

Den Haag 8 maart 2010

Vereniging van Effectenbezitters  
Postbus 240, 2501 CE Den Haag  
Bezoekadres: Amaliastraat 7, Den Haag

Tel.: +31 (0)70 313 00 00  
Fax: +31 (0)70 313 00 99  
Internet: [www.veb.net](http://www.veb.net)  
E-mail: [info@veb.net](mailto:info@veb.net)

## Rommelig 2009, uitdagend 2010

Geachte Reed Elsevier aandeelhouder,

Reed Elsevier heeft een roerig 2009 achter de rug. Bestuursvoorzitter Ian Smith vertrok in november, na nog geen acht maanden leiding te hebben gegeven. Onder zijn kortstondige leiding deed Reed Elsevier een bliksemmissie van 1 miljard euro om de vermogenspositie te versterken. Ook werd de verkoop van Reed Business Information (RBI) vanwege gebrek aan belangstelling stopgezet. Begin 2008 taxeerde Reed Elsevier het onderdeel nog op een opbrengst van 1,5 miljard euro. Inmiddels is dit allang niet meer realistisch. Van de AEX fondsen presteerde Reed Elsevier met een Total Shareholder Return ('TSR') van 7,2 procent alleen beter dan verzekeraar Aegon. De grootste uitdaging voor de nieuwe bestuursvoorzitter Erik Engström ligt in het herstellen van het vertrouwen van beleggers.

### Matige jaarcijfers

Op het eerste gezicht oogt de omzetsijging van 14 procent tot 6 miljard pond indrukwekkend. Ook de operationele marge van 25,9 procent lijkt mooi te blijven liggen. De werkelijkheid is minder rooskleurig. Zo blijft de omzet slechts op peil door gedane acquisities (onder andere Choicepoint). De voor acquisities en valuta-effecten gecorrigeerde onderliggende omzet steeg niet, maar daalde met zes procent. Voornamelijk bij de cyclische activiteiten Reed Business Information (-18 procent) en Reed Exhibitions (-22 procent) liepen de onderliggende omzetten sterk terug.

Reed Elsevier poetst eveneens de marge op. Zo wordt de operationele marge gecorrigeerd voor afschrijvingen op immateriële activa en goodwill en herstructurerings- en acquisitiegerelateerde kosten. De aangepaste operationele winst kwam hierdoor uit op ruim 1,5 miljard pond, ofwel 14 procent meer dan vorig jaar. De VEB vindt het vooral discutabel dat Reed Elsevier de reorganisatielasten (182 miljoen pond), denk aan afkoopsommen van ontslagen werknemers en aan outsourcing gerelateerde kosten, buiten beschouwing laat. De baten van deze kostenvoordelen komen immers wel tot uitdrukking in het operationele resultaat. De werkelijke ('gerapporteerde') operationele winst bedraagt slechts 787 miljoen pond, waarmee de marge niet uitkomt op 25,9 procent maar slechts 13 procent. Vorig jaar bedroeg gerapporteerde marge nog 17 procent. Het verschil kan voor een groot deel verklaard worden door afschrijvingen op goodwill en immateriële activa van in totaal 545 miljoen pond.

### Niet zo defensief

Deze forse afboeking op immateriële activa oogt enigszins onheilspellend. Reed Elsevier heeft ultimo 2009 een kleine 9 miljard euro aan immateriële activa (inclusief goodwill) op de balans staan. Het weliswaar door de emissie versterkte eigen vermogen van 1,97 miljard euro steekt hier schril bij af. Bovendien is de vraag gerechtvaardigd of het kasgenererend potentieel van de 'zachte' activa afdoende is om nieuwe 'impairments' te voorkomen. De eigen vermogenspositie zal in dat geval interen en zou zelfs negatief kunnen worden.

Het afgelopen boekjaar kwamen de afboekingen voor rekening van de bladendivisie RBI (onder andere Elsevier en AutoWeek). Dit hangt voornamelijk samen met het instorten van de advertentieinkomsten (-29 procent). Hoewel Reed Elsevier drastisch bezig is met het herstructureren van de divisie, oogt het lange termijnperspectief voor de divisie weinig rooskleurig. De toekomst van 'oude media' bedrijven lijkt er een van teruglopende omzetten en afkalvende marges. De ingezette transformatie van breed gepositioneerde uitgever (publieksbladen, boeken, wetenschappelijke

tijdschriften) naar een leverancier van hoogwaardige digitale informatie is in dit opzicht een begrijpelijke strategische keuze.

Toch blijken ook de nieuwe activiteiten gevoeliger voor de grillen van de economie dan gehoopt. Zo trokken bijvoorbeeld Amerikaanse advocatenkantoren minder data uit de juridische databases van de divisie LexisNexis. De onderliggende omzet daalde hier zes procent. Op de langere termijn zijn bovendien vraagtekens te zetten bij het nieuwe verdienmodel van de uitgever: het online aanbieden van informatie tegen betaling. Steeds meer krachten pleiten voor gratis toegang tot wetenschappelijke artikelen voor iedereen, waardoor het 'nieuwe' model aanzienlijk minder winstgevend kan zijn voor Reed Elsevier. In de Verenigde Staten klagen prestigieuze universiteiten als Stanford, Harvard en Duke al langer over hoge prijzen die voornamelijk dochter LexisNexis in rekening brengt voor het downloaden van wetenschappelijke publicaties. Ook hier ligt het gevaar op de loer dat afnemers overstappen op gratis 'open accesspublicaties'.

Al met al is Reed Elsevier minder defensief dan sommige beleggers denken. Ook het nieuwe verdienmodel staat voor uitdagingen en bij tegenvallers valt niet uit te sluiten dat het informatieconcern moet afboeken op haar immateriële activa.

<i>bedragen in miljarden euro</i>	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Immateriële activa *	7,7	8,8	7,9	6,2	9,6	8,9
Eigen vermogen	2,4	2,9	2,9	4,0	1,0	2,0
Balanstotaal	11,2	13,3	12,7	13,3	13,3	12,7
Solvabiliteit**	21%	22%	23%	30%	8%	16%
Gecorrigeerde solvabiliteit ***	-47%	-44%	-39%	-16%	-65%	-55%
Operationele winst (continuing operations)	1,1	1,2	1,2	1,3	1,1	0,9
Nettoschuld****	3,6	4,2	3,7	0,9	5,9	4,4
Leverage rate*****	3,2	3,4	3,0	0,7	5,2	5,0

\* combinatie goodwill en intangible assets \*\* in 2007 is het eigen vermogen relatief hoog en de nettoschuld laag door de verkoop van Harcourt midden 2007 \*\*\* eigen vermogen minus immateriële activa gedeeld door balanstotaal \*\*\*\* rentedragende schulden minus cashpositie (calculatie VEB) \*\*\*\*\* nettoschuld gedeeld door operationele winst

### **Vereenvoudiging governancestructuur noodzakelijk**

Het aantreden van de nieuwe topman Erik Engström is meteen een goede gelegenheid om de corporate governance structuur van Reed Elsevier tegen het licht te houden. In de huidige structuur staan de Engelse plc en de Nederlandse nv naast elkaar en hebben ze beide een aparte beursnotering. De VEB is van mening dat het goed zou zijn als deze onnodig gecompliceerde structuur zou worden vereenvoudigd. Zoals bij Fortis duidelijk is geworden, is een binationale structuur complex, inefficiënt en beperkt deze de handelingssnelheid van het management, vooral op momenten dat snelle actie noodzakelijk is. Een vereenvoudigde structuur kan bereikt worden door een duidelijke keuze te maken tussen ofwel de Engelse rechtsvorm of de Nederlandse variant en te kiezen voor één beursnotering. Dit zou een einde maken aan de verschillende *boards*, een gecompliceerde (financiële) rapportagestructuur, het houden van dubbele aandeelhoudersvergaderingen, een dubbel hoofdkantoor en dubbele statuten. Een analyse van de fiscale consequenties dient uiteraard te worden gemaakt en zou een dergelijke operatie kunnen verhinderen.

Namens de Vereniging VEB NCVB,

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized 'J' followed by a 'M' and a 'S'.

Jan Maarten Slagter, directeur

Wilt u op dit bericht reageren? E-mail dan naar [info@veb.net](mailto:info@veb.net).

Noot: Bij het opstellen van deze brief waren zowel het jaarverslag als de agenda voor de aandeelhoudersvergadering nog niet beschikbaar.