

Stichting Democratie en Media over het Onderzoeksrapport PCM

In december 2008 werd het 'Onderzoeksrapport PCM' gepubliceerd dat was opgesteld nadat de Ondernemingskamer in januari 2008 daartoe opdracht had gegeven. In haar eerste reactie op dit rapport noemde Stichting Democratie en Media (SDM) het rapport 'eendimensionaal'.

Deze kritische reactie op het rapport neemt niet weg dat SDM de beslissing tot de onderzoeksopdracht van de Ondernemingskamer van januari 2008 respecteert. SDM ziet het onderzoek als een gelegenheid lering te trekken uit het verleden voor wat betreft toekomstige structuur, besluitvormingsprocessen en beleid bij PCM. Daarom hebben SDM en haar bestuursleden volledige medewerking verleend aan het onderzoek en hebben zij tevens onverplicht kopieën van de verslagen van alle bestuursvergaderingen van SDM over de periode 2003 - medio 2007 aan de onderzoekers ter beschikking gesteld. Het resultaat van het onderzoek stelde dermate teleur dat SDM afstand neemt van vele bevindingen in het rapport. Haar eerste reactie, gedateerd 15 december 2008, heeft zij geplaatst op haar website (www.stdem.org).

In het verlengde daarop zet zij hierna uiteen waarom zij vindt dat het rapport geen evenwichtige bijdrage levert aan de 'waarheidsvinding' over de gang van zaken rond de betrokkenheid van Apax bij PCM. Hoewel er veel meer te zeggen valt, beperkt deze bijdrage zich tot een aantal hoofdpunten in het 373 bladzijden tellende rapport.

Vervolgens richten wij de blik op de toekomst door aandacht te besteden aan welke lessen er uit deze affaire getrokken kunnen worden en hoe SDM haar strategie in de toekomst denkt vorm te geven.

Enkele hoofdpunten uit deze reactie:

- SDM heeft in haar beleid ten aanzien van PCM steeds een vaste lijn gehanteerd, namelijk dat elke bedrijfsstrategie zoveel als mogelijk moet bijdragen aan de continuïteit van verschillende krantentitels.
- Daarom was SDM kritisch ten aanzien van de steeds wisselende interpretaties door de leiding van PCM van de strategie van de zogeheten 'basisverbreding'.
- Het initiatief tot verkoop van de aandelen van PCM is uitgegaan en niet van de SDM. SDM had een voorkeur voor een strategische partner en stemde pas na grote druk vanuit het bedrijf in met de verkoop van aandelen aan een financiële partner, Apax.
- De gedachte dat het handelen van SDM bij de verkoop van een deel van haar aandelen in PCM onder meer zou zijn ingegeven door de wens extra middelen te verkrijgen voor haar activiteiten buiten het aandeelhouderschap van PCM is een volstrekt onjuiste en ongefundeerde notie.
- Dankzij SDM, die zich steeds heeft verzet tegen het idee van managementparticipatie, bleef de managementparticipatie beperkt tot maximaal 5% van de aandelen.
- In het belang van de krantentitels heeft SDM de aandelen van Apax teruggekocht toen bleek dat het beleid van Apax niet het gewenste resultaat opleverde en het bedrijf dreigde te worden opgesplitst.
- Na terugkoop van Apax hebben de aandeelhoudende Stichtingen sterk bijgedragen aan het verminderen van de schuldpositie van PCM bij de banken; bovendien hebben zij in 2008 nog eens extra achtergestelde leningen aan PCM verstrekt tot een bedrag van bijna € 40 miljoen.

- SDM trekt als lessen uit de Apax-periode onder meer dat strategische partners de voorkeur verdienen boven financiële partners zoals Apax; dat de governance structuur van PCM gewijzigd moet worden en dat zij haar beweegredenen en motivering beter moet overbrengen.
- Voor SDM is een meerderheidsbelang in PCM niet het hoogste doel. De continuïteit van de krantentitels staat voorop. Redelijkerwijs haalbare plannen van PCM die hieraan kunnen bijdragen kunnen bij SDM rekenen op een gewillig oor.

1. Geschiedenis en doelstelling SDM

Doelstelling Stichting Democratie en Media: *'het bevorderen van pluriforme opiniërende media in een democratisch staatsbestel'* (art. 2 Statuten SDM)

SDM is de 'opvolger' van Stichting Het Parool (SHP) die onder Duitse bezetting in 1944 werd opgericht om ruimte te geven aan het vrije woord. De stichting gaf het illegale verzetsblad *Het Parool* uit, dat na de bevrijding in mei 1945 voor het eerst legaal verscheen. In de geschiedenis die daarop volgde, speelden verschillende fusies en overnames een rol. Na de fusie met dagblad *de Volkskrant* ontstond in 1968 de Perscombinatie. In deze nieuwe vennootschap bezat Stichting Het Parool 60% van de aandelen. In 1975 kwam *Trouw* bij de Perscombinatie. Na de overname van boekenuitgeverij Meulenhoff & Co in 1994 veranderde de naam van de Perscombinatie in PCM Uitgevers NV. In 1995 vond de acquisitie van de NDU (*Algemeen Dagblad* en *NRC/Handelsblad*) plaats. Stichting Het Parool bezat daarna nog 57,4% van de aandelen van PCM. Omdat de krant *Het Parool* sinds 2003 niet meer door PCM wordt uitgegeven (met steun van de stichting begon die krant dat jaar een bestaan buiten PCM), heeft de stichting in 2003 haar naam veranderd in Stichting Democratie en Media.

De in 1944 geformuleerde doelstelling is tot op de dag van vandaag intact gebleven. Centraal staat daarin het bevorderen van *pluriforme opiniërende media in een democratisch staatsbestel*. Ook in de meest recente periode werd het beleid van SDM als ideële stichting door niets anders geleid dan door die centrale doelstelling. SDM acht het (voort)bestaan van de onderscheiden dagbladen een zeer belangrijk middel om die doelstelling te verwezenlijken.

Hoezeer het medialandschap ook in beweging is, het bestaan van verschillende kwaliteitskranten acht SDM vooralsnog onontbeerlijk voor het goed functioneren van een democratie. Via haar aandeelhouderschap in PCM poogt SDM aan die pluriformiteit van kranten een belangrijke bijdrage te leveren (voor overige activiteiten van SDM zie: www.stdem.org).

2. Strategie basisverbreding en de consequente lijn van SDM

De 'strategie van de basisverbreding' loopt als een rode draad door het onderzoeksrapport. Het gaat daarbij om de vraag of PCM naast het traditionele krantendomein ook op andere terreinen actief moet zijn. De precieze inhoud van term 'basisverbreding' was permanent aan discussie onderhevig. Het rapport kiest bij de omschrijving van de term 'basisverbreding' niettemin een erg formalistische insteek: het mist aandacht voor de mogelijkheid van voortschrijdend inzicht. Elke afwijking van een ooit vastgesteld document, zonder dat deze wordt vastgelegd in een nieuw formeel document, wordt in het rapport streng afgekeurd. Hieruit blijkt weinig realiteitszin.

In de praktijk werden in de loop van de tijd door verschillende partijen aan het begrip 'basisverbreding' verschillende betekenissen gegeven, terwijl soms ook andere termen werden gebruikt die er verwant aan waren (basisversterking, hoofdstuk 4.3.14 in het rapport; brede basis, 9.5.3.55; basisbreedte 9.5.3.86), maar die niet precies hetzelfde betekenen.

'Basisverbreding' als essentially contested concept.

Basisverbreding werd steeds meer een 'essentially contested concept', zoals dat in de wetenschapsfilosofie wordt genoemd. Kort samengevat is een essentially contested concept - volgens een Engelse omschrijving - een notie, waarbij 'there is widespread agreement on an abstract core notion itself (e.g., "fairness" - oftewel 'basisverbreding'- SDM), whilst there is endless argument about what might be the best instantiation, or realization of that notion.'

SDM (SHP) is altijd consequent geweest in het nastreven van haar doelstelling om de pluriformiteit van de media in een democratie te bevorderen. Zij is er daarbij - zoals onder 1. al gemeld - vanuit gegaan dat de krantentitels (vooralsnog) een grote bijdrage leveren aan die pluriformiteit. Bij de beoordeling van de voortdurende wisselende interpretaties door de toenmalige Raad van Commissarissen (RvC) en Raad van Bestuur (RvB) van PCM van de zogeheten strategie van basisverbreding heeft SDM consequent vastgehouden aan de lijn dat elke (interpretatie/versie van de) strategie zoveel als mogelijk moet bijdragen aan de continuïteit van verschillende krantentitels.

SDM is zich tevens steeds bewust geweest van de kwetsbare positie van de kranten en stond dus open voor strategieën die hun positie zouden kunnen versterken. Wanneer dat mogelijk zou zijn door naast de kranten minder conjunctuurgevoelige onderdelen (boeken, etc.) in stand te houden c.q. te verwerven, stond SDM daarvoor open, mits dit niet ten koste ging van de nodige investeringen in de kranten zelf. SDM was er namelijk eveneens van overtuigd dat het voortbestaan van de kranten niet zonder modernisering kon (zoals nieuwe formaten, nieuwe media, cross-overs met RTV etc.). Vandaar dat SDM akkoord was met voorstellen om buiten het traditionele krantendomein te investeren zo lang dit maar niet betekende dat in het krantendomein niet meer zou worden geïnvesteerd.

Vanuit deze consequente lijn sprak SDM zich als ideële aandeelhouder uit soms voor, soms tegen voornemens van RvB en RvC. Die - veelal pover uitgewerkte - voornemens wisselden nogal in de tijd, ook al werden zij vaak onder dezelfde noemer van 'basisverbreding' gepresenteerd (zie kader hieronder). De ene keer werd die strategie door de concernleiding uitgelegd als één waarin ruimte was voor investeringen in zowel de (modernisering van) de kranten als in domeinen daarbuiten; de andere keer werd het accent gelegd op uitsluitend initiatieven buiten het krantendomein. SDM was vanuit haar consequente lijn wel voor het eerste, maar niet voor het tweede warm te krijgen.

Eenzijdige interpretatie van de strategie van basisverbreding

Terwijl de inhoud van het begrip 'basisverbreding' permanent aan discussie onderhevig was, kiest het onderzoeksrapport voor slechts één uitleg, namelijk die van de Strategische Update van 2002, en dan nog met een eenzijdige interpretatie.

Voor een goed begrip had het onderzoeksrapport telkens moeten nagaan wat wanneer precies werd bedoeld met de term. Instemming van SDM met 'basisverbreding' betekende niet zonder meer instemming met weer een nieuwe interpretatie van de term 'basisverbreding' door de RvB.

Het onderzoeksrapport gaat bij het begrip ‘basisverbreding’ eenzijdig uit van de in de zogeheten Strategische Update (2002) neergelegde visie.

De Strategische Update was een door de RvB opgesteld en door de RvC geaccordeerd document. Belangrijk is te constateren dat de Update een poging was van de RvB om de term een nieuwe betekenis te geven. De RvB begon dus te draaien en SHP/SDM zette daar vraagtekens bij. Waar in Kracht van Karakter (1999) nog stond ‘Verbreding van de basis door andere uitgeefactiviteiten buiten het traditionele krantendomein’ (4.1.1), stelde de Update van de RvB/RvC ‘de basis moet breder worden dan slechts die van dagbladen’. (4.3.1). Dat wordt in het rapport vervolgens uitgelegd als dat PCM zich uitsluitend richt op acquisities ‘buiten het krantendomein’ (4.3.2 in het rapport).

Dat is nu precies waar SDM altijd vraagtekens bij heeft gezet. Niet dat SDM tegen elke acquisitie *buiten* het krantendomein was, maar dat mocht er niet toe leiden dat er geen middelen meer beschikbaar zouden zijn voor nodige investeringen *in* het krantendomein. De oorspronkelijke omschrijving in Kracht van Karakter (verbreding buiten het *traditionele* krantendomein) was daarom zeer acceptabel voor SHP/SDM, omdat dat immers investeringen in bijvoorbeeld nieuwe media, cross-overs, gratis kranten, etc. in het krantendomein mogelijk maakte. Het woordje ‘traditioneel’ was daarom essentieel in de oorspronkelijke definitie. De Strategische Update van de RvB begon daaraan te morrelen en leidde bij SHP/SDM tot de nodige scepsis ten aanzien van plannen die de beschikbare investeringsmiddelen zouden wegsluizen buiten het krantendomein. Vanaf het moment dat de RvB in 2002 begon te sleutelen aan de voor SHP/SDM acceptabele omschrijving van het begrip ‘basisverbreding’, namen de verschillende betekenissen die aan het begrip werden toegekend in aantal toe. PCM en SDM konden elkaar nog steeds vinden in de term ‘basisverbreding’, maar de betekenis ervan werd steeds meer omstreken. Het is daarom niet aanvaardbaar dat het onderzoeksrapport de term ‘basisverbreding’ alleen ontleent aan een gewijzigde visie van de RvB in 2002 en slechts wenst te interpreteren als investeringen uitsluitend buiten het krantendomein.

Met de onderdelen die PCM reeds bezat buiten het krantendomein had SDM geen moeite. Integendeel, ze zijn allemaal gerealiseerd met instemming van de stichtingen. Boeken en kranten samen zorgden voor een stabielere basis dan alleen het krantenbedrijf. SDM was daarom ook niet zonder meer voor het afstoten van onderdelen van de boeken, tenzij voor het voortbestaan van een boekenonderdeel zulke grote investeringen nodig waren dat daarmee de benodigde investeringen voor de kranten niet meer beschikbaar zouden zijn. Daarom is toen binnen SDM soms ook wel gesproken van een ‘brede basis’: vasthouden aan bestaande kranten en boeken, zonder dat *per se* gestreefd moet worden naar een verdere verbreding buiten het krantendomein van de reeds brede basis.

3. Waarom verkocht SDM de meerderheid van haar aandelen in PCM?

In de jaren voor 2004 oefenden de RvB en RvC voortdurend druk uit op SDM om haar positie als meerderheidsaandeelhouder op te geven. SDM was daarvan geen principieel tegenstander, maar verlangde wel dat de noodzaak daarvan eerst moest worden aangetoond en dat een aandelenverkoop niet ten koste zou gaan van de continuïteit van de krantentitels. Was het aantrekken van vreemd vermogen *per se* nodig? En was het aantrekken van een nieuwe aandeelhouder daarvoor de enige aangewezen weg? De RvB, daarbij niet gecorrigeerd door de RvC, ging voorbij aan deze vragen en stelde zonder meer dat die noodzaak er was. Het leek meer op een geloofsartikel dan op een zakelijke overweging.

Door het stellen van dergelijke vragen werd SDM lastig gevonden en door RvB nogal al eens 'ouderwets' of 'amateuristisch' aangeduid. Maar SDM is van oordeel dat er niets ouderwets is aan het nastreven van het ideële doel van de stichting. Bovendien vulde het bestuur van SDM zijn eigen expertise aan met juridische, strategische en financiële adviezen van gerenommeerde deskundigen. Ondanks de opstelling van RvB was SDM steeds bereid om over elk voorstel van de RvB, dat de positie van de aandeelhouder raakte constructief van gedachten te wisselen. Wel betreunde SDM het dat zij daarbij zo vaak op het laatste moment bij de discussie werd betrokken. Zo ook in 2003.

Op 28 juni 2003 werd het bestuur van SDM in een presentatie van de RvB geconfronteerd met de wens van de RvB en de RvC om de kapitaalstructuur van PCM te wijzigen, de uitstaande preferente aandelen vervroegd af te lossen en tegelijkertijd de vermogenspositie van PCM te versterken ten behoeve van het versterken van de positie van de dagbladen zowel via directe investeringen in de kranten zelf als indirect via versterking van de boekenuitgeverijen. Deze wens was voor SDM de aanleiding om met de RvB en de RvC constructief mee te denken over het aantrekken van een nieuwe aandeelhouder en dus over de verkoop van een deel van haar aandelen. Dit was overigens niet nieuw. SDM had - zoals gezegd - al eerder aangegeven bereid te zijn terug te gaan naar een minderheidsbelang in PCM indien dit de continuïteit van de titels ten goede zou komen.

Misplaatste veronderstelling

In het onderzoeksrapport valt te lezen dat SDM "haar missie inmiddels breder zou zien dan PCM en daarvoor geld nodig had". Dit is een misplaatste veronderstelling. Juist omdat het verkrijgen van extra eigen middelen op geen enkel moment voor SDM reden was om mee te werken aan de wensen van de RvB en de RvC is het des te ongelukkiger dat de onderzoekers op deze foutieve notie hebben doorgeborduurd en daarop in hun rapport een aantal onjuiste conclusies hebben gebaseerd.

De gedachte in het onderzoeksrapport dat het handelen van SDM bij de verkoop van een deel van haar aandelen in PCM onder meer zou zijn ingegeven door de wens extra middelen te verkrijgen voor haar activiteiten buiten het aandeelhouderschap van PCM is een volstrekt onjuiste en ongefundeerde notie. Nooit is binnen SDM een dergelijke discussie gevoerd, laat staan een dergelijk besluit genomen. Het enige document waarop de onderzoekers deze onjuiste stelling hebben gebaseerd is een verslag van een vergadering van de RvC van PCM; een vergadering waarbij SDM niet aanwezig was en een verslag dat haar onbekend is. Ook de door SDM aan de onderzoekers ter beschikking gestelde uitgebreide notulen van al haar vergaderingen geven hiervoor geen enkel aanknopingspunt.

Het zij nogmaals uitdrukkelijk vermeld: de verkoopopbrengst van haar aandelen was voor SDM niet de reden om mee te werken aan de verkoop van de meerderheid van haar aandelen; slechts het door de RvB en de RvC gestelde belang van PCM en daarmee van de titels speelde voor haar in deze een rol. Vanzelfsprekend is binnen het bestuur naderhand (d.w.z. pas na de transactie met Apax) wel diepgaand overlegd over de wijze waarop de eventuele verkoopopbrengst binnen de doelstelling van SDM zou kunnen worden aangewend; tot een zorgvuldige reservering en besteding van de opbrengst was het bestuur uiteraard verplicht.

4. De keuze voor Apax

Benadrukt moet worden dat het initiatief tot verkoop van de aandelen van PCM is uitgegaan en niet van de stichtingen. Na jarenlange druk op SDM om haar meerderheidspositie op te geven, hebben de aandeelhoudende stichtingen (naast SDM: Stichting de Volkskrant en Stichting ter Bevordering van de Christelijke Pers in Nederland) uiteindelijk ingestemd met die wens van PCM tot verkoop. Dat was een ingrijpende, emotionele gebeurtenis. SDM heeft daarbij wel als voorwaarde gesteld een 'grote' minderheid in PCM te willen behouden met daaraan gekoppeld rechten ter bescherming van de krantentitels.

Op genoemde 28e juni 2003 kwamen de RvB-leden Bouwman en Knapen aan SDM een presentatie geven over de stand van zaken van het project Montana (de codenaam die PCM had gegeven aan het project Toekomstverkenning). Het bleek dat er in de maanden daarvoor - buiten medeweten van SDM - door PCM met een twintigtal potentiële investeerders was gesproken. Door de RvB werd geconstateerd dat financiële partijen sterk geïnteresseerd waren en dat er minder enthousiasme was van strategische partijen.

Naar aanleiding van deze gesprekken had PCM een evaluatie gemaakt van de partijen op basis van de volgende criteria:

- strategische *fit* met PCM,
- culturele *fit* met PCM,
- ervaring in de uitgeefsector,
- financiële draagkracht,
- interesse om in PCM te investeren.

Vervolgens werd een lijst met de zeven door PCM gekozen voorkeurpartners gegeven:

1. CVC; 2. Apax; 3. Bain; 4. Carlyle; 5. Schibsted; 6. Candover; 7. HAL Investments.

Van deze zeven partijen werden in de presentatie de twee volgens PCM meest interessante nader toegelicht: HAL Investments en CVC. Meegedeeld werd dat HAL alleen geïnteresseerd was in de kranten en het PCM-bedrijf in delen wilde opsplitsen. De RvB vond dit geen optie en koos daarom voor CVC. Er werd voorgesteld exclusief met CVC te gaan onderhandelen met een zeer strak tijdschema van twee maanden. Dus overdracht van de aandelen van SDM begin september 2003.

Dit nu ging het bestuur van SDM te snel. Het was trouwens onduidelijk waarom er zo een grote haast was met de verkoop van de aandelen. Daarbij kwam dat een aantal punten van CVC's voorstel voor SDM onacceptabel was:

- een voorgestelde *exit* door beursgang in 2007;
- *drag-along* en *tag-along* bepalingen waardoor SDM gedwongen zou worden te verkopen bij CVC's exit;
- inbreng van boekenuitgeverij Veen Bosch & Keuning (VBK) tegen een nader vast te stellen waarde.

Vanwege haar doelstelling wilde SDM haar aandelen het liefst overdragen aan een partij met een grote affiniteit voor kranten. De financiële partij CVC bleek echter geen enkele affiniteit met kranten te hebben. SDM heeft PCM dus laten weten dat zij als aandeelhouder graag rechtstreeks betrokken wilde zijn bij het verkoopproces van de eigen aandelen en niet alleen maar wilde ‘tekenen bij het kruisje’. Dat heeft geleid tot een gezamenlijk verkoopproces in het najaar van 2003. Er werd een begeleidingscommissie ingesteld waarin vertegenwoordigers van RvB, RvC en SDM zitting namen.

In de eerste ronde werden 14 zogenaamde *non-binding offers* ontvangen en daaruit werden door de begeleidingscommissie vijf partijen geselecteerd, vier financiële en één strategische: Apax, Candover, Providence, Warburg Pincus en De Persgroep. Met alle partijen is vervolgens uitvoerig gesproken over de strategie van PCM en over de *corporate governance* (met name de toekomstige bescherming van de krantentitels).

Van alle vijf werd een zogenaamd *binding offer* ontvangen. Vervolgens werd een evaluatie van de bidders gemaakt op basis van:

- strategie, met name affiniteit met kranten,
- prijs,
- transactiestructuur,
- *governance* structuur en
- *exit* (termijn en voorwaarden).

De stichtingen hadden van de Centrale Ondernemingsraad (COR), die na aarzeling instemde met verkoop van aandelen aan een derde partij, een brief ontvangen waarin met klem gepleit werd voor de keuze van een financiële partij en niet van een strategische partij.

Ook de RvB en RvC van PCM lieten blijken een sterke voorkeur te hebben voor een financiële partij. Hoewel het bestuur van SDM een voorkeur had voor een strategische partij, heeft zij zich uiteindelijk neergelegd bij de wens van zowel RvB, RvC als de COR om in zee te gaan met een financiële partij. Op basis van genoemde criteria werd uiteindelijk door alle betrokkenen unaniem gekozen voor Apax. Op 30 juni 2004 werd een meerderheid van 52,5% in PCM overgedragen.

De RvB/RvC van PCM hebben in de beginfase van het proces een aantal malen laten blijken een voorkeursbehandeling te willen geven aan CVC vanwege de mogelijke verwerving van de boekenuitgeverij VBK.

De stichtingen hadden echter een voorkeur om de verkoop van hun aandelen als een afzonderlijke transactie te zien en die niet te combineren met een gelijktijdige acquisitie van een boekenuitgeverij. Het vinden van een goed huis voor de krantentitels stond immers voorop. Dit verschil van mening liep hoog op en was op een gegeven moment voor SDM reden om stopzetting van de verkoop van aandelen te overwegen. Het bestuur van PCM overtuigde SDM toch door te gaan met het verkoopproces.

Om PCM niet met te hoge bankschulden te belasten heeft SDM meteen aan het begin van het verkooptraject aangegeven dat de kopende partij PCM niet met teveel bankschulden mocht belasten. Dat is later uitgewerkt tot niet meer dan viermaal het bedrijfsresultaat (EBITDA), terwijl zes à zeven maal EBITDA destijds niet ongebruikelijk was (zoals ook het onderzoeksrapport opmerkt; p. 28). Ervaringen uit 1995 (zie paragraaf 7) hadden uitgewezen dat de *cash flow* van PCM groot genoeg was om een dergelijke financiering te kunnen dragen en de projecties voor 2004 en volgende jaren waren positief.

Een complicatie bij de onderhandelingen was dat begin 2004 al snel bleek dat de door de RvB tijdens het verkoopproces afgegeven prognoses voor het jaar 2004 veel te optimistisch waren. De resultaten in het eerste kwartaal vielen veel lager uit dan begroot. Dit leidde tot een heronderhandeling met de potentiële koper en tot een lagere prijs voor de aandelen. Als geld de belangrijkste drijfveer van de verkopende stichtingen was geweest dan was naar alle waarschijnlijkheid op dat moment het verkoopproces stilgezet. SDM wilde echter een zo lang en zo breed door PCM gewenst proces niet om die reden afblazen.

5. Managementparticipatie

Bij de verkennende gesprekken met potentiële kopers werd het al snel duidelijk dat voor alle financiële partijen een zogenaamde participatieregeling voor het management een voorwaarde was. Genoemd werden percentages tussen de tien en twintig procent van de aandelen voor het management. De bedoeling van een dergelijke regeling is om een parallelliteit van belangen tussen aandeelhouders en management te scheppen: wat goed is voor de aandeelhouders is ook goed voor het management.

Het bestuur van SDM heeft daar een aantal malen intensief over gesproken, zoals ook blijkt uit de notulen van de bestuursvergaderingen, waarover de onderzoekers beschikten. Een dergelijke regeling lag volgens SDM als ideële aandeelhouder voor een bedrijf als PCM niet voor de hand. Bovendien werd sterk betwijfeld of parallelliteit van belangen tussen een op korte termijn gerichte commerciële aandeelhouder en het management wel in het belang van het bedrijf was. Er is de nodige strijd over geleverd. Maar toen een dergelijke regeling niet geheel te vermijden bleek, mede omdat de druk vanuit het bedrijf om door te gaan met een financiële partner zeer groot was, moest de regeling volgens SDM voldoen aan drie voorwaarden, namelijk dat zij:

- maximaal 5% mocht bedragen,
- op vrijwillige basis moest zijn en
- een zo breed mogelijke basis in het bedrijf moest hebben.

De RvB heeft vervolgens onderzocht hoe breed de regeling kon zijn en liet weten dat toepassing voor CAO-personeel op grote praktische bezwaren stuitte, maar dat er een algemene bonusregeling voor het voltallige personeel zou komen ter grootte van € 5 miljoen, uit te betalen bij de *exit* van Apax.

De verdere uitwerking van de participatieregeling was een zaak tussen Apax en het management van PCM. Als Apax bereid was t.z.t. een deel van maximaal 5% van een toekomstige verkoopwinst te delen met het management, dan was dat haar zaak.

Toen SDM vervolgens in 2007 de aandelen van Apax terugkocht, heeft zij gezegd dat Apax de participatie bij het vertrek moest afwikkelen aangezien de stichtingen die participatieregeling niet over wilden nemen. SDM was overigens ook niet in de positie om afwikkeling van de regeling tegen te houden, aangezien het een regeling betrof tussen Apax en een aantal participanten. Hoe het ook zij, de exorbitante hoogte van de onder de regeling uitbetaalde bedragen heeft ook SDM geschokt en heeft terecht tot veel kritiek geleid. Het overgrote deel van de bedragen is betaald aan managers die PCM toen al, soms gedwongen, hadden verlaten.

6. Terugkoop aandelen Apax

Omdat Apax een buitenlandse aandeelhouder was, gold voor PCM het zogenaamde gemitigeerde structuurregime en werden leden van de RvB door de aandeelhouders en dus door meerderheidsaandeelhouder Apax benoemd. Niet alle door Apax aangedragen en benoemde bestuurders bleken, voorzichtig gezegd, een succes. Het onvoldoende doordachte plan om met een gratis PCM krant te komen stuitte bij de bestaande kranten van PCM op veel weerstand. In het najaar van 2006 bleken de RvB van PCM en Apax serieus van plan te zijn om PCM op te splitsen door verkoop van de twee boekendivisies. SDM heeft toen gevraagd om met een goed strategisch plan te komen waarbij duidelijk zou zijn dat de opbrengst van die verkopen zou bijdragen aan de toekomst van de krantendivisie en als dat niet zo was dat SDM niet akkoord ging met de opsplitsing. Dat plan kwam niet, maar wel bleek inmiddels het verkooptraject van de boekendivisie gewoon doorgezet te worden. SDM schreef toen een heel duidelijke brief, waarin uiteengezet werd dat en waarom SDM het daar - als minderheidsaandeelhouder - niet mee eens was. Kortom, er ontstond een situatie waarin de aandeelhouders het principieel met elkaar oneens waren, het uiteenvallen van het concern dreigde, terwijl twee van de drie leden van de RvB door het bedrijf nauwelijks serieus werden genomen. SDM heeft toen na uitvoerig overleg besloten dat het belang PCM en vooral van de kranten meebracht dat SDM een bod zou doen om de aandelen van Apax weer terug te kopen.

Nooit had SDM gedacht dat het nog eens in een situatie zou worden gebracht dat zij in het belang van de krantentitels de aandelen PCM weer terug moest kopen. Maar wat was de situatie? Apax bracht niet wat de leiding van PCM ervan gehoopt had. Er werden geen grote acquisities gedaan, integendeel: het *Algemeen Dagblad* werd in een hoogst ongelukkige *joint venture* met Wegener geplaatst (een transactie waarvan de stichtingen overigens pas op de hoogte werd gesteld toen die rond was). En halverwege 2006 haalde Apax een deel van het door haar in PCM geïnvesteerde vermogen er weer uit. De - begrijpelijk verontruste - COR vroeg aan SDM garanties om vermogen beschikbaar te stellen voor groei en acquisities. Maar dat was nou juist de reden dat een financiële partij als Apax als meerderheidsaandeelhouder door PCM was bepleit en binnengehaald!

7. Financiële positie SDM

SDM (en daarvoor Stichting Het Parool) heeft altijd een voorzichtig financieel beleid gevoerd, ten gunste van PCM. Winsten zijn voor het overgrote deel in het bedrijf gelaten, dividendontvangsten waren zeer bescheiden. Mede als gevolg van dit beleid is PCM geworden tot wat het is: een groot Nederlands mediaconcern zonder beursnotering. Het heeft SDM - als ideële stichting - verbaasd dat opeenvolgende bestuurders en commissarissen van PCM bijna zonder uitzondering een beursgang voor het bedrijf wenselijk achtten. Een verklaring kan zijn dat de ideële aandeelhouders vanuit hun doelstelling soms lastige vragen stellen. Dat juist mede door diezelfde stichtingen PCM zich heeft kunnen ontwikkelen tot dat grote mediaconcern, heeft die generatie bestuurders onvoldoende ingezien.

Als gevolg van de acquisitie in 1995 van de NDU (*NRC/Handelsblad* en *Algemeen Dagblad*) was PCM maximaal gefinancierd. Naast een enorm bedrag aan bankleningen was aan de ING Bank 35% van het aandelenkapitaal verstrekt in de vorm van 8% cumulatief preferente aandelen. Door de positieve resultaten en de goede *cash flow* in de jaren daarna was ultimo 2003 deze bankschuld vrijwel geheel afgelost. De cumulatief preferente aandelen dienden pas voorjaar 2006 te worden afgelost.

Eind 2002 had de stichting een belang van 57,4% in PCM Uitgevers en daarnaast 'vrije' middelen ten bedrage van € 21,2 miljoen. Van deze middelen is begin 2003 € 7 miljoen aangewend om het dagblad *Het Parool* te redden. PCM had besloten om deze titel te staken. Met de hulp van de stichting is het gelukt om de krant onder te brengen bij De Persgroep. *Het Parool* maakt inmiddels weer winst.

Na terugkoop van de aandelen van Apax in 2007 was SDM voor 90,3% eigenaar van PCM Uitgevers. Daarnaast waren er 'vrije' middelen ten bedrage van € 95,7 miljoen (€ 48,7 miljoen obligaties, € 37,2 miljoen aandelen en € 10,8 miljoen deposito's en liquide middelen).

PCM was na de komst van Apax geheel gefinancierd volgens normen zoals gebruikelijk bij *private equity* partijen. Een klein eigen vermogen, aandeelhoudersleningen en hoge bankschulden (met het eerder genoemde door SDM geëiste maximum van 4x EBITDA).

Na vertrek van Apax is de financiering van PCM weer gebaseerd op een meer conventionele structuur. In 2008 zijn de aandeelhoudende stichtingen akkoord gegaan met de verkoop van de educatieve uitgeverij ThiemeMeulenhoff en is de opbrengst geheel gebruikt om bankschulden af te lossen. Daarnaast zijn in 2008 door SDM en de andere aandeelhouders extra achtergestelde leningen aan PCM verstrekt tot een bedrag van bijna € 40 miljoen.

De schuldpositie van PCM is daardoor sterk verminderd:

Ultimo 2006: € 685 miljoen, waarvan € 371 aan banken

Ultimo 2007: € 328 miljoen, waarvan € 316 aan banken

Ultimo 2008 (taxatie): € 160 miljoen, waarvan € 125 aan banken.

Ultimo 2008 bedragen de beleggingen van SDM - naast het 90% belang in PCM Uitgevers - nog € 40 miljoen. De opbrengsten van dit vermogen worden voor het overgrote deel aangewend om in het kader van de doelstelling giften en subsidies te verstrekken aan een veelheid van doelen in binnen- en buitenland (zie: www.stdem.org).

8. Lessons learned

SDM verbindt de volgende conclusie aan de gang van zaken.

Het binnenhalen van Apax als grootaandeelhouder van PCM, zo kan achteraf worden geconstateerd, heeft niet gebracht wat daarvan gehoopt en verwacht werd. Terwijl op voorhand bij alle betrokkenen grote verwachtingen bestonden van het aandeelhouderschap van Apax, bleek de praktijk weerbarstiger dan gedacht. SDM heeft hieraan de conclusie verbonden dat een financiële partner zoals Apax niet voor de hand ligt als grootaandeelhouder van PCM. Wanneer een bedrijf als PCM behoefte heeft aan een partner, dan moet dat een partner zijn die niet alleen uit is op winst, maar die ook een wezenlijke en inhoudelijke bijdrage kan leveren aan de strategie en de bloei van de activiteiten. Achteraf gezien had SDM dan ook beter kunnen vasthouden aan haar oorspronkelijk in 2004 uitgesproken voorkeur voor een strategische partner.

SDM is voorts tot de conclusie gekomen dat een andere *corporate governance* voor PCM, waarbij de aandeelhouders op grotere afstand staan van de dagelijkse gang van zaken, constructiever zou zijn. In samenwerking met de huidige RvB en de RvC is SDM daarom in het voorjaar van 2008 instigator geweest van een onderzoek door prof. Van Manen van PriceWaterhouseCoopers naar een goede structuur voor PCM in de toekomst. Uit het advies komt naar voren dat PCM het volledige structuurregime dient toe te passen, waarbij een aantal bevoegdheden wordt overgedragen van de aandeelhouders naar de RvC, doch met behoud van bijzondere rechten voor de aandeelhouders ten aanzien van de identiteit en de continuïteit van de krantentitels. Onderdeel van een nieuwe *governance* zal ook zijn dat de dubbelfuncties die de laatste decennia hebben bestaan - personen die zowel bestuurslid van SDM zijn als lid van de RvC van PCM - niet langer zullen voorkomen. Zoals vorig jaar al door PCM aangekondigd, zal de nieuwe *governance* in het eerste kwartaal van dit jaar worden ingevoerd.

Last but not least, heeft SDM geconstateerd dat zij er niet goed in is geslaagd voorafgaand en gedurende en na afloop van het 'tijdperk Apax' haar beweegredenen en motivering over te brengen. SDM heeft zich voorgenomen dit in de toekomst beter te doen en er zorg voor te dragen dat ook voor derden duidelijk kenbaar zal zijn op basis van welke criteria en welke argumenten SDM tot haar beslissingen komt met betrekking tot PCM. SDM spreekt de hoop uit dat zij met deze bijdrage een eerste stap in de goede richting heeft gezet.

9. Strategie SDM voor heden en toekomst

SDM heeft vanaf 2007 veel tijd besteed aan de wijze waarop zij de doelstelling van SDM het meest effectief kan nastreven. Voor het bestuur van SDM geldt dat de krantentitels van PCM op dit moment het meest belangrijke instrument voor SDM vormen om haar doelstelling te verwezenlijken. Daarbij staat voorop dat de zeggenschap van PCM primair bij de RvB en de RvC ligt, maar dat SDM op belangrijke punten haar invloed wil kunnen doen gelden, namelijk daar waar het belang van SDM (= het vervullen van haar doelstelling) in het geding kan zijn. Duidlijkste voorbeeld: eventuele voorstellen tot afstoten of opheffen van één van de krantentitels.

Dit betekent niet dat SDM een meerderheidsbelang in PCM behoeft te houden. Het gaat om de zeggenschap op cruciale punten die ook via prioriteitsaandelen kan worden gerealiseerd. Concreet op dit moment: voor SDM staat de continuïteit van de krantentitels voorop; redelijkerwijs haalbare plannen van PCM die hieraan kunnen bijdragen kunnen bij SDM rekenen op een gewillig oor. Krantentitels zullen zelf voortdurend door nieuwe en innoverende activiteiten hun bestaansrecht moeten bewijzen. Zeker niet onbelangrijk voor de toekomstige ontwikkelingen is dat de verhouding tussen het bestuur van SDM en de huidige RvB en RvC er een is van respect, vertrouwen en open gedachtewisseling.

Het is duidelijk dat het medialandschap volop in beweging is. SDM zal, met alle veranderingen, ook in de komende tijd blijven doen waarvoor zij in 1944 is opgericht: *'het bevorderen van pluriforme opiniërende media in een democratisch staatsbestel'*.

Bestuur Stichting Democratie en Media
27 januari 2009