bestaande aandeelhoudersstructuur (met aandeelhouders "zonder geld") niet beide tegelijk

kon realiseren.

7. De onderzoekers plaatsten vraagtekens bij de aangebrachte koppeling. Een heldere analyse waarom het herfinancieren van de cumprefs – tegelijk met de implementatie van de strategie van basisverbreding – *in het belang van de vennootschap* was, ontbreekt. Gelet op het ontbreken van een duidelijk belang van PCM om de financiering van de cumprefs te koppelen aan de implementatie van de strategie van basisverbreding, is de wezenlijke vraag waarvoor PCM en haar aandeelhouders zich in de loop van 2003 gesteld zagen of toetreding van een nieuwe, financieel krachtige aandeelhouder wel noodzakelijk was voor de implementatie van de strategie van basisverbreding.
  
8. Toetreding van een nieuwe aandeelhouder die in de vorm van kapitaal nieuw geld inbrengt (bijvoorbeeld via een emissie) was uiteraard behulpzaam geweest bij de implementatie van de strategie van basisverbreding, maar niet noodzakelijk. In de loop van 2003 werd echter voor bestuurders, commissarissen en aandeelhouders van PCM duidelijk dat indien niet een strategische, maar een financiële partij als nieuwe aandeelhouder zou toetreden, dat niet zou geschieden in de vorm van een emissie of een verkoop van aandelen in PCM Uitgevers, maar door een zogenaamde *leveraged buy out* (LBO), waarbij de financiering van de transactie (middels een koopholding) zoveel mogelijk ten laste van de onderneming zou plaatsvinden (met een dienovereenkomstige stijging van de rentelast) en waarmee hoge kosten (circa € 30 miljoen) gemoeid waren. Anders dan bij toetreding van een nieuwe aandeelhouder door een emissie of door een “normale” verkoop van aandelen door bestaande aandeelhouders aan de toetredende partij, is, indien die toetreding door middel van een LBO geëffectueerd wordt, derhalve steeds sprake van een aanzienlijke financiële belasting van de vennootschap c.q. de onderneming zelve. Daarmee is niet gezegd dat een LBO niet in het belang van de vennootschap kan zijn, wel dat steeds getoetst zal moeten worden of de voordelen van de LBO (bijvoorbeeld met het oog op een groei van de onderneming die anders niet gerealiseerd zou kunnen worden) opwegen tegen de genoemde financiële belasting. *Die afweging dient primair plaats te vinden binnen RvB en RvC, die in het Rijnlandse model van corporate governance belast zijn met de bewaking van het vennootschappelijk belang.* Dit brengt met zich dat de rol van RvB en RvC in het kader van een LBO naar het oordeel van de onderzoekers een wezenlijk andere is dan in het kader van een “normale” transactie van aandelen in de vennootschap. Van een “normale” aandelentransactie

zou men kunnen zeggen dat die de vennootschap “overkomt”, maar bij een LBO is dat niet het geval: de vennootschap is daar uitdrukkelijk partij bij (zij neemt immers in het kader van de transactie zeer aanzienlijke lasten op zich) en heeft dus een eigen positie om te beslissen of het in *haar* belang is of zij al dan niet participeert in de LBO en zo ja, onder welke voorwaarden. RvB en RvC hebben in dat kader dan ook een eigen, zelfstandige rol ter bewaking van het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Aan die eigen, zelfstandige rol hebben RvB en RvC in de cruciale periode tussen begin november 2003 (start verkoopproces) en eind juni 2004 (de transactie met Apax) naar het oordeel van de onderzoekers onvoldoende invulling gegeven, terwijl tegelijkertijd SDM gedurende het verkoopproces het initiatief steeds verder naar zich toetrok.

9. Als beslissend moment in het verkoopproces beschouwen de onderzoekers de gebeurtenissen in de eerste week van februari 2004, omdat die gebeurtenissen tot gevolg hadden dat nadien de rol van RvB en RvC in het verdere verkoopproces de facto gemarginaliseerd was en de belangrijke besluiten die uiteindelijk leidden tot de transactie van 30 juni 2004 nog slechts door SDM en Apax genomen werden. Het werkelijke debat ten gronde of de voorliggende LBO wel in het belang van de vennootschap was, werd vanaf dat moment niet meer gevoerd binnen het gremium waarin dat naar het oordeel van de onderzoekers primair had gemoeten – de vergadering van de RvC – maar in (de gesprekken met) de COR.
10. In de eerste week van februari 2004 werd beslist over de vraag welke partijen toegelaten moesten worden tot de tweede ronde van het biedingsproces. De beslissing in de bestuursvergadering van SDM van 4 februari 2004 om de combinaties CVC/VBK en 3i/Malmberg – waarmee in geval van een samengaan met PCM een beslissende stap gezet zou worden ter implementatie van de strategie van basisverbreding – niet toe te laten tot de tweede ronde was blijkens de notulen van die vergadering niet ingegeven door het binnen PCM breed uitgedragen motief voor de zoektocht naar een nieuwe aandeelhouder – het streven om basisverbreding *buiten het krantendomein* te realiseren – maar door de eigen agenda van SDM om enerzijds middelen ter beschikking te krijgen voor haar eigen “basisverbreding” en anderzijds het krantendomein verder te versterken. Zo vermelden die notulen onder meer:  
*“De exercities van de afgelopen weken en de inhoudelijk vaak verrassende voorstellen van de geïnteresseerde partijen laten zien dat er andere vormen van (basis-)verbreding mogelijk zijn, in het bijzonder specifiek gericht op*

*de kranten. Een dergelijke verbreding past veel meer in de doelstelling van de stichting én het concern.”*

11. SDM verloor hiermee uit het oog dat “basisverbreding specifiek gericht op de kranten” in de gebruikelijke terminologie binnen PCM een contradictio in terminis was omdat de term basisverbreding nu juist zag op de groei van de onderneming *buiten het krantendomein*. Bovendien is door PCM of SDM nimmer aan de hand van enige analyse vastgesteld, laat staan besloten, dat voor een “basisverbreding” binnen het krantendomein toetreding van een nieuwe aandeelhouder nodig was. Met de leencapaciteit van PCM zelf (op dat moment ca. € 300 miljoen) konden noodzakelijke investeringen binnen het krantendomein zonder problemen gefinancierd worden. De onderzoekers constateren dan ook dat met dit besluit van SDM een belangrijke discrepantie ontstond tussen de verdere besluitvorming in het verkoopproces enerzijds en het oorspronkelijke motief om dat verkoopproces überhaupt in gang te zetten anderzijds.
12. In de RvC-vergadering van 5 februari 2004 werd door de weigering van SDM om de genoemde combinaties toe te laten tot de tweede ronde van het biedingsproces, manifest dat er op het punt van de strategie een essentieel verschil van inzicht bestond tussen RvB en RvC enerzijds en SDM anderzijds.
13. Uit een presentatie van Apax aan SDM van 11 maart 2004 valt af te leiden dat ook Apax de mening was toegedaan dat de versterking van en de investeringen in de kranten – en dus niet de implementatie van de strategie van basisverbreding die de aanleiding vormde voor de zoektocht naar een nieuwe aandeelhouder – prioriteit had. Apax liet daar geen misverstand over bestaan waar zij zowel het gedeelte van haar presentatie dat betrekking heeft op Algemene Boeken als het gedeelte dat betrekking heeft op Educatief afsluit met de zin:  
*“However, we believe that investment in and focus on the newspaper businesses should remain the priority of the business following this transaction.”*
14. Met de insteek van Apax en SDM – de kranten hebben prioriteit – is in feite de kiem gelegd voor de continuering van de mislukking van de strategie van basisverbreding sinds eind jaren negentig, waarvan als belangrijke oorzaak in de Strategische Update genoemd wordt dat deze strategie op *“diverse niveaus binnen de organisatie geen top of mind-positie”* kreeg. Ook bij Apax en SDM had de basisverbreding immers geen “top of mind-positie”, die positie was voorbehouden aan

de kranten. Aangezien PCM na effectueering van de transactie met Apax als gevolg van haar hoge schuldniveau nog slechts met hulp van haar aandeelhouders in staat was om belangrijke acquisities te doen, werden de kansen op succesvolle implementatie van de strategie van basisverbreding er met de toetreding van Apax de facto alleen maar kleiner op.

15. Uiteindelijk zijn RvB en RvC door de knieën gegaan voor SDM: de genoemde combinaties werden niet toegelaten tot de tweede ronde. De implicaties van de geschetste gebeurtenissen reiken echter veel verder omdat PCM voor de implementatie van de strategie die SDM voorstond – “basisverbreding” binnen het krantendomein – hoe dan ook geen nieuwe aandeelhouder nodig had. Daarmee drong zich te meer de ten deze centrale vraag op: was een LBO zoals die er na het afvallen van de laatste strategische partij (de Persgroep) onvermijdelijk zou komen als het verkoopproces zou worden gecontinueerd, nu eigenlijk wel *in het belang van de vennootschap PCM Uitgevers en de met haar verbonden onderneming*? Die vraag diende zoals gezegd primair beantwoord te worden door RvB en RvC. De onderzoekers constateren dat over die vraag na het machtswoord van SDM in de eerste week van februari, binnen die gremia geen wezenlijke discussie meer op dit punt heeft plaatsgevonden. Binnen de RvB vond in deze periode überhaupt geen collegiale besluitvorming omtrent de voortgang van het verkoopproces en de daarop volgende onderhandelingen met Apax plaats. Onderzoekers hebben bij PCM geen stukken aangetroffen waaruit blijkt van een analyse van RvB en/of RvC dat, ondanks het gegeven dat SDM deze organen dwong om de genoemde combinaties niet toe laten tot de tweede ronde en ondanks dat in de RvC-vergadering van 5 februari 2004 duidelijk tot uiting kwam dat de kranten nog steeds primair waren voor SDM en dat altijd zouden blijven (waarmee het werkelijke commitment om de door RvB en RvC voorgestane strategie van basisverbreding te implementeren niet langer aanwezig was), de toetreding van een nieuwe aandeelhouder door middel van een LBO niettemin nog steeds in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming was. Een dergelijke analyse had naar het oordeel van de onderzoekers echter niet mogen ontbreken, te meer niet nu niet valt in te zien op basis van welke argumenten RvB en RvC tot de conclusie hadden kunnen komen dat de evident bezwarende elementen die een LBO voor PCM met zich zou brengen (ca. € 300 miljoen aan extra schuld met dienovereenkomstige verhoging van de rentelasten, ca. € 30 miljoen aan transactiekosten) in de gegeven omstandigheden nog steeds opwogen tegen de voordelen daarvan. Zo’n analyse had naar het oordeel van de onderzoekers tenminste inzicht moeten geven in geprognosticeerde

balans en resultatenrekening van (het nieuwe) PCM met en zonder LBO. Wat opvalt is dat in de gesprekken/vergaderingen die plaatsvonden binnen de verschillende gremia van PCM sinds dat duidelijk werd dat er een LBO met een financiële partij zou plaatsvinden, er nimmer zo'n geprognosticeerde balans en resultatenrekening van het toekomstige PCM ter tafel is geweest.

16. Volgens onder meer Bouwman en Zwarts hebben RvB en RvC zich destijds neergelegd bij het machtswoord van SDM omdat men kennelijk koste wat kost afwilde van SDM als meerderheidsaandeelhouder. Volgens Bouwman waren de stichtingen *“aandeelhouders die interfereerden in PCM op niet-zakelijke gronden en zij waren evenmin professioneel geëquipeerd”* en vond hij het *“gegeven de wisselende opstelling van het SDM bestuur (...) niet in het belang van de onderneming, dat deze aandeelhouder het alleen voor het zeggen zou hebben.”* Volgens Zwarts werd *“een ‘slechte’ verandering (waarbij de stichtingen wel een aanzienlijk deel van hun aandelen zouden vervreemden) beter geacht dan geen verandering.”*
17. Aldus ontstond een situatie waarin de werkelijke aanleiding om op zoek te gaan naar een nieuwe aandeelhouder (implementatie strategie van basisverbreding) ondergesneeuwd raakte en de verschillende betrokkenen binnen PCM ieder hun eigen agenda hadden als gevolg waarvan de aanstaande LBO toch doorgezet werd: SDM zag de transactie met Apax als een mogelijkheid om haar wens om a) binnen PCM in wezen een andere dan de eerder vastgestelde strategie, *“in het bijzonder specifiek gericht op de kranten”* alsnog te kunnen doorvoeren met het argument dat een dergelijke strategie *“veel meer (past) in de doelstelling van de stichting én het concern”* en b) haar eigen *“basisverbreding”* verder vorm te geven, terwijl RvB en RvC de transactie met Apax zagen als een mogelijkheid om van SDM als meerderheidsaandeelhouder af te komen.
18. De COR toonde zich, anders dan RvB en RvC in de periode vanaf begin februari 2004, wel kritisch door aan te dringen op de hiervoor genoemde afweging tussen voor- en nadelen van de voorliggende LBO voor de vennootschap. Tot een andere besluitvorming ten aanzien van de LBO heeft dit uiteindelijk echter niet geleid.
19. RvB en RvC hebben zich onvoldoende rekenschap gegeven van het feit dat, door in zee te gaan met Apax, belangrijke besluiten als het doen van (omvangrijke) investeringen zoals acquisities, niet langer tot het domein van RvB en RvC gerekend konden worden, maar dat het domein van

de aandeelhouders (en in voorkomend geval de bank). In het kader van de LBO zou PCM immers reeds een extra bankfinanciering in de orde van € 300 miljoen op zich nemen, waardoor de verdere (financiële) speelruimte voor bestuur en commissarissen zeer beperkt was. Zonder steun van de aandeelhouders kon PCM na een LBO geen belangrijke investeringen meer doen, waar PCM voorheen nog in staat was om op eigen kracht circa € 300 miljoen te lenen op basis van het eigen EBITDA. De facto verplaatste de beslissingsmacht met betrekking tot belangrijke investeringen zich dus van Amsterdam naar Londen en kwam daarmee op grote(re) afstand te liggen van de feitelijke bedrijfsvoering en -leiding.

20. De “vrije” rol die Apax de facto had om geheel zelfstandig te beslissen of, en zo ja onder welke voorwaarden en tegen welke prijs zij bereid was om in de toekomst een acquisitie van PCM (mede) te financieren, is onder meer terug te voeren op de uiterst algemene – en dus niet nader geconcretiseerde – wijze waarop in de Shareholders agreement aan de strategie van basisverbreding gerefereerd wordt. Inhoudelijk behelst die referentie niet meer dan de mededeling dat *“in order to ensure the continuity of existing titles and operations, PCM opts for expansion to other publishing activities that are less dependent on market trends”* en dat *“PCM aims at acquiring a leading market position with regard to these activities.”* Enige juridisch afdwingbare verplichting van Apax op het moment dat er een concrete acquisitie voorligt, werd hiermee niet in het leven geroepen. Als Apax zich, zoals zich in het najaar van 2004 ten aanzien van VBK voordeed, op het standpunt stelt dat het maximale bod X mag zijn, terwijl RvB en RvC van mening zijn dat het bod hoger dan X zou moeten zijn om een kans te maken, staan RvB en RvC machteloos. Zonder instemming en financiële steun van Apax kan PCM de acquisitie immers niet realiseren. Een mogelijkheid om Apax te dwingen het uitbrengen van een door RvB en RvC reëel geacht (hoger) bod te accorderen, was er op grond van de Shareholders agreement of enige andere overeenkomst niet.
21. De conclusie is dat vanaf het moment dat SDM het initiatief in het verkoopproces naar zich toe trok, de agenda’s van RvB en RvC enerzijds en van SDM anderzijds steeds verder uiteen begonnen te lopen en dat de rol van RvB en RvC de facto nog slechts marginaal was na het machtswoord van SDM in de RvC-vergadering van 5 februari 2004. Een adequate analyse naar aanleiding van de vraag of de evident bezwarende elementen van een LBO voor de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, nog wel opwogen tegen de (vermeende)



Jacob Bontiusplaats 9

Postbus 3372, 1001 AD Amsterdam

Stel. +31 (0)20-562 2323

fax +31 (0)20-562 2343

e-mail: [nlc@nrc.nl](mailto:nlc@nrc.nl)

voordelen daarvan, is door RvB en RvC ten onrechte niet gemaakt. Dit klemt te meer nu SDM inmiddels uiting had gegeven aan haar wens om in essentie een andere strategie van

“basisverbreding” (primair gericht op het krantendomein) te realiseren dan RvB en RvC voorstonden (en die de aanleiding voor het zoeken naar een nieuwe aandeelhouder vormde).

Feitelijk heeft SDM zich daarmee binnen de structuurvennootschap PCM Uitgevers als meerderheidsaandeelhouder ten aanzien van een cruciaal beleidaspect – de strategie – aan het stuur van de onderneming geplaatst, hetgeen RvB en RvC getolereerd hebben met het oneigenlijke argument dat men, als de LBO door zou gaan, in ieder geval van SDM als

meerderheidsaandeelhouder af was. Daarmee faalde de corporate governance van PCM in een cruciale fase van haar bestaan – hetgeen mede is terug te voeren op het feit dat het belangrijkste

aspect (betreffende de rol van SHP/SDM) van al het jaren bestaande besturingsprobleem binnen PCM ook na het verschijnen van het rapport Bouw in september 2001 in essentie niet werd opgelost – met als gevolg dat PCM partij werd bij een LBO in het kader waarvan zij € 300 miljoen extra bankschuld en € 33 miljoen aan transactiekosten op zich nam en de beslissingsmacht met het oog op toekomstige investeringen van enige omvang uit handen gaf aan meerderheidsaandeelhouder Apax, terwijl de voordelen die daar voor PCM tegenover stonden naar het oordeel van de onderzoekers nauwelijks aanwezig waren. Ook het feit dat de stichtingen hun investering in PCM vanaf medio 2004 op dezelfde wijze vorm gaven als Apax en zich dus in zoverre in feite zelf als private equity fondsen gingen gedragen, geeft in dit kader te denken.

22. Ten tijde van de toetreding van Apax per 30 juni 2004 was inmiddels bekend dat Malmberg verkocht was aan Sanoma. In het vierde kwartaal van 2004 deed zich de mogelijkheid voor om VBK te verwerven. Ondanks een klemmend verzoek eind november 2004 van de RvB om een bieding van € 140 miljoen te mogen uitbrengen, liet Apax begin december 2004 weten dat een bod van € 120 miljoen het maximum was. Daarbij stelde Apax aan een acquisitie van VBK dezelfde (hoge) rendementseisen als zij gesteld had in het kader van een investering in PCM (een IRR van minimaal 20%). Het gevolg was dat VBK aan de neus van PCM voorbij ging en gekocht werd door NDC. Omdat, zoals hiervoor aangegeven, de strategie van basisverbreding zoals PCM die voorstond met name neerkwam op de verwerving van Malmberg of VBK – en verdere initiatieven om te groeien in de sector Professionele Uitgaven achterwege bleven – werd met het mislukken van de verwerving van VBK die strategie van basisverbreding (niet in naam

Jacob Bontiusplaats 9  
 Postbus 3372, 1001 AD Amsterdam  
 t +31 (0)20-562 2343  
 fax +31 (0)20-562 2343  
 denstreep@nrc.nl

maar wel feitelijk) ten grave gedragen. Daarmee werd te meer dat onnodige van de in financieel opzicht voor de onderneming zeer belastende LBO onderstreept.

23. In 2005 en de eerste helft van 2006 de facto sprake van een soort vacuüm in strategisch opzicht; de voorgestane strategie van basisverbreding was op dat moment niet levensvatbaar meer, maar er was nog geen nieuwe strategie voor in de plaats gekomen. Tekenend voor dit vacuüm is dat in het jaar 2005 in de notulen van de RvB- noch de RvC-vergaderingen gedurende dat jaar ook maar één keer gerefereerd wordt aan de strategie van basisverbreding. Tekenend is voorts dat PCM in de periode vanaf 2003 geen enkele acquisitie van betekenis deed.

Redactie

Doorkiesnummer

Amsterdam,

24. In de periode tussen medio 2005 en medio 2006 traden de bestuursleden Bouwman (CEO), Knapen en Zoomers terug. In hun plaats kwamen Aan de Stegge (CEO), Groenewegen en Alberdingk Thijm. Het nieuwe bestuur rekende het tot zijn opdracht om een nieuwe strategie voor PCM te ontwikkelen. Het bestuur ontvouwde die nieuwe strategie in de RvC-vergadering van 19 juli 2006 met een presentatie getiteld "Creating a focused newspaper company". De presentatie moest al aan het begin onderbroken worden omdat Strengers grote bezwaren uitte. In de loop van het najaar van 2006 toonde ook SDM zich uitermate kritisch over het voornemen van de RvB om in plaats van de strategie van basisverbreding te focussen op de "newspaper company".
25. Het is opmerkelijk dat juist SDM (c.q. Strengers) zich in de tweede helft van 2006 opwierp als hoeder van de strategie van basisverbreding en eind oktober 2006 aan de RvB zelfs een ongekend felle sommatiebrief liet schrijven teneinde de RvB te dwingen om het verkoopproces met betrekking tot ThiemeMeulenhoff, de educatieve tak van PCM, te stoppen, daar waar binnen datzelfde SDM in maart 2004 voorafgaande aan het verlenen van exclusiviteit aan Apax in contrast hiermee juist sterk relativerend gesproken werd over het belang van Educatief voor PCM.
26. Uiteindelijk werd in januari 2007 door PCM een zogenaamde "two legged strategy" aangenomen, inhoudende dat er vanaf dat moment zowel op het krantenbedrijf als op Educatief gefocust zou worden.

Jacob Bontiusplaats 9

Postbus 3372, 1001 AD Amsterdam

tel. +31 (0)20-562 2323

fax +31 (0)20-562 2343

internet: [www.nrc.nl](http://www.nrc.nl)

27. In het vierde kwartaal van 2006 en het eerste kwartaal van 2007, voerde SDM in het geheim besprekingen met NDC over een fusie. Tevens werd in die periode tussen SDM en Apax onderhandeld over de uitkoop door Apax van SDM. Over die uitkoop werd in januari 2007 overeenstemming bereikt en de overdracht van het belang van Apax aan SDM tegen een prijs van ruim € 100 miljoen vond plaats op 26 maart 2007. Op 27 maart 2007 berichtte De Volkskrant dat tussen PCM en NDC gesprekken gaande waren over een fusie en dat De Roos, topman van NDC, de beoogd topman van het fusiebedrijf was. Op het moment dat dit artikel gepubliceerd werd wisten de RvB (exclusief Groenewegen) en de RvC (exclusief Strengers) nog van niets. Eveneens op 27 maart 2007 deelde Strengers aan Alberdingk Thijm mede dat de aandeelhouders voornemens waren hem te ontslaan en werd Aan de Stegge medegedeeld dat het inderdaad de bedoeling was dat De Roos de bestuursvoorzitter van het fusiebedrijf zou worden. Voor Aan de Stegge was dit aanleiding om zijn ontslag als bestuursvoorzitter van PCM in te dienen. Kort daarna traden ook Van de Merwe en Roobeek terug als commissarissen van PCM omdat zij zich niet konden verenigen met de wijze van optreden van SDM en Strengers.

28. Gezien:

(i) het feit dat SDM, ten tijde dat de nieuwe “two legged strategy” in januari 2007 na een moeizaam besluitvormingsproces werd vastgesteld (en mede door haar werd goedgekeurd), in het geheim besprekingen voerde met NDC – groot voorstander van een strategie van basisverbreding – over een fusie en

(ii) de wijze waarop SDM, althans Strengers, vervolgens eind maart 2007 na de uitkoop van Apax, vooruitlopend op die door haar gewenste fusie, handelde, is het handelen van SDM c.q. Strengers in deze door de RvB en RvC van PCM die van de fusieplannen met NDC, inclusief het voornemen om De Roos van NDC tot bestuursvoorzitter van de combinatie te benoemen, onkundig zijn gehouden, terecht als een ernstige aantasting van de gebruikelijke corporate governance regels aangemerkt. Het feit dat SDM in het eerste kwartaal van 2007 nog in onderhandeling was met Apax over de uitkoop van haar belang rechtvaardigt niet dat een aandeelhouder in het geheim, zonder zelfs de voorzitter van de RvC daarover te informeren, niet alleen op aandeelhouders-niveau maar juist ook in rechtstreekse contacten met de beoogde fusiepartner (in de persoon van De Roos van NDC) vergaande plannen ontwikkelt die strijdig zijn met de kort te voren vastgestelde (en door haarzelf goedgekeurde) nieuwe strategie, zich al bezighoudt met de personele invulling van de RvB van

de combinatie en die plannen (inclusief die personele inhuur) vervolgens publiek maakt althans publiekelijk bevestigt *voordat* de RvB en RvC van PCM daarover geïnformeerd zijn, aldus een situatie in het leven roepend waarin de onkundig gehouden bestuurders en commissarissen uit hun “eigen” krant (in casu de Volkskrant) van de plannen moeten vernemen. Daarnaast had een – realistische analyse van de waarde van de aandelen in PCM Holding SDM tot het besef kunnen brengen dat de prijs van ruim € 100 miljoen voor een 52,5%-belang, die zij medio januari 2007 met Apax overeenkwam, ver boven de reële marktwaarde van die aandelen lag en dat de kans dat Apax zou gaan heronderhandelen als zij van de fusieplannen met NDC geweten zou hebben, – uiterst gering was (daargelaten dat de ontwikkelingen in de tweede helft van 2006 geen aanleiding gaven om te veronderstellen dat Apax een terugkeer naar de strategie van basisverbreding die in geval van een fusie met NDC een feit zou zijn, met enthousiasme zou begroeten).

29. Ook de wijze waarop Alberdingk Thijm op de dag na de uitkoop van Apax de wacht werd aangezegd, is naar het oordeel van de onderzoekers niet zorgvuldig geweest. De onderzoekers sluiten niet uit dat een beëindiging van het dienstverband met Alberdingk Thijm in de gegeven omstandigheden inderdaad de enige optie was, maar dat neemt niet weg dat in het kader van een behoorlijke besluitvorming dienaangaande minst genomen de (voorzitter van de) RvC geconsulteerd had dienen te worden voordat onomkeerbare stappen waren gezet.
30. Uit de ontwikkelingen in het tweede kwartaal van 2007, uiteindelijk resulterend in het besluit om de fusie met NDC niet door te zetten (welk besluit de onderzoekers in de gegeven omstandigheden begrijpelijk achten), blijkt te meer dat het handelen van SDM c.q. Strengers door “voor de troepen uit te lopen” en – wederom – buiten haar domein als aandeelhouder te treden, de onderneming PCM en individuele bestuurders en commissarissen onnodig (reputatie)schade berokkend heeft.
31. Aldus heeft SDM er tot twee maal toe in een cruciale fase van het bestaan van PCM (eerste helft 2004, eerste kwartaal 2007) blijk van gegeven onvoldoende besef te hebben van de rol die haar als grootaandeelhouder van PCM past. De kiem voor deze ontwikkeling is overigens gelegen in het feit dat aan het begin van deze eeuw het toen reeds gesignaleerde besturingsprobleem binnen PCM – met name verband houdend met de wijze waarop SDM (toen nog SHP genaamd) haar

Jacob Bontiusplaats 9  
Postbus 3373, 1001 AP Amsterdam  
tel. +31 (0)20-562 2323  
fax +31 (0)20-562 2343  
e-mail: nrc@nrc.nl

rol als grootaandeelhouder van PCM vorm gaf – in essentie niet werd opgelost.

32. Als gevolg van deze ontwikkelingen was ten aanzien van de strategie van PCM vanaf medio 2006 sprake van een zigzag-beleid zonder consistente lijn, zoals blijkt uit de volgende weergave van de strategieën die achtereenvolgens de revue passeerden:
- Focus op krantenbedrijf en Algemene Boeken verkopen (derde kwartaal 2006); toekomst Educatief nog onduidelijk;
  - Focus op het krantenbedrijf en zowel Algemene Boeken als Educatief verkopen (oktober 2006); Door kiesnummer Amsterdam,
  - Focus op het krantenbedrijf en Educatief (“two legged strategy”) en Algemene Boeken verkopen (januari 2007);
  - Fuseren met NDC en aldus terug naar de strategie van basisverbreding (voorjaar 2007)
  - “Two legged strategy” wordt formeel niet verlaten maar PCM kondigt in een persbericht aan dat Algemene Boeken deel blijft uitmaken van PCM (april 2007);
  - Educatief wordt alsnog verkocht (tweede kwartaal 2008).
33. Naar het oordeel van de onderzoekers kunnen ten aanzien van de periode vanaf medio 2004 niet alleen bij de rol van SDM, maar ook bij de rol van RvB en RvC vraagtekens geplaatst worden. De RvB was in 2005 en in het eerste kwartaal van 2006 op strategisch vlak in feite uitgeblust. Initiatieven van betekenis op strategisch terrein die waarde konden creëren voor PCM ontbraken. De RvC was niet in staat om in die situatie verandering aan te brengen.
34. Gelet op deze ontwikkeling was op zichzelf begrijpelijk dat de nieuwe RvB zich in het tweede kwartaal van 2006 geroepen voelde om een nieuwe strategie te ontwikkelen. In de tweede helft van 2006 ontstond echter een situatie waarin de RvB steeds minder als team ging functioneren en waarin onenigheid over de portefeuillevindeling en persoonlijke tegenstellingen in toenemende mate in de weg stonden aan een effectief bestuur van de onderneming, waarbij ook de verschillen van mening binnen de RvC en tussen de grootaandeelhouders Apax en SDM van negatieve invloed waren.

Jacob Bontiusplaats 9  
 2004-3711 tussentijdse versie  
 tel. +31 (0)20-562 2323  
 e-mail: nrc@nrc.nl

35. Waar de wezenlijke discussies in het tweede kwartaal van 2004 voortvloeiden uit de vraag of de voorgenomen LBO wel in het belang van de onderneming PCM was, niet plaatsvonden in de RvC-vergaderingen, maar in het overleg met de COR, herhaalde die situatie zich in de eerste zeven maanden van 2006 ten aanzien van de toen voorliggende herfinanciering van de aandeelhouderslening van Apax tot een bedrag van € 130 miljoen. Anders dan de RvC plaatste de COR terecht vraagtekens bij die herfinanciering waar het betrof het commitment van Apax om te blijven investeren met het oog op de (toen nog geldende) strategie van basisverbreding.
36. Redactie SDM heeft naar het oordeel van de onderzoekers onvoldoende onderkend dat Apax door inlossing van het overgrote deel van haar aandeelhouderslening zonder dat ook de leningen van de Stichtingen pro rata werden ingelost, terwijl Apax wel de meerderheid van de stemrechten in de aandeelhoudersvergadering behield, in een comfortabele onderhandelingspositie werd geplaatst in geval van een uitkoop (welke onderhandelingen binnen drie maanden na de herfinanciering ook daadwerkelijk zouden aanvangen).
37. In de tweede helft van 2006 ontbrak het niet alleen binnen de RvB, maar ook binnen de RvC en de aandeelhoudersvergadering van PCM aan eenheid. Tussen Apax en SDM was in toenemende mate sprake van spanningen en onenigheid over de te volgen strategie, welke onenigheid ook zijn weerslag had binnen de RvC (met Grabiner als representant van Apax en Strengers als representant van SDM), terwijl intussen SDM en Strengers ook de voorzitter van de RvC, Van de Merwe, volgens eigen zeggen niet langer vertrouwden.
38. Apax heeft naar het oordeel van de onderzoekers in grote lijnen gehandeld zoals van een private equity investeerder verwacht kon worden. Behalve op het terrein van financiële discipline heeft het aandeelhouderschap van Apax PCM naar het oordeel van de onderzoekers weinig tot niets positiefs gebracht. Anderzijds kan ook niet gezegd worden dat de metafoor van de private equity investeerder als sprinkhaan die gedurende enkele jaren de onderneming kaal vreet en met een volle buik weer vertrekt, in het geval van PCM opgaat. Dat Apax met een IRR boven de 30% binnen drie jaar tijd een uitstekend rendement op haar investering behaalde is een feit, maar dat was niet zozeer het gevolg van het “kaalvreten van de onderneming” maar van het feit dat zij (i) door de herfinanciering in juli 2006 in een comfortabele onderhandelingspositie in geval van een uitkoop geplaatst was en (ii) SDM bereid bleek haar bod op de aandelen PCM Holding van

Jacob Bontiusplaats 9

Postbus 3372, 1001 AD Amsterdam

tel +31 (0)20-562 2323

fax +31 (0)20-562 2343

e-mail: nrc@nrc.nl

aanvankelijk € 25,5 miljoen binnen drie maanden tijd nagenoeg te verviervoudigen, waarmee zij naar het oordeel van de onderzoekers veel meer betaalde dan de reële marktwaarde van de aandelen op dat moment. Dat oordeel baseren de onderzoekers mede op het vaststaande gegeven dat de performance van PCM, gemeten naar genormaliseerde EBITDA (wat binnen – PCM gebruikelijk was), in de periode 2003-2007 geen positieve ontwikkeling te zien gaf. Niettemin waardeerde SDM met haar bod van uiteindelijk ruim € 100 miljoen voor het belang van Apax (inclusief de managementparticipatie) de ondernemingswaarde van PCM circa € 300 miljoen hoger dan de prijs waarop de toetreding van Apax medio 2004 gebaseerd was. De ruim – € 130 miljoen rendement die Apax op haar initiële investering (van afgerond € 140 miljoen) behaalde, is grotendeels afkomstig van SDM, die dit bedrag op haar beurt ontving van PCM.

39. De wijze waarop de managementparticipatieregeling binnen PCM is vormgegeven en afgewikkeld toont naar het oordeel van de onderzoekers in de gegeven omstandigheden, mede gezien de bedrijfscultuur binnen PCM, bij uitstek de onjuistheid van de aan de onderhavige regeling ten grondslag liggende uitgangspunten aan. De gedachte achter die regeling is dat het management (inclusief hoger personeel) de belangen van de aandeelhouders (alleen dan) optimaal behartigt als de belangen van aandeelhouders en management zoveel mogelijk parallel lopen. Dat uitgangspunt werd reeds gelogenstraft door het feit dat men binnen PCM grosso modo helemaal niet op zo'n regeling zat te wachten – wat gezien de culturele, maatschappelijke en ideële achtergrond van PCM begrijpelijk is – hetgeen ook bleek toen de meerderheid van de “top 60” die aan de regeling kon meedoen, bewust van deelname afzag. Daarnaast is er geen enkele indicatie dat het management ook maar op enig moment anders gehandeld zou hebben wanneer het niet over participaties zou hebben beschikt. Voorts is een belangrijk manco van de regeling gelegen in het feit dat niet de performance van PCM, maar het rendement op de investering van de private equity investeerder in de gegeven omstandigheden beslissend is geweest voor de grote transactiewinsten die het management gerealiseerd heeft. Dat een goed rendement voor de private equity investeerder geen verband hoeft te houden met een goede performance van de onderliggende onderneming, toont de PCM-zaak bij uitstek aan.
40. De besluitvorming in het kader van de totstandkoming van de managementparticipatieregeling is ondoorzichtig geweest. Van een deugdelijke analyse dat een zogenaamde envy-factor van 14,7 in de gegeven omstandigheden redelijk en billijk was, blijkt niet. Het lijkt er eerder op dat niemand

Jacob Bontiusplaats 9

1117 BN Amsterdam, The Netherlands

tel. +31 (0)20-562 2323

fax +31 (0)20-562 2343

e-mail: nrc@nrc.nl

zich aanvankelijk gerealiseerd heeft tot welke (extreme) uitkomsten een zo hoge factor in bepaalde omstandigheden zou kunnen leiden. Juist gelet op de extreme uitkomsten die voorzienbaar waren in geval het management in maart 2007 tegen dezelfde voorwaarden als Apax zou worden uitgekocht, is SDM aan te rekenen dat zij in het kader van de uitkoop van Apax niet, in navolging van de suggesties van Groenewegen en Aan de Stegge, in overleg met het management gezocht heeft naar een oplossing om die uitkomsten, die binnen de onderneming begrijpelijkerwijs tot veel onbegrip geleid hebben, te vermijden.

41. De jaarrekening 2004 van PCM Holding geeft het geconsolideerde vermogen van de onderneming met tenminste € 29 miljoen te hoog weer als gevolg van een onjuiste verwerking van een agio-storting door SDM per 30 juni 2004. Daarnaast plaatsen de onderzoekers vraagtekens bij de activering van de acquisitiekosten tot een bedrag van ruim € 15 miljoen in de jaarrekening 2004 van PCM Holding.

42. Per saldo kan de cash out voor PCM in de periode van medio 2004 tot ultimo 2007 als gevolg van de LBO en de nasleep daarvan als volgt worden weergegeven:

- per saldo betaald aan Apax:	€	38,5 miljoen
- per saldo betaald aan de Stichtingen:	€	327,1 miljoen
- betaald aan kosten:	€	<u>106,9 miljoen</u>
	€	472,5 miljoen

43. PCM financierde dit bedrag:

- voor € 276,4 miljoen door middel van een bankfinanciering
- voor € 196,1 miljoen ten laste van de cash flow

44. Van de kosten die ten laste van PCM zijn gekomen kan naar het oordeel van de onderzoekers gesteld worden dat een storting van € 30 miljoen in het Pensioenfonds en een bonus van € 5 miljoen, gelet op de belang van de onderneming en de met haar verbonden (ex-)werknemers, zinvol besteed zijn. De overige kosten van in totaal afgerond € 72 miljoen waren kosten die rechtstreeks samenhangen met de LBO die de onderneming (nagenoeg) niets gebracht heeft. Die kosten zijn naar het oordeel van de onderzoekers "weggegooid geld". Hetzelfde geldt m.m. voor de totale winst van Apax van € 131 miljoen, die gedeeltelijk betaald is door PCM en gedeeltelijk



Jacob Bontiusplaats 9  
 Postbus 3372, 1001 AD Amsterdam  
 tel. +31 (0) 20 562 2343  
 fax +31 (0) 20 562 2343  
 e-mail: nrc@nrc.nl

door de Stichtingen (welke gelden de Stichtingen op hun beurt van PCM ontvingen in het kader van de LBO). Aldus heeft er over de periode medio 2004 tot medio 2007 als gevolg van de LBO, los van de gelden die via de Stichtingen gevloeid zijn naar de cumprefhouders en los van de gelden die de Stichtingen nog in kas hebben, per saldo een cash out vanuit PCM van ruim € 200 miljoen plaatsgevonden, welke gelden vervolgens, gedeeltelijk via de Stichtingen, betaald zijn aan Apax, adviseurs en banken; betalingen die op geen enkele wijze in positieve zin hebben bijgedragen aan de onderneming PCM. Daarnaast resteerde per ultimo 2007 pro resto ca. € 235 miljoen van de acquisitiefinanciering, een schuld die eveneens rechtstreeks voortvloeit uit de LBO en die PCM uiteindelijk zal dienen in te lossen.

Redactie

Doorkiesnummer

Amsterdam,

45. Concluderend kan gesteld worden dat in het kader van de LBO door PCM (gedeeltelijk via de Stichtingen) a) afgerond € 300 miljoen<sup>1</sup> aan derden is c.q. moet worden betaald, zonder dat daarmee enig ondernemingsbelang gemoeid was c.q. is, terwijl daarnaast b) de Stichtingen thans, na de uitkoop van Apax, gezamenlijk een 100%-belang in PCM hebben door destijds voor € 136 miljoen de cumprefs in te kopen, waartoe zij de middelen ontvingen van PCM.
46. Dat de sequentie van negatieve ontwikkelingen in de periode tussen begin 2004 en medio 2007 de continuïteit van de onderneming niet in acuut gevaar heeft gebracht, is naar het oordeel van de onderzoekers in hoge mate te danken aan de kracht van de titels van PCM (met name NRC Handelsblad en de Volkskrant) en de resultaten van ThiemeMeulenhoff, die niet zozeer dankzij, maar eerder ondanks het handelen van de organen op holding-niveau de onderneming overeind gehouden hebben.<sup>2</sup> Intussen torste PCM als gevolg van (de nasleep van) de LBO ten tijde van de uitkoop van Apax wel een bankschuld van ruim € 400 miljoen met zich en diende zij, niet alleen uit strategische overwegingen maar vooral om blijvend te kunnen voldoen aan de financieringsvoorwaarden, in 2008 noodgedwongen ThiemeMeulenhoff te desinvesteren, nadat in 2007 BSL reeds was verkocht. Aldus resulteerde de LBO vier jaar na dato indirect in een basisversmalling in

<sup>1</sup> Namelijk het sub 43 genoemde bedrag van ruim € 200 miljoen, vermeerderd met de pro resto acquisitiefinanciering van € 235 miljoen onder aftrek van het met de afkoop van de cumprefhouders gemoeide bedrag van ca. € 136 miljoen.

<sup>2</sup> Een uitzondering geldt voor de financiële discipline en het kostenbewustzijn binnen PCM die in belangrijke mate mede door inspanningen op holding-niveau vanaf medio 2004 gaandeweg zijn toegenomen, terwijl tevens de AO/IC vanaf dat moment gaandeweg sterk verbeterd is. Voorts geldt het gestelde niet voor het bestuurshandelen in het tweede kwartaal van 2007, dat naar het oordeel van de onderzoekers adequaat geweest is.

Jacob Bontiusplaats 9  
 Postbus 3372, 1001 AD Amsterdam  
 tel. +31 (0)20-562 2323  
 fax +31 (0)20-562 2343  
 e-mail: nrc@nrc.nl

plaats van de beoogde basisverbreiding.

47. Op 7 november 2008 kondigde PCM forse bezuinigingen aan in verband met sterk tegenvallende advertentie-inkomsten. Op 5 december 2008 berichtte Het Financieele Dagblad: *“PCM staat onder druk van de banken. De uitgever van onder meer NRC Handelsblad en de Volkskrant, heeft van zijn banken te horen gekregen dat bij tijdig zijn leningen moet aflossen en daarnaast de financiën op peil moet houden.”* Als PCM ThiemeMeulenhoff niet net op tijd (vlak voor het uitbreken van de kredietcrisis) verkocht zou hebben, was zij op dit moment niet meer in staat geweest om aan haar rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen en was zij direct in haar continuïteit bedreigd geweest. Hetzelfde zou het geval geweest zijn indien in 2004 niet voor een schuldniveau van vier maal EBITDA, maar zoals bij LBO's destijds gebruikelijk was, van zes a zeven maal EBITDA gekozen was. Het is de onderzoekers gebleken dat pleitbezorgers van de handelwijze van private equity investeerders een schuldniveau van vier maal Ebitda als (zeer) conservatief plegen te kenschetsen. In een kritisch commentaar op de beschikking van de Ondernemingskamer waarin de enquête werd gelast, wordt in dit verband gesproken over “de gebruikelijke praktijkmaatstaven”. Als die maatstaven destijds bij PCM waren gehanteerd, was zij in het kader van de LBO met een bankschuld in de orde van € 500 miljoen opgezadeld, hetgeen PCM in de huidige omstandigheden naar alle waarschijnlijkheid niet overleefd zou hebben. Dat toont gelijk ook het manco van die “gebruikelijke praktijkmaatstaven” aan: zolang het goed gaat, kunnen rente en aflossing opgebracht worden en kan de private equity investeerder optimaal profiteren van het hefboomeffect, maar als de operationele resultaten een neergaande tendens laten zien, ontbreekt al snel de buffer die nodig is om in moeilijke economische tijden te overleven. De onderneming wordt dan de dupe van de wens tot (maximale) leveraging. Als de huidige kredietcrisis één ding duidelijk gemaakt heeft, is het dat de risico's bij leveraging volgens de destijds “gebruikelijke maatstaven” dikwijls onvoldoende onder ogen zijn gezien.
48. Het voorgaande geldt te meer indien men in de beschouwing betreft dat het in het geval van PCM niet om een “gewoon” commercieel bedrijf gaat, maar om een “instituut” dat een belangrijke publieke functie vervult met het oog op de opinievorming in Nederland. De dagbladen die eigendom zijn van PCM dragen immers bij uitstek bij aan de verwezenlijking van het uitgangspunt dat de meningsvorming in een democratisch staatsbestel gediend is met de instandhouding van pluriforme media. Deze publieke functie van PCM verdraagt zich slecht met

Jacob Bontiusplaats 9

Postbus 3973, 1001 AD Amsterdam

tel. +31 (0)20-562 2323

fax +31 (0)20-562 2346

e-mail: nrc@nrc.nl

het besluit van RvB, RvC en de ideële Stichtingen in het voorjaar van 2004 om middels een voor de onderneming zeer belastende LBO de meerderheid van de aandelen in PCM uit handen te geven aan een private equity fonds dat primair als doel heeft om een zo hoog mogelijk rendement op zijn investering te behalen.

49. Het resultaat is, eind 2008, een onderneming die in vergelijking met de situatie begin 2004, ThiemeMeulenhoff en BSL is kwijtgeraakt (totale verkoopwaarde € 227 miljoen) en in plaats van ca. € 40 miljoen bankschuld ca. € 140 miljoen aan bankschuld heeft. Daartegenover staat dan dat de Stichtingen de cumprefs hebben ingekocht – en daarmee thans gezamenlijk een 100%-belang hebben – en dat zij als resultaat van de LBO nog over substantiële financiële middelen beschikken. Het komt de onderzoekers voor dat er, gelet op wat gebeurd is, aanleiding zou kunnen bestaan voor de Stichtingen, mede gelet op hun doelstellingen, om deze middelen bij wege van agiostorting weer ter beschikking te stellen aan de onderneming.