

Jarenlang werkte Frans Jurgens bij beleggingsfondsen in het buitenland voordat hij in 2008 met Lennart Smits een eigen fonds begon, het Juno Selection Fund. **Die selectie is behoorlijk streng.** Slechts enkele tientallen middelgrote bedrijven maken kans in de portefeuille opgenomen te worden.

KIESKEURIG BELEGGER IN MIDDELGROTE BEDRIJVEN

Er zijn slechtere plekken om kantoor te houden dan de Wassenaarse Villa Maarheeze. Tot een jaar of twintig geleden was het landgoed de thuishaven van de inlichtingendienst Buitenland, een netwerk van geheim agenten dat aan onderlinge twisten ten onder ging. Sinds een jaar of zes zetelt hier vermogensbeheerder Juno Investment Partners, bekend van het Juno Selection Fund dat belegt in kleine en kleine en middelgrote Europese ondernemingen. “Ons kantoor beslaat alleen een stukje van de butlerverdieping”, laat oprichter en fondsbeheerder Frans Jurgens zijn bezoek weten. Hij wil niet de indruk wekken dat hier een in luxe badende vermogensbeheerder huist.

In 2008 startte Juno Capital met het geld van een vijftiental beleggers. “Friends, family en fools”, noemt Jurgens ze. Inmiddels is het fondsvermogen van het Juno Selection Fund al ruim boven de 100 miljoen euro, voor 90 procent afkomstig van Nederlandse particuliere beleggers. Juno belegt alleen in middelgrote Europese beursgenoteerde bedrijven en is daarin behoorlijk streng. Niet meer dan een bedrijf of veertig in Europa komt in aanmerking om in het fonds te worden opgenomen, voor een groot deel familiebedrijven. Hoe selecteert Juno interessante beleggingen



> AANDELEN

Juno investeert in aandelen van middelgrote Europese bedrijven

> PORTEFEUILLE

Een groot deel van de portefeuille bestaat uit familiebedrijven

> CRITERIA

Nederlandse ondernemingen voldoen op dit moment niet aan de strenge criteria

en hoe anticipeert oprichter Frans Jurgens op de huidige situatie van uitiem lage rente? Een gesprek.

1

Wat wilt u weten voordat u in een bedrijf belegt?

“Wij stellen onszelf drie vragen voordat wij in een bedrijf beleggen. Ten eerste moet de industrie waarin het bedrijf actief is ons bevallen. We beleggen alleen in sectoren die we goed kunnen doorgronden.

Ten tweede willen we een goed gevoel bij het management van het bedrijf hebben. Het is cruciaal dat we het management ten minste één keer in de ogen hebben gekeken voordat wij ons geld overmaken. We leggen bestuurders niet op de grill, maar gebruiken wel onze nekhalen, die voel je soms wel overeind staan. Je hebt bedrijven met een fantastisch verhaal en degelijke cijfers, maar dan zie je het management en dan denk je: dat gaan we niet doen.

Ten derde moet de prijs van de aandelen ons bevallen. Het komt geregeld voor dat we een fantastisch bedrijf vinden, waar we toch niet in beleggen vanwege een te forse waardering. Voor een goed rendement is belangrijk dat je niet te veel betaalt.”

2

Waarom is de volgorde van deze vragen zo belangrijk?

“We hebben één keer de laatste vraag de doorslag laten geven. We hebben ons laten



verleiden te investeren in een bedrijf waarvan de aandelen zeer goedkoop waren, en dat was de grootste zeperd in onze portefeuille. De waardering van de onderneming was van 3 à 4 keer de kasstroom was zo laag dat we dachten dat het niet fout kon gaan. Het ging om een uitzender voor medisch personeel in het Verenigd Koninkrijk. Normaal gesproken vermijden we de uitzendsector omdat deze erg cyclisch is.

Ook hadden we het management nog niet in de ogen gekeken. We hadden de directeur al wel gehoord, toen zij haar secretaresse de huid vol schold omdat ze de belafpraak verkeerd in de agenda had gezet.

Eenmaal in Engeland aangekomen bleek het bedrijf een soort *boiler room*; werknemers met koptelefoons probeerden artsen uit Britse oud-kolonies te overtuigen om in een ziekenhuis in het Verenigd Koninkrijk te werken. Op een groot bord werd bijgehouden wie de beste verkopers waren. De nummer één kreeg een Porsche en de slechtste verkoper kon zo'n beetje een nieuwe baan zoeken.

Hoewel het niet goed voelde mede-eigenaar te zijn van deze onderneming, bleven we toch zitten door de lage waardering. Uiteindelijk hebben we het aandeel met verlies verkocht nadat het bedrijf werd beschuldigd van rommelen met de boekhouding."

3 Hoe bepaal je de prijs die je bereid bent te betalen?

"Over het algemeen hebben we wel een redelijk beeld van wat we bereid zijn te betalen voor een bedrijf. We gebruiken een model waarbij we kijken naar de verwachte winstgroei per aandeel, de koers-winstverhouding en het dividend dat we gaan ontvangen in de komende vijf jaar en we verdisconteren deze tegen de risicovrije rente met een opslag. We proberen hierbij conservatief te zijn. Zo gebruiken we een rentevoet van 5 procent plus een risico-opslag. Die is veel hoger dan



de Duitse 10-jaars staatslening die op dit moment tegen 0,3 procent rente handelt.”

4 We vinden weinig traditionele waardebeleggingen in de portefeuille.

“Dat is juist. De ‘waarde’ van de aandelen die wij selecteren zit in de groei die wij verwachten. Een bedrijf vinden dat in het verleden is gegroeid, kan iedereen met een database. De vraag is of een bedrijf waarde kan blijven creëren door te groeien. Om deze vraag te beantwoorden, moet je alles weten wat los en vast zit. Je ontkomt er niet aan om in het vliegtuig te stappen om het management te spreken. Welke bewegende delen zorgen dat je over vijf jaar daar staat waar je wilt staan?”

In onze portefeuille zitten marathonlopers die in staat moeten zijn door de hele cyclus met gemiddeld 10 à 15 procent te groeien.

‘HET AANDEEL SIMCORP IS OP CIRCA 30 KEER DE WINST NIET GOEDKOOP, MAAR HET BEDRIJF HEEFT NAUWELIJKS CONCURRENTIE EN EEN ENORM POTENTIEEL IN DE VERENIGDE STATEN’

Beleggers in ons fonds mogen ons afrekenen op de onderliggende winstgroei van de bedrijven in onze portefeuille. Dat zegt meer dan beurskoersen.”

5 Wat is uw favoriete belegging in de portefeuille?

“We kijken over het algemeen uit met tips geven. Maar Simcorp is de grootste positie in onze portefeuille. Dit Deense bedrijf maakt boekhoudsoftware voor financiële instellingen.

Toen Lehman Brothers in 2008 omviel, werkte één klant, de Britse vermogensbeheerder Schroders, met twee systemen. Het systeem van Simcorp wist binnen 10 minuten de blootstelling aan de bank te berekenen, terwijl het andere systeem twee dagen nodig had en uiteindelijk met verkeerde cijfers op de proppen kwam.

Het aandeel is op circa 30 keer de winst niet goedkoop, maar het

bedrijf heeft nauwelijks concurrentie en een enorm potentieel in de Verenigde Staten. Niet alleen hebben alle medewerkers aandelen, ook de grote klanten. De financiële instellingen willen dat Simcorp blijft investeren in de software zodat aan alle nieuwe eisen van toezichhouders kan worden voldaan.”

6 U zit ook in lingeriebedrijf Van de Velde. Wat maakt dat bedrijf uniek?

“Iedereen denkt: een lingersetje van 120 euro koop je niet iedere dag. Maar de loyaliteit van klanten is extreem hoog, omdat bij merken als Prima Donna de pasvorm doorslaggevend is. Een klant die weet dat een BH goed zit, zal in de toekomst setjes blijven kopen.

Wat verder aanspreekt, is dat het aandeelhouderschap verdeeld is over de twee oprichtersfami-

Juno-hoofdkwartier Villa Maarheeze in Wassenaar



lies. De ene kant wil dividend, de andere kant is nog actief in het bedrijf en wil investeren in groei. CEO Ignace Van Doorselaere heeft aangegeven nieuwe winkels te willen openen, maar als het verwachte rendement op kapitaal laag is, dan zegt die eerste tak van de familie: "keer het dan maar liever uit, wij kunnen wel wat beters doen met dat geld". In feite neemt de familie ons al het werk uit handen."

7 De discussie uitkeren of investeren gaat u aan het hart. "Wij proberen ons voor te stellen wat er na de afsluiting van het jaar in de bestuurskamer gebeurt bij de bedrijven waar we in beleggen. Wat gebeurt er met het geld dat is verdiend?"

Veel beleggers zijn voorstander van een stevig dividend, maar als een topman investeringsmogelijkheden heeft die een rendement opleveren van 15 procent per jaar, heb ik liever dat elke euro winst wordt geherinvesteerd in de onderneming.

Heb je geen goede ideeën, dan moet je het uitkeren, maar het is verkeerd om te zeggen: dit geld zijn we sowieso kwijt aan dividend dus hebben we nog maar dit over voor goede ideeën. Natuurlijk moet de cash uiteindelijk naar de belegger, maar zolang er mooie investeringsmogelijkheden zijn, zijn hoge dividenduitkeringen niets anders dan het vernietigen van waarde."

8 Het valt op dat u geen enkel Nederlands bedrijf in de portefeuille heeft. "We zouden het fantastisch vinden om Nederlandse bedrijven op te nemen in de portefeuille, maar op dit moment voltooien deze niet aan onze criteria. We hebben naar Sligro gekeken, maar de rationale om de EM-TE supermarkten aan te houden ontgaat ons volledig. Het rendement op deze activiteiten ligt erg laag.

Ik twijfel er niet aan dat de koers een flinke sprong maakt als Sligro de supermarkten zou afstoten.

In industrieel conglomeraat Aalberts zijn we niet geïnteresseerd. Als het economisch minder gaat, valt de winstgroei vaak tegen. Daarnaast is de flinke goodwillpost een risico. Bij een bedrijf als chipmachinefabrikant ASMI bevat het cyclische karakter van de industrie ons niet."

9 Is de verhandelbaarheid van de aandelen ook een punt waar jullie naar kijken?

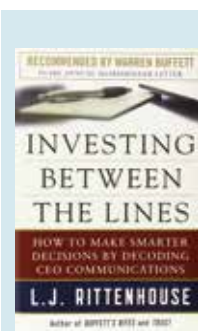
"Er zijn bedrijven waarvan de beurswaarde te klein is om met enig gemak in en uit te kunnen stappen. Dit is bijvoorbeeld het geval bij het Belgische Lotus Bakeries (bekend van de koffie-leutjeskoekjes, redactie). Dit is een prima voorbeeld van een goed geleid bedrijf met pure producten en mooie groeikansen.

Maar bij dit bedrijf gaan per dag maar een paar honderd aandelen van hand tot hand. Als je een stevig belang in Lotus Bakeries zou opbouwen, drijf je de koersen op waardoor je al snel 10 à 15 procent meer betaalt. Als je van de stukken af wilt, is dat helemaal moeilijk. Voor kleinere beleggers liggen hier kansen."

10 U rekent behoorlijk hoge kosten. Hoe zien de participanten dat?

"Zolang we goed presteren, piepen weinig mensen over onze kostenstructuur. We vragen ongeveer 1 procent vaste kosten en een prestatievergoeding van 10 procent. Hedgefondsen vragen vaak aanzienlijk meer.

Vergeet ook niet dat veel beleggingsfondsen flinke kosten in het fonds verstoppen. Zo moeten we nu een nieuwe vergunning aanvragen omdat het fondsvermogen flink is gegroeid. Waar andere fondsen deze kosten in het fonds stoppen, kiezen wij ervoor deze kosten als beheerder te dragen."



LEES TUSSEN DE REGELS DOOR

Jaarverslagen lezen is meer dan een verplicht nummer voor Frans Jurgens. Het boek *Investing Between The Lines* bezorgde hem nieuwe inzichten.

Rittenhouse onderzocht in hoeverre teksten van CEO's in jaarverslagen prijsgeven hoe het bedrijf ervoor staat. Als CEO's in het voorwoord veel jargon gebruiken en niet goed duidelijk kunnen maken hoe het geld verdiend wordt, is dit vaak een voorbode voor slechte beursprestaties, zo blijkt uit een uitgebreide studie van de auteur. Juno volgt de communicatie-uitingen van bedrijven waarin belegd wordt nauwlettend.

"Bij het Belgische lingeriebedrijf Van de Velde zei de topman in een interview dat het bedrijf de 'goesting' hervonden had. Goesting is in België een heel sterk statement. Beleggers die op dit soort nuances letten, hebben een voorsprong."

11 Wat moet een aandeelbelegger met de lage rente? "Aandelen zijn de *only show in town*. In een wereld met structureel lage rentes denk ik dat aandelen nog steeds aantrekkelijk zijn.

Ik geef graag het voorbeeld van een belegger die in 2008 naar Mars is gegaan, en begin 2016 terugkeert op aarde. Voor deze belegger zal moeilijk te begrijpen zijn dat de Duitse staatsobligaties met een rente van 0,3 procent peperduur zijn, en aandelen nog steeds tegen gemiddeld 15 keer de winst handelen. Waarom vloeit niet veel meer geld naar aandelen?

Als je uitgaat van het historische verband tussen rentes en koers-winstverhoudingen zouden aandelen nu tegen 25 à 30 keer de winst moeten handelen. Voor de aandelen waar wij in beleggen (veel groeipotentieel en weinig schulden, redactie) betaal je iets meer dan het marktgemiddelde, maar ook hier kunnen de waarderingen omhoog."

12 Alles valt of staat bij hoe lang de rente laag blijft.

"Het zou mij verbazen als de rente hard gaat oplopen. De inflatie staat het eenvoudigweg niet toe. De daling van de olieprijs is nog niet doorberekend in de kostprijs van veel producten. En dan heb ik het niet over de prijzen aan de benzinepomp en het gas dat we gebruiken om ons huis op te warmen.

Er zijn heel veel producten waarvoor olie wordt gebruikt, denk aan alles waar plastic in zit. Maar ook een Heineken gebruikt enorm veel gas in het brouwproces. Bedrijven profiteren vooralsnog weinig van de daling van de grondstofprijzen omdat deze zijn gehedged, maar die contracten lopen nu langzaam af. Je zult zien dat dit voor druk op de inflatie zal zorgen. In dit klimaat zal de Europese Centrale Bank niet geneigd zijn de rente op te trekken."