

‘Ik heb niet op het toetje gewacht om onze aandelen te verkopen’

Terwijl steeds meer investeerders puur passief beleggen op de beurs, gaat de actieve vermogensbeheerder Juno dapper door. Ook al bleven zijn beleggingen in 2021 aanzienlijk achter in een markt die explosief groeide. ‘Onze portefeuille is als een veer die is ingedrukt: straks schiet die wel omhoog.’

Daan Ballegeer en Pim Brasser
Den Haag

Hij zou een goede kruisvaarder zijn geweest, denkt Frans Jurgens. Uit ervaring weet de vermogensbeheerder en medeoprichter van het Haagse Juno Investment Partners, gespecialiseerd in kleine en middelgrote beursgenoteerde ondernemingen, welke strategische keuzes nodig zijn om succes te boeken in de middeleeuwen. Er zijn wel grenzen. Toen hem in de verhaallijn van het computerspel *Crusader Kings* een incestueuze ménage à trois werd voorgesteld, wees hij die meteen af.

Hij heeft er niets over gezegd tegen Fredrik Wester, de ceo van de Zweedse spelletjesbouwer Paradox Interactive. Dat zou makkelijk kunnen, want het is de grootste positie in Juno's Selection Fund, dat €600 mln onder beheer heeft. Maar Jurgens heeft wel wat anders aan zijn hoofd wat betreft Paradox. De problemen bij het gamebedrijf verklaren mede waardoor het vlaggenschipfonds van Juno vorig jaar achterbleef. Waar de Europese smallcapindex een groei van 22,9% neerzette, bleef het Selection Fund steken op 9,3%.

Dat is het risico van *stockpicking*: zorgvuldig bedrijven uitzoeken met een aantrekkelijke waardering en gunstige vooruitzichten. Het aantal deelnemingen blijft per definitie beperkt, zodat het extra pijnlijk is als een van de uitverkorenen teleurstelt. Dat vertaalt zich meteen in het rendement.

Zoals vorig jaar dus gebeurde met Paradox. In het begin van de coronacrisis in 2020 had het bedrijf nog geprofiteerd van de lockdown, toen het aantal spelers sterk toenam. Maar het jaar daarop kwamen er geen nieuwe spellen uit en alleen matige uitbreidingen op bestaande games. Jurgens kaartte dat aan bij de toenmalige ceo Ebba Ljungerud, maar geruststellend waren haar antwoorden niet. ‘Ik kreeg nooit de indruk dat zij echt iets ging veranderen.’

Als het ons niet aanstaat, verkopen we ons belang, verkondigde Juno-medeoprichter Lennart Smits acht jaar geleden in een interview. Toch hield Juno vast aan Paradox. Waarom? ‘We hebben meerdere keren gesproken met oud-ceo en grootaandeelhouder Fredrik Wester’, vertelt Jurgens. ‘Daaruit bleek dat hij ook ontevreden was en de problemen duidelij-

lijk zag. De signalen wezen erop dat hij weer een actieve rol op zich zou nemen.’ Toen Wester in september de leiding overnam als ceo, schoot de koers meteen 20% omhoog.

Het plezier was van korte duur. Volgens een gelekte vakbondsenquête lag de werkdruk te hoog en waren de arbeidsomstandigheden slecht. In een sector die al onder vuur lag wegens seksisme en #MeToo genoeg om beleggers nerveus te maken, maar niet Jurgens. ‘Als ik het geld zou hebben, dan kocht ik 100% van dat bedrijf. Het businessmodel draait niet om prestigieuze lanceringen van grote nieuwe spellen of om grensverleggende cinematografie. Ze hebben heel loyale klanten, die strategische games willen spelen en jarenlang uitbreidingen kopen. Je moet het wel leuk vinden naar een historische landkaart te kijken.’

VOORSPELBAAR EN REGELMATIG

Toch is Paradox niet de enige verklaring waardoor het rendement over 2021 tegenviel, erkent Rob Deneke, die bij Juno een twee jaar oud midcapfonds beheert. Ook dat presteerde vorig jaar veel minder dan de benchmark: 5% tegenover 22%. ‘De voorspelbare en regelmatige groei die onze bedrijven kenmerkt, was niet waar beleggers naar op zoek waren het afgelopen jaar’, klinkt het wat onderzoek in het jongste kwartaalverslag.

‘Wij selecteren bedrijven op hun groeitraject, ondernemingen die jaar na jaar omzet- en winstgroei laten zien’, licht Deneke toe. ‘Maar die kwaliteit zien we niet altijd meteen terug in het koersverloop. Vorig jaar was dat extreem doordat beleggers oren hadden naar andere dingen, zoals crypto's en grond-

stoffen. Daar was toen heel veel enthousiasme voor, terecht of niet. De winstgroei van Shell was belachelijk groot en beleggers vergaten daardoor even hoe het verleden én de toekomst van dat bedrijf eruitzien. Dat vinden wij frustrerend.’

Op langere termijn móét waarde wel aan de oppervlakte komen, benadrukt hij. ‘Als de winstgroei 15% per jaar is en de koers blijft gelijk, dan wordt een bedrijf elk jaar feitelijk 15% goedkoper. Het is als een veer die steeds meer is ingedrukt: op een bepaald moment gaat die koers omhoog. Dat kan niet anders.’

Jurgens: ‘Het liefst zouden we onze investeerders vragen ons te beoordelen op de effectief bereikte winstgroei van de bedrijven binnen onze portefeuille, die ook vorig jaar rond de 20% lag. Op korte termijn doet de koers toch altijd wat de koers wil, op langere termijn komt het wel goed.’

TOCH WAT MAGERTJES

Daar is wel wat uitlegwerk mee gemoeid, geeft hij toe. ‘Als nieuwe klanten op een cocktailparty horen dat de burens vorig jaar hoge rendementen hebben behaald, zitten ze misschien zelf wat sufvoor zich uit te staren omdat het bij Juno maar 9% was. Dan horen we dat ze dat toch wat magertjes vinden.’

Deneke: ‘Terwijl het om één jaar gaat en onze beleggers in het verleden echt wel zijn verwend. Je gaat het nooit elk jaar beter doen dan de markt.’ Sinds de start van Juno's vlaggenschipfonds in 2008 heeft het een jaarlijks

Medeoprichter van het Haagse Juno Investment Partners Frans Jurgens (links) samen met Rob Deneke, die nu twee jaar het midcapfonds beheert. ‘In het verleden zijn onze beleggers echt wel verwend. Je gaat het nooit elk jaar beter doen dan de markt.’

FOTO: TAMMY VAN NERUM VOOR HET FD

“ ‘Wij selecteren op groeitraject: jaar na jaar omzet- en winstgroei tonen’

Rob Deneke

gemiddeld rendement van 12,9% geboekt, tegenover de 7,6% van alle Europese smallcapaandelen.

BELOFTE ALSNOG UITGEKOMEN

Het enige Nederlandse bedrijf in het Selection Fund is Corbion, wereldleider in gefermenteerde suikers, met toepassingen in voeding, farma en elektronica. Jurgens kwam Corbion rond de eeuwwisseling op het spoor. ‘Het gold als een grote belofte die nooit uitkwam. Later is dat toch gebeurd via een samenwerking met de Franse energie-reus Total. Corbion kan met zijn melkzuur het wegwerpplasticprobleem oplossen. Nu is het bioplastic wel nog drie keer zo duur als plastic op petroleumbasis, maar de vraag is stukken groter dan het aanbod.’

Met de vorige ceo had Jurgens geen klik, dus bleef een investering uit. De in 2019 aangestreden opvolger bleek een schot in de roos. ‘Olivier Rigaud werkte voor Naturex, een producent van natuurlijke ingrediënten waar we destijds bijna in hadden geïnvesteerd’, aldus Jurgens. ‘Net voor de start van de eerste lockdown in maart 2020 hadden we overleg met Corbion en Rigaud bleek zo'n fijne, eerlijke vent dat we de koerszwakte vorig jaar hebben gebruikt om in te stappen.’ Deneke haast zich eraan toe te voegen: ‘En de cijfers klopten. Daar begint het natuurlijk mee.’

Het illustreert dat stockpicking niet alleen om cijfers gaat, het gaat ook om het gevoel. Zo verkocht Juno in 2017 na tien jaar abrupt

“ ‘Het management van Just Eat Takeaway lijkt wat megalomaan geworden’

Rob Deneke

zijn belang in de Belgische linteriegroep Van de Velde. Dat gebeurde na een nadere kennisgeving met het nieuwe management, waarbij het vooral ging over de onlineverkoopstrategie. ‘Ik heb nog nooit zo'n vreselijk gesprek gehad’, aldus Jurgens. ‘De ceo, die daarvoor in de energiesector werkte, liet in zijn presentatie slides zien die geknipt en geplakt waren uit een rapport van een consultant. Hij had duidelijk geen idee waar hij het over had.’

Bij de daaropvolgende lunch verklaarde de cfo bovendien dat hij geen mening had over de optimale inzet van kapitaal in het bedrijf. ‘“We zullen alles hetzelfde laten, tot het verandert”’, daar moesten we het mee doen’, herinnert Jurgens zich. ‘Ik heb het toetje niet afgewacht en heb vanuit de auto naar mijn collega gebeld dat we onze resterende aandelen gingen verkopen.’

Vorig jaar had Juno Just Eat Takeaway in portefeuille, maar in juni viel het besluit daar afscheid van te nemen. ‘Het bedrijf had moeten vasthouden aan het genereren van grote winsten via zijn platform in plaats van uit te breiden met verlieslatende bezorging’, meent Deneke. ‘Terwijl ze vroeger ellenlange presentaties hielden waarom ze dat laatste absoluut niet gingen doen. Ons uitgangspunt is beleggen in winstgevende, voorspelbare bedrijven. Maar die winst was weg, net als de voorspelbaarheid, en dan gingen ze met de overname van Grubhub plots ook nog eens de Amerikaanse markt betreden. Het management lijkt wat megalomaan geworden.’

