



– Column –

Pensioenen en de aandelenmarkt



Ieder verstandig mens zet zelf iets opzij voor later, maar gezamenlijk sparen voor de oude dag, dat doen alleen mensen die niet de euro als munt hebben. En Nederlanders.

De socioloog Max Weber bracht een eeuw geleden vele pennen in beweging toen hij een verband legde tussen *Die protestantische Ethiek* en *Der Geist des Kapitalismus*. In de tussentijd heeft de praktijk van kapitaaldekking, van samen geld opzij zetten, zodat wie langer leeft ontvangt wat wie eerder sterft overlaat, op de wereld slechts wortel geschoten in landen waar de katholieke kerk het langst niet domineert.

Pensioenfondsen bestaan buiten Nederland vooral in welvarende en relatief goed bestuurd landen als de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland, Zweden, Denemarken en Australië. Zijn pensioenfondsen daarom protestants? Of horen pensioenfondsen bij landen die hechten aan hun eigen munteenheid? Pensioenfondsen bestaan immers niet of nauwelijks in Duitsland, Frankrijk, Italië, Spanje en de andere landen die de euro als gezamenlijke munt hebben gekozen. Daar wordt via de belastingen aan ouderen slechts een klein bedragje uitgekeerd en richt solidariteit zich vooral op de eigen familie. Een steeds hechtere ('ever closer') Europese Unie heeft tot doel alle regels en instituties

gelijk te schakelen. Daar is voor buitenbeentjes geen plaats en dus lijkt het Nederlandse pensioenstelsel binnen de eurozone ten dode opgeschreven.

Beleggers zal opvallen dat landen met pensioenfondsen tevens landen zijn met relatief grote aandelenmarkten. Dat verband is niet direct causaal. Pensioenfondsen maken aandelenmarkten niet groot. Maar zowel pensioenfondsen als aandelenmarkten vloeien voort uit spaarzin, de deugd die welvaart schept. De grootse beurs binnen de Europese Unie is die van Londen. Niet Parijs, laat staan Frankfurt. De marktwaarde van de in Zwitserland genoteerde ondernemingen tezamen is groter dan die van alle Duitse beursgenoteerde ondernemingen. Frankrijk en Duitsland zijn geen aandeelhouderslanden. Dat maakt de EU tot een habitat waar aandeelhouders - net als pensioenfondsen - niet zullen gedijen.



PAUL FRENTROP
is expert op het gebied van corporate governance

dividend



Michelin is een betrouwbare dividendbetaler. Sinds 2000 is ieder jaar dividend uitgekeerd. De uitkering daalde alleen over het crisisjaar 2009. In de laatste 6 jaar steeg de uitkering met circa 8 procent per jaar. De payout-ratio is relatief laag en schommelde in die jaren tussen de 35 en 41 procent. Ten opzichte van kasstromen ligt de uitkering wel een stuk hoger (50 procent). Gezien de cyclische aard van Michelin's activiteiten is het stabiele dividend benijdenswaardig, maar in een serieuze recessie kan het dividend ook zomaar sneuvelen.

Michelins overhead – de kosten die op het hoofdkantoor worden gemaakt – bedroeg 3,7 miljard euro in 2018, oftewel 17 procent van de omzet. Bij de concurrentie ligt dit percentage op 14 procent.

De in mei benoemde topman Florent Menegaux wil deze kloof in de komende vijf jaar dichten door voornamelijk te snoeien in hoofdkantoorkosten (dus niet marketing).

GROOT EN TOCH KLEIN

Hoewel Michelin stappen heeft gezet met het sluiten van inefficiënte fabrieken, valt op dat de productiehallen nog steeds aan de kleine kant zijn. De gemiddelde Michelin-fabriek produceerde minder dan 90 kiloton aan banden per jaar. Dat is onder de doelstelling van 95kt die het vorige management in 2013 voor 2018 had neergezet. En die ambitie was al weinig ambitieus in vergelijking met sectorgenoten.

Bij de jaarcijfers was voormalig topman Jean Dominique Senard nog helder over het feit dat de dure productie de concurrentiepositie van Michelin schaadt en dat een "aantal moeilijke beslissingen genomen moet worden".

Niet lang daarna werd de sluiting van twee kleinere fabrieken in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland aangekondigd. Wil Michelin de efficiency verhogen, dan lijkt het onvermijdelijk dat er nog meer sluitingen volgen (er zijn nog circa 20 veelal kleine Europese fabrieken open).

Hoewel het management serieus lijkt over het verlagen van de kosten en het verhogen van de efficiëntie, valt te betwijfelen of het bedrijf hierin zal slagen. Ondanks mooie woorden valt uit de cijfers af te leiden dat de overhead in de laatste jaren alleen maar is gestegen.

De realiteit is dat reorganiseren bijna onmogelijk is in Frankrijk. Ook in het verleden bleek dat besparingen slechts tijdelijk waren, of teniet werden gedaan door de stijging van andere kostenposten.

waardering



Beleggers betalen iets minder dan 6 keer het bruto bedrijfsresultaat (ebïtda) voor Michelin (ondernemingswaarde, dus inclusief de nettoschuld). De bandenmaker is hiermee relatief duur ten opzichte van sectorgenoten en de eigen historie. Hierbij dient gezegd te worden dat er weinig andere bandenmakers zijn die structureel waarde creëren.