



De aandeelhoudersvergadering van KPN werd ontegenzeggelijk gedomineerd door actievoerders – lees klanten – die wilden dat KPN het merk xs4all niet zou opdoeken en onderbrengen binnen het standaard KPN-merk.

Ook de VEB was verrast over de beslissing van bestuursvoorzitter Maximo Ibarra. De meeste ondernemingen zouden een moord doen voor een premiummerk met zo'n dwepende klantengroep. Vaak staan juist merken met een stevige positief-emotionele lading garant voor hoge marges, aangezien klanten bereid zijn meer te betalen. Veel meer zelfs, zo zullen de (ver)kopers van bijvoorbeeld Louis Vuitton-tasjes beamen. Vervang een premiummerk door Hema, en ineens willen klanten tientjes in plaats van duizenden euro's voor hetzelfde product betalen.

REGULERING VERNIETIGT WAARDE

Fundamenteel heeft KPN grotere uitdagingen dan het merkenbeleid. De VEB wees erop dat de onderneming er al vele jaren niet in slaagt beter te renderen dan haar kapitaalkosten. Een volwassen onderneming die structureel lager rendeert, vernietigt waarde, waarbij uiteindelijk zelfs de levensvatbaarheid in het geding



ROCE = Return On Capital Employed. ROCE is een maatstaf voor hoe effectief een bedrijf zijn kapitaal gebruikt. De waarde wordt berekend door de inkomsten van een bedrijf voor aftrek van rente en belastingen (ebit) te delen door het geïnvesteerde vermogen.

**INTERNATIONALE
BELEGERS
DRIJVENDE
KRACHT
ACHTER
PRESTATIE-
CRITERIA**

komt. De ironie wil dat juist ondernemingen met sterke merken hier geen last van hebben en hoge rendementen en marges combineren met gestage groei. Hun aandeelhouders zijn daarbij spekkoper en genieten van jarenlange koersstijgingen. KPN-beleggers kunnen daar alleen maar van dromen.

Financieel directeur Jan-Kees de Jager legde de schuld bij de regulering in Europa, die te veel gericht was op het stimuleren van concurrentie in plaats van het creëren van waarde. De Europese telecomsector dreigt daardoor de aansluiting te verliezen bij Azië en de Verenigde Staten, die leiden in de essentiële 5G-ontwikkelingen waarmee razendsnel internet mogelijk wordt.

OPTIMISME

De Jager bleef niet hangen in zwartgalligheid en benadrukte dat KPN al flinke vooruitgang had geboekt met een 8,9 procent Return On Capital Employed (ROCE, zie kader) in 2018, terwijl dat in eerdere jaren veel lager was.

Hij erkende dat meer stappen nodig waren, maar was vol vertrouwen dat KPN hierin zal slagen. Met de huidige strategie zal de ROCE in de komende jaren stevig stijgen, aldus De Jager in de aandeelhoudersvergadering. De huidige jaarlijkse investeringen van een dikke miljard euro zouden namelijk veel beter gaan renderen dan die uit het verleden.

Met dit optimisme in het achterhoofd is het nog merkwaardiger dat de raad van commissarissen economische waardecreatie wederom niet als criterium in het beloningsbeleid heeft willen opnemen. President-commissaris Duco Sickinghe deed verwoede pogingen deze beslissing te rechtvaardigen, maar kwam uiteindelijk niet veel verder dan te wijzen naar de grote internationale beleggers, die vooral geïnteresseerd zijn in kasstromen als prestatiecriteria.

Het belang van kasstromen zal iedere rationele belegger bevestigen, maar kasstromen kunnen niet in isolement worden beoordeeld. Bepalend is de verhouding met de hoeveelheid kapitaal die benodigd is om die kasstromen te genereren. De huidige aandelenkoers geeft helaas aan dat ook die grote internationale beleggers tot dusver nauwelijks onder de indruk zijn van de kapitaalefficiëntie van KPN.