



KPN PRESTEERDE BETER DAN PROXIMUS, MAAR BLEEF ACHTER OP DE BEURS

Totaalrendement (TSR) ontleed	KPN	Proximus
Operationele winstgroei (ebit)	5.8%	0.0%
Investerings in groei	0.3%	2.6%
TSR uit prestaties	5.6%	-2.5%
Earnings yield (ebit/EV)	3.7%	6.1%
Verandering waardering (delta EV/ebit)	-9.4%	-5.2%
Overig	-3.0%	-0.9%
Werkelijke TSR	-3.1%	-2.5%

Bron: jaarverslag, Bloomberg

KPN: DE ANDERE KANT VAN DE MEDAILLE

Het belonen op basis van relatieve TSR kan omgekeerd ook negatief voor een bestuurder uitpakken. Een goed voorbeeld van hoe het afzetten op basis van relatieve TSR tot een lagere ranking dan op basis van prestaties leidt, is telecombedrijf KPN. De prestaties van de inmiddels afgetreden KPN-topman Maximo Ibarra werden vergeleken met elf andere telecombedrijven, waarbij de positie van KPN op die ranglijst van twaalf bedrijven relevant is voor het toekennen van de langetermijnbonus.

Een van de bedrijven waarmee KPN zichzelf graag vergelijkt, is het Belgische Proximus, dat de afgelopen jaren onder leiding stond van de inmiddels ook vertrokken topvrouw Dominique Leroy. Op basis van de relatieve TSR heeft Proximus het de afgelopen drie jaren beter gedaan dan KPN, de Belgische sectorgenoot staat daarom dus hoger in de ranglijst dan KPN. Onderliggend over dezelfde periode zette KPN

**MEER
AANDACHT
VOOR DE
VERANDERINGEN
IN DE ROIC
IS OOK GOED
VOOR DE
BELEGGER**

echter de betere prestatie neer door de aangepaste operationele winst te laten stijgen met gemiddeld 6 procent per jaar, terwijl bij Proximus deze winst onveranderd bleef.

Op basis van de onderliggende bedrijfsresultaten, waarbij we tevens rekening houden met de kapitaalinvesterings, had Ibarra (mogelijk) een langetermijnbeloning ontvangen, maar doordat KPN slechts positie 8 had op de ranglijst van Europese telecombedrijven ontving de topman geen bonus op basis van TSR. Dat KPN lager op de ranglijst staat, komt mede omdat de verwachtingen van beleggers drie jaar geleden hoger lagen bij KPN dan bij Proximus, niet iets waar de topman vanaf dat moment nog veel aan kon doen.

SUGGESTIE VEB: LANGERE PERIODE VOOR RELATIEVE TSR

Hoewel het berekenen van het totaalrendement uit de inspanningen van het management op het oog complex lijkt, is het in feite niet meer dan de verandering in de ROIC, ook wel aangeduid als de

zogeheten RONIC, het rendement op nieuw geïnvesteerd kapitaal.

Het meet dan ook simpelweg hoeveel extra operationele winst het bedrijf weet te realiseren met zijn nieuw ingezette middelen, en op lange termijn is dat alles wat voor langetermijnbeleggers telt. Niet gek dan ook dat meer aandacht van het management voor de verandering in de ROIC er (mits eerlijk berekend) tevens voor zorgt dat bestuurders eerlijker beloofd worden.

Om ervoor te zorgen dat de relatieve TSR beter de onderliggende prestaties weerspiegelt, zouden bedrijven de meetperiode voor de TSR moeten oprekken. Waarbij het adagium is: hoe langer hoe beter.

Alleen wanneer bedrijven langere periodes hanteren bij het gebruik van de relatieve TSR worden bestuurders eerlijker beloofd. Als bedrijven en hun bestuurders zeggen langetermijnwaardecreatie na te streven, zullen hun beloningen ook nauwer verband moeten houden met die definitie.