

meer vergelijkbare ondernemingen (in het Engels de *peer group* genoemd). Daarmee worden bepaalde zaken die buiten de invloed van het bestuur liggen uitgeschakeld, denk bijvoorbeeld aan oliebedrijven die allemaal in meer of mindere mate meedeinen op de olieprijs.

Het gebruik van de relatieve TSR in het beloningsbeleid valt in beginsel goed te verdedigen als redelijk eenduidige maatstaf. Als het bestuur streeft naar rendement op de beurs voor het verdienen van zijn bonus, dan profiteert de aandeelhouder daar direct van. Er is in dat geval dan ook sprake van zogeheten afstemming van belangen, *alignment of interests*.

Dat parallelle belangen een sleutel tot succes zijn, wordt inmiddels bevestigd door tal van internationale onderzoeken waarin op de lange termijn een stevig verband tussen de beurskoers en langetermijnwaardecreatie wordt geconstateerd. Onder langetermijnwaardecreatie wordt dan verstaan dat ondernemingen structureel een hoger rendement op geïnvesteerd kapitaal weten te halen dan de kosten die verbonden zijn aan dat kapitaal, verstrekt door aandeelhouders en kredietverstrekkers.

Daarbij moet aantekend

worden dat het verband tussen onderliggende bedrijfsprestaties en prestaties op de beurs pas sterk aanwezig is bij periodes van ten minste tien tot vijftien jaar. Bij kortere periodes zoals de in veel beloningssystematieken gebruikte driejaarsperiode is dit verband op zijn minst een stuk zwakker. Bestuurders worden dus regelmatig beloond op basis van factoren buiten hun eigen prestaties.

Een ander nadeel van het gebruik van TSR is dat verwachtingen en prestaties een vertroebelend effect op elkaar hebben. Bedrijven die operationeel beter presteren, halen niet per se een hoger beursrendement dan de concurrentie over de achterliggende periode. Omgekeerd zijn er bedrijven die financieel minder presteren dan concurrenten, maar toch een hoger beursrendement behalen.

Wanneer de TSR van de bedrijven op het Damrak wordt ontleed, ontstaat dan ook een opmerkelijk beeld, waarna de conclusie niet anders kan zijn dan dat sommige topmannen beloond zijn op basis van het neerzetten van hoge verwachtingen. Terwijl andere bestuurders juist 'goede' resultaten leverden, maar doordat verwachtingen reeds te hoog gespannen zijn

toch geen beursrendement wisten te halen en hun beloning dan ook zagen achterblijven.

### TSR UITGEBEEND

Om de redenen voor de mismatch tussen operationele prestaties en koersbewegingen te verklaren, kan gekeken worden naar de drijvende krachten achter TSR.

Het totale rendement voor de aandeelhouders over een willekeurige periode bestaat in de 'traditionele' vorm uit de verandering van de beurskoers over een bepaalde periode, plus de uitgekeerde dividenden. Toch geeft deze uiteenzetting weinig inzicht in hoe dit rendement eigenlijk tot stand is gekomen over de betreffende periode.

In de gedetailleerde versie van het totale rendement van de aandeelhouders (TSR) zijn op hoofdlijnen vier drijvende krachten te onderscheiden.

Allereerst is er de waarde en het rendement dat gerealiseerd wordt door omzetgroei, gecorrigeerd voor de investeringen om deze groei te realiseren. Ook is er het rendement door de toename van de operationele (ebit) winstmarge.

Naast deze twee factoren zijn er twee andere krachten die invloed hebben op de TSR zonder operationele effecten. Dat is allereerst het rendement dat behaald wordt op de aandelen zonder enige groei- of margeverbeteringen, kortweg de *earnings yield* (het omgekeerde van de koers-winstverhouding). Ten tweede gaat het om rendement dat behaald wordt door verhoogde verwachtingen van aandeelhouders, gemeten door de verandering in de zogeheten *multiple* (bijvoorbeeld die koers-winstverhouding).

Andere factoren die het rendement kunnen stuwen, zonder direct operationeel van aard te zijn en daarmee 'verwerkt' zijn in laatst genoemde factoren, zijn bijvoorbeeld het gebruik van



**BESTUURDERS  
WORDEN  
REGELMATIG  
BELOOND OP  
BASIS VAN  
FACTOREN  
BUITEN HUN  
EIGEN  
PRESTATIES**

