

Juno Investment Partners ziet grote verschillen tussen Europese beursgenoteerde familiebedrijven

“Governance kan een familiebedrijf maken of kraken”

Familiebedrijven vormen de ruggengraat van de economie, worden conservatief geleid en zijn aantrekkelijk vanwege hun langetermijnvisie. Soms gaat het echter mis, met name onder de derde generatie, zo blijkt uit recent onderzoek van de Erasmus Universiteit. Juno Investment Partners duikt dieper in de succesfactoren én kwetsbare punten. ‘Het ene familiebedrijf is het andere niet. Qua governance en financiële ratio’s zijn er flinke verschillen.’

Frans Jurgens, Lennart Smits en Rob Deneke hebben jarenlange ervaring in het beleggen in beursgenoteerde (familie-)bedrijven. Jurgens en Smits richtten de Nederlandse vermogensbeheerder op in 2007, net voor de financiële crisis. Voor de selectie van aandelen gaan ze steeds uit van de langetermijnontwikkeling van een bedrijf, waarbij ze zich vooral toespitsen op de winstgroei, de kasstroom, een gezonde balans en op de *return on capital employed* (ROCE). Dit vanuit de overtuiging dat de beurskoers op lange termijn een afspiegeling is van de fundamentele ontwikkelingen. “Wat ons opviel was dat vooral beursgenoteerde familiebedrijven door onze keuring kwamen”, stelt Jurgens.

Inmiddels beleggen de Juno-fondsen vooral in Europese bedrijven waar de oprichter aan het roer staat of de familie van de grondlegger een belangrijke aandeelhouder is. Begin vorig jaar kwam er uitbreiding met het Continuation Fund dat zich richt op iets grotere bedrijven. Het nieuwe Juno-fonds wordt beheerd door Rob Deneke (overgekomen in 2019 van Comgest) en Duncan Siewe.

Solide en betrouwbare bedrijven

Dat langetermijnbeleggers uitkomen bij familiebedrijven is niet zo vreemd. Doorgaans gaat het hier om bedrijven die al langer bestaan, waarbij de oprichter en diens opvolgers een langetermijnvisie hebben om het bedrijf veilig naar de nieuwe generatie te loodsen. “Voor klanten is dan duidelijk dat ze met een solide partij te maken hebben, één die er over 10 jaar waarschijnlijk ook nog is. Ook aan leveranciers geeft dat zekerheid en vertrouwen.

Familiebedrijven zijn bij velen een synoniem voor goede reputatie", aldus Jurgens.

Een recent onderzoek van de Erasmus Universiteit naar familiebedrijven ('Het geheim van de eeuwige jeugd') legt qua reputatie een relatie met de naamstelling van familiebedrijven: vaak staat de naam van de familie op de gevel. Jurgens: "Dat is echter lang niet altijd het geval. Belangrijker is dat stakeholders weten dat er een familie achter het bedrijf zit. Ook bij het personeel van familiebedrijven is het vertrouwen groot. Bij onze vele bedrijfsbezoeken merken we hoe groot de loyaliteit is."

Jurgens: "Overigens beleggen we niet enkel in familiebedrijven maar ook in andere bedrijven waar de focus op de lange termijn ligt en het bedrijf aan bepaalde strenge criteria voldoet. Dat is bijvoorbeeld vaak het geval als meer dan 10% van de aandelen in handen is van management en personeel. Dat leidt tot een duidelijk hogere betrokkenheid bij het bedrijfssucces."

Gezonde financiële huishouding

Een andere succesfactor voor familiebedrijven is dat ze een gezondere balans hebben. Allereerst is dat een uitvloeisel van de langetermijnvisie. In plaats van dividend aan aandeelhouders uit te keren, worden de winsten liever opnieuw in het bedrijf geïnvesteerd. Smits: "Die langetermijnfocus is logisch: als CEO wil je het bedrijf aan de volgende generatie nalaten. Toen Freddy Heineken overleed, stelde zijn dochter dat ze het bedrijf niet als haar erfenis zag maar als erfgoed."

Gedurende hun bestaan hebben familiebedrijven geleerd om niet te veel op banken te leunen. De langetermijngroei moet vooral uit de eigen reserves komen. Smits: "Men is terughoudend met externe financiering. De ervaring is dat banken je in goede tijden een paraplu geven, maar je in slechte tijden in de regen laten staan. Als je bedenkt dat bedrijven vooral failliet gaan omdat schuldeisers hun geld opeisen is dat een zeer belangrijk risico. Doordat familiebedrijven doorgaans weinig vreemd vermogen op de balans hebben staan kunnen ze ook beter tegen economische tegenwind."

Een ander belangrijk voordeel van familiebedrijven is dat de zogeheten agentschapskosten laag zijn. Moeten aandeelhouders bij andere bedrijven het bestuur scherp controleren – omdat belangen van directie en aandeelhouders niet altijd synchroon lopen – bij familiebedrijven zijn directie en familie nauw verbonden of is de grootaandeelhouder zelf CEO. Belangen lopen daarmee veelal synchroon en daardoor zijn de 'controlekosten' laag. Bovendien hebben familiebedrijven meer oog voor investeringen die zich pas op de langere termijn uitbetalen, bij andere bedrijven richt het management zich vaak meer op de wat kortere termijn omdat haar beloning daarvan afhankelijk is.

Risicomijdend

Familiebedrijven gaan doorgaans voorzichtig om met het familiekapitaal. Winst wordt geïnvesteerd in degelijke projecten die voor toekomstige omzet- en winstgroei moeten zorgen. Rare bokkensprongen worden er niet gemaakt, stelt Smits.

Dat risicomijdende gedrag kan te ver doorschieten. In combinatie met de voorzichtige financiering kunnen er kansen worden gemist waardoor bedrijven niet het onderste uit de kan halen qua omzet en winstgroei. Maar dat is volgens Deneke ook niet de bedoeling.

Deneke: "Je kunt zeggen dat familiebedrijven optimaliseren en andere bedrijven maximaliseren. Op korte termijn, zeg 18 maanden, zouden marges onder een manager buiten de familie fors kunnen worden verbeterd, doordat er bijvoorbeeld stevig in de kosten wordt gesneden. Familiebedrijven hebben hun focus echter niet op 18 maanden maar veeleer op 18 jaar. We zoeken marathonlopers die jaar na jaar mooie resultaten boeken. We willen geen sprinters in de portefeuille, daar win je uiteindelijk niet de wedstrijd mee. We zoeken kwaliteit en groei, dat geldt voor de financiële cijfers, maar ook voor de bestuurders van de bedrijven waarin we investeren."

Voor beleggers bieden deze bedrijven daarmee op lange termijn relatief consistente rendementen. Dat wil niet zeggen dat het bedrijven met lage marges zijn, stelt Deneke. "Wij hebben bedrijven in portefeuille met winstmarges boven de 20%, met een gemiddelde jaarlijkse winstgroei van tussen de 10 en 20% en rendementen op kapitaal van ruim boven de 20%. Maar dat is ook wel waar wij bedrijven op uitzoeken: op hun ROCE en hoge marges. Er zijn natuurlijk ook minder goede familiebedrijven, met producten of diensten die een lage voorspelbaarheid en grote gevoeligheid voor economische cycli brengen."

Wanneer het fout gaat

Het onderzoek van de Erasmus Universiteit concludeert dat de motor bij familiebedrijven na de tweede generatie begint te sputteren. Het klassieke beeld is dat de eerste generatie opbouwt, de tweede uitbreidt en de derde generatie het afbreekt.

Volgens Jurgens is die hobbel tijdens de derde generatie vooral een statistisch gegeven. Er zijn volgens hem belangrijkere factoren dan of de tweede of derde generatie aan het roer staat. "Het is interessant naar die achterliggende factoren te kijken. Tussen familiebedrijven zijn er grote verschillen. Het is zaak altijd de ogen op de bal te houden en goed naar de governance en naar financiële ratio's te blijven kijken."

Allereerst zijn er verschillen in omvang. Grote bedrijven, met de naam van de oprichter op de deur, als Heineken, Hershey en Hewlett Packard, zijn wereldwijd bekend, terwijl de meeste kleine tot middelgrote bedrijven vooral in

eigen land veel bekendheid genieten. Een voorbeeld is het Franse BioMérieux, dat onder andere diagnostische testen maakt.

Belangrijker is te weten in welke groeifase een familiebedrijf zit. Bij familiebedrijven die in Engeland naar de beurs gaan is het wat dat betreft oppassen, stelt Jurgens. "Gaaf het er om kapitaal op te halen om te groeien of vanwege successieplanning, of ziet de familie dat er nog weinig groeimogelijkheden zijn en proberen ze te cashen. Dat laatste zie je relatief veel in Engeland." Jurgens maakt er geen geheim van dat de tweede groep niet de beste belegging is.

De kwaliteit van de manager

Een oprichter die het bedrijf groot heeft gemaakt heeft ontegenzeggelijk kwaliteiten. Het kan daarna al misgaan als de zoon of dochter het stokje overneemt en minder geschikt blijkt. "Zeker als er geen sterk intern toezicht is, met onafhankelijke en sterke commissarissen in de RvC, kan het wel eens fout lopen. Een dergelijke overdracht is daarom voor ons altijd reden voor extra waakzaamheid", aldus Smits. "Zeker als je zoals wij een geconcentreerde portefeuille hebt, kun je je als belegger weinig fouten veroorloven. Bij dergelijke overdrachten hebben we daarom in het verleden soms wel degelijk afscheid genomen van het aandeel."

Smits stelt dat Juno bij de beoordeling van het management vooral kijkt naar de groeifase waarin het bedrijf zit. "Dan kijken we of het management bij die fase past. Of dat nu de dochter van de oprichter is of een kleinkind, is minder relevant. Je ziet verder dat als de familie een stap terug doet en een externe manager inhuurt maar wel verbonden blijft aan het bedrijf, dit vaak een goede uitwerking heeft." Een voorbeeld hiervan is het Duitse familiebedrijf Sartorius, producent van lab-producten, waar Joachim Kreuzburg in 2003 de leiding kreeg en voor een zeer indrukwekkende omzet- en winstgroei wist te zorgen.

Een andere negatieve ontwikkeling kan zijn dat de familie weliswaar op afstand is, maar dat de externe manager zich te veel laat leiden door hun belangen, of grote druk ervaart. Dat kan eenvoudig leiden tot een te conservatief beleid, te weinig investeringen en het te weinig nemen van risico's, met alle gevolgen van dien voor de lange termijn. Smits: "Dat kan uiteindelijk de operationele marges drukken. We zien dat nu bij CEWE, de Duitse maker van fotoboeken. In plaats van te focussen op waar ze goed en marktleider in zijn –fotoboeken – houden ze ook een tweede activiteit in de lucht: het online commercieel drukken (Saxoprint). Dat is echter een markt met veel prijsdruk, deze dienst is namelijk een commodity. Uit risicospreiding, naar wij vermoeden toch ook vanwege de belangen van de grootaandeelhouders, wil de directie daarin toch nog actief blijven. Wij snappen dat niet en vinden het een gemiste kans."

Invloed van de familie kan ook negatief zijn

De invloed van een familie kan ook doorslaan. De Juno-partners zien gevallen waarbij een familie wel erg voor de eigen belangen gaat en andere

(minderheids)aandeelhouders vergeet. Smits: "We willen echt geen plek aan de bestuurstafel, maar een goede kapitein op het schip. Als deze de verkeerde kant opgaat dan wil je hem of haar wel daarop kunnen aanspreken. Anders nemen we afscheid van het aandeel. We hoeven als aandeelhouder niet vooraan in de rij te staan, als we maar wel in de juiste rij staan."

Het wordt lastig als de CEO wel erg eigengereid is. Smits verwijst naar het Italiaanse Tod's waar de CEO en eigenaar zo'n 75% van het stemrecht bezit. "Deze man lijkt geen boodschap te hebben aan de andere aandeelhouders. Als hij drie interviews op een dag houdt, vertelt hij elke keer iets anders over zijn plannen voor de toekomstige strategie. Een dergelijk bedrijf is dan niet voor ons omdat we de voorgenomen koers van 'de kapitein' van een dergelijk schip niet kunnen beoordelen. We lopen er dan liever met een boog omheen."

Wat ook kan gebeuren is dat soms te veel geld aan de onderneming wordt onttrokken door de familie. Bijvoorbeeld omdat deze dermate groot is geworden dat elke neef en nicht aan de bedrijfswinst trekt. Dat gaat mogelijk ten koste van belangrijke investeringen, van de ROCE en uiteindelijk van de winstgroei.

Dat spanningsveld tussen familie en andere aandeelhouders is met name sterk als de familie de meerderheid van de aandelen bezit en de raad van commissarissen onvoldoende weerstand biedt of kan bieden. Smits: "Het is daarom belangrijk goed naar die raad te kijken. Zitten daar onafhankelijke personen in of vooral vrienden en familieleden?"

Governance speelt een steeds grotere rol

Naast financiële ratio's, ook doorgerekend voor de langere termijn, is tevens governance belangrijk bij de selectie van familiebedrijven. Het betreft de interne regels van bestuur, toezicht en gedrag die binnen een bedrijf gelden. Een goed ondernemingsbestuur speelt een steeds belangrijkere rol, al was het enkel als waarborg tegen nepotisme. "Is de governance niet goed, dan verkopen we het belang, of liever nog, beginnen we er helemaal niet aan", zegt Deneke stellig.

Ook de aandeelhoudersstructuur kan voor problemen zorgen. Smits schildert een nachtmerriescenario waarbij 61 familieleden elk 0,6% van de aandelen hebben. "Modebedrijf Hermès is zo'n voorbeeld. Vaak zie je dat zulke structuren op termijn wel vereenvoudigd worden. Je ziet dan afspraken tussen familieleden dat ze optreden als één groep en bij verkoop bijvoorbeeld eerst elkaar de aandelen aanbieden om koersdruk te voorkomen. Bij de bedrijven waar wij naar kijken heeft doorgaans één grootaandeelhouder de kaarten in handen."

Bij het eerdergenoemde Duitse familiebedrijf Sartorius heeft Horst Sartorius, de laatste direct betrokken nazaat van de oprichter Florenz Sartorius, de familie in 1998 wel erg rigoureuus aan banden gelegd, stelt Smits. "Hij heeft in zijn testament bepaald dat familieleden hun aandelen tot 2028 niet mogen

verkopen waardoor er vooralsnog een meerderheid van 50% plus één aandeel blijft." Hierdoor zag het management zich de afgelopen jaren beperkt om middels aandelenuitgifte de groei van het bedrijf te financieren. Om die reden staat er nu een groot aantal (stemrechtloze) preferente aandelen uit.

Een andere valkuil van familiebedrijven in de sfeer van corporate governance is dat ze niet graag derden een kijkje in de keuken gunnen. Smits: "In deze tijd waar ESG erg belangrijk is, kan dat eigenlijk niet meer. Zeker als je beursgenoteerd bent, zijn short cuts niet mogelijk. Recent heeft de Duitse financieel dienstverlener Grenke dat gemerkt. Het aandeel kwam op de beurs in een vrije val door een agressief short-sellersrapport. De oprichter nam het rapport eerst helemaal niet serieus en weigerde vervolgens openheid te geven over transacties die hij buiten het bedrijf om had gedaan"

Juno had Grenke jarenlang in portefeuille maar het belang is in 2019 en begin 2020 verkocht. Jurgens: "Niet vanwege dit incident. We hadden daarvoor al zorgen over signalen die indicatief zijn voor matige interne controle binnen het bedrijf. Daarbij kwam in 2020 ook nog het negatieve effect van de pandemie op Grenke's belangrijkste regio's en klantengroepen. Als je hard groeit, dan moet de organisatie ook meegroeien om afdoende zicht te kunnen blijven houden op alle activiteiten." Dat er bij Grenke volgens critici geld zou zijn verduisterd, gaat er bij Jurgens echter niet in. "Het bedrijf heeft duidelijk niet adequaat genoeg gereageerd en beleggers denken dan al snel 'waar rook is, is ook vuur'." Gebrekkige of incomplete communicatie komt ook bij familiebedrijven voor; meestal als gevolg van hun onafhankelijkheid van externe partijen. Het bewijst maar weer eens dat er geen short-cuts zijn en je als investeerder zelf uitgebreid je huiswerk moet doen en continu alert moet blijven.

Einde

Over Juno Investment Partners

Juno Investment Partners is opgericht in 2007 als volledig onafhankelijke fondsbeheerder en beschikt over een AIFM-vergunning (als bedoeld in artikel 2:65 Wft), verleend door de AFM. Juno is gespecialiseerd in de selectie van aandelen van uitzonderlijke beursgenoteerde (familie)bedrijven in Europa. Bedrijven die jaar na jaar een voorspelbare en stabiele winstgroei kunnen blijven behalen, komen in aanmerking. Bij het selectieproces ligt de nadruk op het rendement op geïnvesteerd kapitaal, een lage schuldgraad en vrije kasstromen met een hoog voorspelbaar karakter. De analisten/portfoliomanagers stellen een zeer geconcentreerde portefeuille samen van circa vijftien ondernemingen die door henzelf geïdentificeerd, geanalyseerd en regelmatig bezocht worden. Geselecteerde ondernemingen blijven veelal voor langere tijd (meestal meer dan vijf jaar) in de portefeuille. De analisten/portfoliomanagers participeren allen ook zelf in de Juno fondsen.

Juno biedt haar klanten drie producten: Het Juno Selection Fund dat zich richt op een selectie van kleinere- en middelgrote beursgenoteerde bedrijven, het Juno Continuation Fund voor middelgrote bedrijven en individueel vermogensbeheer in dezelfde investeringsstijl, middels 'managed accounts' voor grote vermogens.

In 2008 werd het Juno Selection Fund gelanceerd. Dit fonds investeert in aandelen van onderscheidende Europese kleine- en middelgrote ondernemingen met een initiële beurswaarde tussen €250 miljoen en €4 miljard. Met deze investeringsstijl is voor participanten van het Juno Selection Fund de afgelopen jaren een bovengemiddeld beleggingsresultaat behaald. Dit fonds is sinds 2018 gesloten voor verdere (bij)stortingen.

Dezelfde investeringsstrategie wordt toegepast bij het op 1 februari 2020 gelanceerde Juno Continuation Fund. Dit fonds richt zich op bijzondere, middelgrote Europese ondernemingen met een beurswaarde tussen €4 en €20 miljard ten tijde van initiële aankoop. Ook voor dit fonds geldt dat veelal familiebedrijven of ondernemingen waar een familie of het management zelf ook aandeelhouder is, geselecteerd worden.

www.juno-invest.com