

'Wij vinden het niet erg om op de achterbank te zitten'

18 december 2014 00:00

Daan Ballegeer



© rv

In de vijver van familiebedrijven kan je nog mooie vissen bovenhalen waar grote jongens hun neus voor ophalen. Dat is het uitgangspunt van de Nederlandse vermogensbeheerder Juno Investment partners.

Bedrijven die een paar jaar na elkaar een winstgroei van meer dan 30 procent neerzetten, zijn voor ons niet interessant', zegt Frans Jurgens, een van de oprichters van Juno. 'Dat heeft namelijk enorme gevolgen voor het personeelsbestand, de financiering, de structuur en de werking. Als je ziet dat bij zo'n bedrijf de herinvesteringsgraad (het deel van de winst dat weer in het bedrijf geïnvesteerd wordt, red.) 10 procent bedraagt, dan weet je dat het binnenkort extra geld nodig heeft. Wij verkiezen ondernemingen die een nog altijd flinke groei uit eigen zak kunnen betalen en daarvoor geen aandeelhouders of banken nodig hebben.'

Jurgens is al lang tevreden met een jaarlijkse winstgroei van 15 procent. 'Dat is voor het management van dat bedrijf prima te managen. Bovendien rekent het ook lekker gemakkelijk. Het betekent dat de winst elke vijf jaar verdubbelt.'

Samen met medeoprichter Lennart Smits weet Jurgens met Juno voorlopig knappe resultaten neer te zetten. Het totale rendement sinds de start van het fonds begin 2008 bedraagt 118 procent. Ter vergelijking: de Bel20 nam in diezelfde periode met 21,5 procent af. Dit jaar stevent het fonds af op een rendement van bijna 18 procent.

Het opmerkelijkste kenmerk is de voorkeur voor familiebedrijven met een beurswaarde tussen 250 miljoen en 4 miljard euro. 'Familiebedrijven laten zich niet zo snel gek maken door wat de markt van ze verwacht', legt Jurgens uit. 'Ze investeren ook gemakkelijker in de lange termijn, onder meer omdat het management bereid is om twee tot drie jaar minder winstgroei neer te zetten.'

Is dat per definitie zo?

Frans Jurgens: 'Niet altijd. Neem het tegenvoorbeeld van het beursgenoteerde Eurofins, een laboratoriumgroep met hoofdkwartier in Luxemburg waar nog altijd twee van de oprichters achter zitten. Het management wordt er beloond met warrants met een uitoefenprijs op de koers in 2018. Dat geeft een foute drijfveer aan het management om veel risico's te nemen zodat het tegen die tijd kan cashen.'

Blijkbaar kan de aandeelhouder daar toch mee leven.

Lennart Smits: 'Ja, natuurlijk. Maar dat hoeven wij niet te zijn.' (lacht)

De wegen van beide oprichters kruisten elkaar bij de Nederlandse investeringsmaatschappij Teslin, waar ze samen anderhalf jaar een Europees fonds op hadden gezet en beheerden. Ze waren daarvoor soms dagen met elkaar op stap,

bijvoorbeeld om in Scandinavië bedrijven te bezoeken. 'Als je elkaar aan het eind van de week op Schiphol een prettig weekend kan toewensen zonder dat je blij bent van die gozer af te zijn, kan je er wel iets mee', legt Jurgens de stap naar een eigen fonds uit. 'Tenminste, dat is wat mijn vrouw zei.'

De naam Juno verwijst naar de Romeinse godin van de hemel en de maan. Een van haar gedaantes, Juno Moneta, was de hoeder van de schatkist en waarschuwde voor naderend onheil. Dat laatste nemen Jurgens en Smits ter harte door zich diep in te werken in de familiebedrijven waarin ze beleggen.

'Banken hebben weinig interesse voor die bedrijven omdat er weinig te halen valt', stipt Jurgens aan. 'Stel dat er een beurswaarde is van 2 miljard, waarvan de helft in handen is van de familie. Door de lage free float vallen er weinig commissies te verdienen. Banken geven ook geen leningen aan die ondernemingen, want die hebben weinig vreemd vermogen nodig omdat ze zoveel cash hebben.'

'Die aandelen worden dus nauwelijks gevolgd door analisten', haakt Smits aan. 'Dat is ideaal voor ons.'

Wat is het profiel van de familiebedrijven waar jullie tuk op zijn?

Jurgens: 'Zo weinig mogelijk risico en zo veel mogelijk voorspelbare winstgroei, liefst rond 15 procent per jaar. Dat vind je vooral terug bij familiebedrijven die een oprechte langetermijnfocus hebben en producten of diensten leveren waar veel vraag naar blijft, of het nu economisch goed of slecht gaat. Denk dan aan afbakbrood, fotoboeken, essentiële software,...'

Hoeveel bedrijven hebt u nu in portefeuille?

Jurgens: 'Twaalf. Vijf daarvan al sinds het prille begin, al kunnen hun gewichten al eens verschuiven naargelang onze overtuiging. In totaal hebben we nu ruim 100 miljoen euro onder beheer. Dat kan op termijn stijgen tot maximaal 250 miljoen euro.'

Waarom daar stoppen?

Jurgens: 'Er zijn in Europa maar een veertigtal familiale beursgenoteerde bedrijven die aan onze criteria voldoen. Je kan die poel vergroten door bedrijven toe te laten met een marktkapitalisatie tot bijvoorbeeld 8 miljard, maar dan beduvel je je oorspronkelijke aandeelhouders. Zij hebben immers gekozen voor een investeringsstijl met een focus op kleine en middelgrote familiale ondernemingen. Bovendien verliezen we dan de voordelen van onze niche.'

Hoezo?

Smits: 'Wij maken het verschil met fundamenteel onderzoek bij bedrijven die de meeste grote jongens negeren. Daarom kunnen we nog betekenisvolle dingen ontdekken. Bij een bedrijf als L'Oréal lukt dat nauwelijks. Als je als eerste analist ontdekt dat zij in Rusland een product maken waarvan je haar plots uitvalt, heeft dat weinig nut omdat het bedrijf over zoveel verschillende producten beschikt dat het die tegenvaller probleemloos kan opvangen.'

U hebt de mankracht en de middelen om die familiebedrijven te doorpluizen, een kleine belegger niet.

Jurgens: 'Onderschat niet hoeveel informatie er te vinden valt in het jaarverslag. Bij veel bedrijven zijn de conferencecalls gewoon te beluisteren via de website. Daarnaast is er nog de jaarvergadering, maar die laten wij zelf meestal links liggen. Die vragen gaan te vaak over de kleur van een verpakking in plaats van over de koers van het bedrijf.'

Smits: 'Sowieso blijft goed spreiden de boodschap. Met meer dan tien verschillende namen bouw je al een redelijke buffer tegen verlies in.'

Deugdelijk bestuur

Loop je met een familiebedrijf niet het risico van meer 'familie' dan 'bedrijf'?

Smits: 'We weten uit onderzoeken wel dat in bedrijven waar 60 procent van de aandelen of meer in handen is van de familie, zowel het deugdelijk bestuur als het rendement minder is.'

Hoort de Belgische linteriefabrikant Van de Velde, die in uw portefeuille zit, daarbij? De familie bezit er 57 procent.

Smits: 'Nee. Het goede bij Van de Velde is dat het aandeelhouderschap verdeeld is over de twee takken van de familie. De ene kant wil een mooi en stabiel dividendrendement, de andere kant is nog actief in het bedrijf en hecht meer belang aan operationele groei. Dat is in onze ogen is de ideale situatie.'

Jurgens: 'Als CEO Ignace Van Doorselaere een reeks nieuwe winkels wil openen, maar het verwachte rendement op kapitaal is te laag, dan zegt die eerste tak van de familie: 'Keer het dan maar liever uit, wij kunnen wel wat beters doen met dat geld.'

Bent u zelf een activistische aandeelhouder?

Smits: 'Nee, als we actief moeten worden, dan is er in ons selectieproces iets misgegaan. Als het ons niet aanstaat, verkopen we ons belang. Wij vinden het helemaal niet erg om op de achterbank te zitten. Maar we willen wel vooraf precies weten in welke auto we stappen, en waar die naartoe gaat. En we moeten de chauffeur vertrouwen.'

Als ze zo weinig schulden hebben en hun investeringen kunnen financieren via hun cashflow, waarom staan die familiebedrijven dan op de beurs?

Smits: 'Daar zijn verschillende mogelijke verklaringen voor. Misschien was er in het verleden wel een grote investering waarvoor ze externe financiering nodig hadden. Of het past binnen de derdegeneratieproblematiek omdat er takken van de familie zijn die willen cashen, terwijl andere willen bijkopen. Tot slot is er ook nog de successieplanning. Voor nalatenschapsbelasting moet de fiscus betaald kunnen worden zonder daarvoor delen van het bedrijf te moeten verkopen. Een beursgang kan dan een oplossing zijn.'

Bij een familiebedrijf speelt ook de opvolgingskwestie.

Smits: 'Dat kan lastig zijn. De zoon of dochter is niet altijd geschikt om aan het hoofd van een bedrijf te staan. Dat hebben we bijvoorbeeld gezien bij Bijou Brigitte, een Duits bedrijf dat modeaccessoires maakt. De zoon is van een ander kaliber dan de vader, waardoor de onderneming iets anders kreeg dan het nodig had. Mede daarom zijn we uit het aandeel gestapt.'

Wat vindt Juno van deze familiebedrijven?

'Niet elk familiebedrijf interesseert ons', klinkt het bij Juno. Wij legden er enkele voor.

'Deze koekjesbakker is een schitterend bedrijf, maar wij beleggen er niet in omdat de liquiditeit te laag is. Onze klanten kunnen namelijk elke maand uit ons fonds stappen en dan moeten we daar de cash voor kunnen genereren. Jammer.'

'Deze industriële toeleverancier, waarvan de oprichter en naamgever Jan nog altijd grootaandeelhouder is, heeft een laag rendement op kapitaal en relatief veel vreemd

vermogen op de balans evenals veel goodwill. Daar houden wij niet van, zelfs al kunnen we het voor de juiste prijs kopen.'

'Het bedrijf heeft een cash&carry-divisie waarin het marktleider is met marges van 4 à 5 procent. Veel cashflow, weinig schulden, constante vraag: perfecte business dus. Daarnaast is er een retaildivisie met een marktaandeel van amper 4 procent. Als je geen topspeler bent in een vechtersmarkt word je als een sinaasappel uitgeperst. Het kapitaal dat daar naar toe gaat, kan beter ofwel naar de succesvolle food service, ofwel naar de aandeelhouder.'