

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
E-mail: info@veb.net

Transformatie niet afgerond

Geachte Reed Elsevier aandeelhouder,

Begin maart 2009 komt na tien jaar een einde aan het bestuursvoorzitterschap van Crispin Davis bij Reed Elsevier. Afgaand op de koersontwikkeling gedurende die bestuursperiode kan niet gesproken worden van een onverdeeld succes. Toen Davis in september 1999 aantrad, noteerde Reed Elsevier (de NV) 10,75 euro. Tien jaar later is dat 9,18 euro, ofwel een negatieve performance van 15 procent. Ten opzichte van de markt (AEX-index) betekent dit weliswaar een outperformance, maar feit is dat Davis nooit echt heeft weten te overtuigen. Vooral voor het uitbreken van de kredietcrisis deed Reed Elsevier het structureel slechter dan de markt. Davis erkent zelf overigens ook dat het koersverloop teleurstellend is.

Inschattingsfouten bij implementatie strategie

Na zijn aantreden maakte Davis bekend met vier divisies — wetenschap, juridisch, bedrijfsinformatie en onderwijs — de overstap naar internet te willen maken. Door een aantal inschattingsfouten is deze transformatie van een breed gepositioneerde uitgever (kranten, publicatiebladen, boeken en wetenschappelijke tijdschriften) naar een leverancier van hoogwaardige digitale informatie anno 2009 echter nog niet voltooid. Zo heeft Reed Elsevier een verkeerde strategische inschatting gemaakt ten tijde van de aankoop van de Amerikaanse studieboekenuitgever Harcourt. Ook is de tijdschriftendivisie Reed Business Information (RBI), die sterk afhankelijk is van advertentie-inkomsten, op een verkeerd moment in de etalage gezet.

Harcourt bleek bijzonder cyclisch en was niet bevorderlijk voor de nagestreefde stabiliteit van Reed Elsevier. Bovendien was er nauwelijks synergie met de medische, juridische en zakelijke divisies. Ook heeft Reed Elsevier de snelheid waarmee bij deze divisie de slag naar internet kan worden gemaakt, overschat. Uiteindelijk is Harcourt eind 2006 na een tijdrovend integratieproces weer gedesinvesteerd. Daarmee is kostbare managementtijd verloren gegaan die beter elders had kunnen worden ingezet.

Ook de timing van de geplande verkoop van conjunctuurgevoelige RBI roept vraagtekens op. Alhoewel strategisch een logische stap werd RBI pas te koop gezet toen de economie al over haar top was (begin 2008) en de kredietcrisis inmiddels had toegeslagen. Zelfs toen Reed Elsevier nota bene een flink deel van de financiering voor de koper voor haar rekening wilde nemen, bleek verkoop onmogelijk. Voorlopig houdt de uitgever de tak noodgedwongen binnen de eigen onderneming, totdat de omstandigheden weer gunstiger zijn. Afgezien van de verwachting dat dit nog wel even kan duren, is het twijfelachtig of Reed Elsevier dan nog de door haarzelf ingecalculerde opbrengst van 1,5 miljard euro kan incasseren. Opnieuw een kostbare inschattingsfout.

Vlakke omzetontwikkeling, marge stijgt gestaag

Tijdens het bewind van Davis is Reed Elsevier niet wezenlijk gegroeid. Over 2008 werd een omzet behaald van 6,7 miljard euro, gelijk aan die van 2007 en alleen te danken aan de overname van Choicepoint. Bovendien wijkt de omzet nauwelijks af van de 6,2 miljard euro die al in 2000 werd behaald. De transformatie heeft daarentegen wel een positieve impact gehad op de rentabiliteit. De ebit in 2008 met kwam voor het eerst sinds 2002 weer boven de 20 procent uit. Indrukwekkend is de winstgevendheid echter nog altijd niet.

Acquisitie ChoicePoint risicovol

Vooruitlopend op de verkoop van RBI kocht Reed Elsevier begin 2008 al wel voor 2,8 miljard euro de Amerikaanse dataleverancier ChoicePoint. Het geld dat voor de aankoop van Choicepoint was geleend, is inmiddels voor 1,5 miljard euro geherfinancierd tegen een gemiddeld rentepercentage van ongeveer 8,25 procent. Ter illustratie, de gemiddelde rentevoet waartegen Reed Elsevier tot dat moment kon financieren, bedroeg 6,8 procent. De financieringslasten zijn daarmee sterk toegenomen en moeten worden gecompenseerd door herstructureringen en synergievoordelen. Of daadwerkelijk synergieën kunnen worden gerealiseerd is twijfelachtig aangezien Reed Elsevier nog helemaal niet in dit businesssegment actief was.

Duidelijk is wel dat ChoicePoint een dure acquisitie is. Reed Elsevier betaalde 24 keer de verwachte winst over 2008 en 13,3 maal de winst over 2007, terwijl Reed Elsevier zelf slechts 12 keer de winst noteerde. Dat betekent een flinke winstverwatering en waardecreatie wordt hierdoor moeilijker omdat ChoicePoint aanzienlijk hoger gewaardeerd is dan Reed Elsevier zelf.

Vereenvoudiging governancestructuur noodzakelijk

Het aantreden van de nieuwe topman Ian Smith is een goede gelegenheid om de corporate governance structuur van Reed Elsevier grondig te herzien. In de huidige structuur staan de Engelse plc en de Nederlandse nv naast elkaar en hebben ze beide een aparte beursnotering. Beide entiteiten hebben een belang in de verschillende divisies en Reed Elsevier plc heeft bovendien een belang in de Nederlandse nv. De VEB is van mening dat deze onnodig gecompliceerde structuur moet worden vereenvoudigd. Zoals bij Fortis duidelijk is geworden, is een binationale structuur extreem 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.

Namens de Vereniging van Effectenbezitters,



Jan Maarten Slagter, directeur

Wilt u op dit bericht reageren? E-mail dan naar info@veb.net.

Noot: Bij het opstellen van deze brief waren zowel de definitieve jaarcijfers 2008, het jaarverslag als de agenda voor de aandeelhoudersvergadering nog niet beschikbaar.