

## Geachte aandeelhouder,

**D**e komende twee maanden houden beursgenoteerde ondernemingen traditiegetrouw hun jaarlijkse aandeelhoudersvergadering. Van een aantal ondernemingen heeft de VEB alvast een uitgebreide analyse gemaakt. Hierbij wordt ingegaan op recente strategische keuzes, risicomangement, dividendbeleid of de beloning van bestuurders. Zo kunnen beleggers snel uitvinden wat er speelt bij het bedrijf in kwestie.

De ondernemingsanalyses zijn opgesteld voor bedrijven die deelnemen aan de Stichting Communicatiekanaal Aandeelhouders (SCA). De SCA is in het leven geroepen om de communicatie met een onderneming en tussen aandeelhouders onderling directer en eenvoudiger te maken. Na aanmelding via zijn depotbank ontvangt de aandeelhouder relevante bedrijfsinformatie rechtstreeks en gratis thuis, zoals de agenda met toelichting van de aanstaande aandeelhoudersvergadering. Daarnaast biedt de SCA aan de VEB de mogelijkheid om aandeelhouders door middel van de VEB-analyse op de hoogte te brengen van de belangrijkste gebeurtenissen bij de betreffende onderneming.

Een impressie van enkele analyses die de VEB in 2010 heeft gemaakt, volgt hieronder. Een volledig overzicht is te vinden op de VEB-website (ga op de startpagina van [www.veb.net](http://www.veb.net) via de grijze box naar Fonds in focus). Voor meer informatie over de SCA en over de wijze van aanmelden, zie [www.communicatiekanaal.nl](http://www.communicatiekanaal.nl).



### 4G niet tegen elke prijs

vPN blijft vasthouden aan haar strategie Back to Growth van begin 2008. Bestuursvoorzitter Ad Scheepbouwer moest wel een uitzondering maken. De omzetdoelstelling van minimaal 15 miljard euro in 2010 moest worden opgegeven. De omzet daalde over 2009 met 7,5 procent. De goede operationele prestaties zijn vooral het gevolg van kostenbesparingen, maar de mogelijkheden voor kostenreducties zijn niet oneindig.

Een belangrijke gebeurtenis voor 2010 is de aanstaande veiling in Duitsland van frequenties voor het vierdegeneratienetwerk (4G). Vanuit strategisch perspectief begrijpt de VEB dat het verwerven van deze frequenties aantrekkelijk kan zijn. KPN-dochter E-Plus zou met de frequenties een betere landelijke dekking kunnen aanbieden en tegemoet kunnen komen aan de groeiende vraag naar capaciteit in het netwerk. Toch wijst de VEB erop dat deze frequenties niet tegen elke prijs verworven moeten worden. Het marktaandeel van E-Plus (ongeveer 15%) blijft beperkt waardoor de investering niet eenvoudig kan worden terugverdiend. Lees verder op [www.veb.net](http://www.veb.net).



### Vertrouwen herstellen

Reed Elsevier heeft een roerig 2009 achter de rug. Bestuursvoorzitter Ian Smith vertrok in november na nog geen acht maanden bestuursvoorzitter te zijn geweest. Onder zijn kortstondige leiding deed Reed Elsevier een bliksemmissie van 1 miljard euro en werd de verkoop van bladendivisie Reed Business Information (RBI) vanwege gebrek aan belangstelling stopgezet. De grootste uitdaging voor de nieuwe roergan-

ger Erik Engström ligt in het herstellen van het vertrouwen van beleggers.

De transformatie van breed gepositioneerde uitgever (publieksbladen, boeken, wetenschappelijke tijdschriften) naar leverancier van digitale informatie is een begrijpelijke strategische keuze. Maar ook de nieuwe activiteiten blijken gevoelig voor de grillen van de economie. Zo trokken bijvoorbeeld Amerikaanse advocatenkantoren minder data uit de juridische databases van LexisNexis. 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, waardoor het 'nieuwe' model aanzienlijk minder winstgevend kan zijn.

Al met al lijkt Reed Elsevier minder defensief dan sommige beleggers denken. Bij tegenvallers valt niet uit te sluiten dat het informatieconcern moet afboeken op zijn immateriële activa. De post 'zachte' activa steekt met een kleine 9 miljard euro schril af bij de eigenvermogenspositie (1,97 miljard euro). Lees verder op [www.veb.net](http://www.veb.net).



### Verdere balansverkorting

Bij ING is duidelijk dat de onderneming zwaar gehavend uit de crisis tevoorschijn gaat komen. Omvangrijke staatssteun was nodig om de bank-verzekeraar overeind te houden. Deze steun werd in 2009 weliswaar deels teruggekocht, maar dat ging gepaard met een sterk verwaterende aandelenemissie. Aandeelhouders betaalden een groot deel van de rekening voor het feit dat ING de kredietcrisis met onvoldoende kapitaal inging.

Het eigen vermogen is het afgelopen jaar versterkt, maar bedraagt nog altijd slechts 3 procent van het enorme balanstotaal van 1.164 miljard euro. ING zal zich dit jaar gaan voorbereiden op een opsplitsing, waarbij het verzekeringsbedrijf wordt afgestoten. Dat zal de balans van de huidige vennootschap uiteraard sterk verkorten, maar het gaat nog geruime tijd duren. Verdere verkorting en versterking van de balans is onvermijdelijk. De VEB hoort graag hoe ING hieraan inhoud denkt te geven. Lees verder op [www.veb.net](http://www.veb.net).



### Afslanking in zware tijden

2009 stond voor Heijmans in het teken van overleven. Bestuursvoorzitter Rob van Gelder heeft noodgedwongen stevig moeten ingrijpen. De strategie is aangepast, de nettoschuldpositie is door middel van een claimemissie afgebouwd en resterende schulden zijn tegen nieuwe condities geherfinancierd. Bovendien mocht over 2009 op last van de huisbanken geen dividend worden uitgekeerd en is Heijmans een selectiever aannemingsbeleid gaan hanteren voor nieuwe projecten. Marge prevaleert vanaf nu boven omzet. Hoewel dit vanuit bedrijfseconomisch perspectief een verstandige keuze lijkt, is de vraag in hoeverre deze aanpak in tijden van crisis, waarin bouwbedrijven elkaar fel beconcurreren, houdbaar is.

De cruciale factor in de wederopstanding van het concern is echter een variabele die Heijmans niet onder controle heeft: een snel herstel van het consumentenvertrouwen en als gevolg daarvan de woningmarkt. Voor certificaathouders – Heijmans heeft geen aandelen maar certificaten die in beginsel geen stemrecht geven – wordt 2010 daarom weer een onzeker jaar. Lees verder op [www.veb.net](http://www.veb.net).