

# Riskmanagement, stockpicken en bedrijfsbezoek

Fleur van Dalsem | 03 mrt 2009, 11:15

Voldoende liquiditeit in een markt of aandeel, dat is het belangrijkste beleggingscriterium voor hedgefundmanagers in small- & midcaps. Charles Estourgie en Willem de Vlucht beheren het EV Smaller Companies Fund, component van de IEX/Finless Hollandse Hedge Fund Index.



Ze leggen uit waarom zij niet in dezelfde liquiditeitsvalkuil zullen trappen als de Go-managers. Een gesprek over risicomanagement, stockpicken en het belang van bedrijfsbezoeken.

Estourgie: "Ons risicomanagement heeft vijf basispijlers; we mogen alleen beleggen in beursgenoteerde ondernemingen en er moet voldoende liquiditeit zijn in de small- & midcaps op onze shortlist. De gemiddelde marktkapitalisatie van aandelen in de portefeuille is momenteel 500 miljoen euro, waarbij we fondsen kiezen waarvan marktkapitalisatie onder de 2,5 miljard euro ligt. De liquiditeit van de portefeuille is nu zo dat we binnen twee dagen een long positie kunnen afbouwen."

De Vlucht: "Daarnaast mag ons belang in een onderneming nooit meer dan 5% van het aandelenkapitaal bedragen en mogen individuele aandelen niet meer dan 15% van onze portefeuille uitmaken. Tot slot hanteren we een strenge exitstrategie met koersdoelen en stop loss-niveaus. De Europese Smallcap Index is daarbij de leidraad. Als een aandeel 15% achter blijft bij deze index, dan krijgt de smallcap een formele review. Treedt er geen verbetering op en wordt de achterstand 25%, dan stappen we gedwongen uit."

## Welke beleggingsstrategie hanteren jullie?

Estourgie: "In het huidige beursklimaat draait het meer om kapitaalsbehoud dan om -groei. Daarom doen we het nu rustiger aan met de portefeuille. Bovendien, omdat we een long/short portefeuille beheren, zijn we relatief onafhankelijk van de bewegingen op de beurs"

De Vlucht: "We zijn meer value-beleggers en investeren alleen in bedrijven die we door en door kennen. Gemiddeld hebben we vijftien tot dertig smallcaps uit de Benelux en Duitsland in portefeuille. Deze bedrijven beoordelen we fundamenteel – dus op basis van cijfers, waardering en in verhouding tot concurrenten. Maar misschien nog wel belangrijker dan het analyseren van bedrijven op papier, zijn bedrijfsbezoeken. Per jaar gaan we gemiddeld honderdvijftig keer langs bij bedrijven."

Estourgie: "Daarbij gaat het niet alleen om wat het bestuur ons vertelt over de cijfers, maar ook hoe. Lichaamstaal kan een hoop verraden. En we letten ook op wat ze niet vertellen. Stel dat ze tien jaar een bepaalde divisie hebben belicht bij de cijfers en daar het elfde jaar niets over zeggen dan roept dit vragen op. Daar kunnen wij dan weer induiken. Met z'n drieën (red: De Vlucht, Estourgie en analist Sjuk Akkerman) hebben we meer dan 25 jaar ervaring met smallcapbeleggen. Overigens, privé beleggen we zelf niet direct in smallcaps, maar alleen via ons eigen fonds."

## Moeten jullie vol belegd zijn?

Estourgie: "Nee, dat hoeft niet. We kunnen cash aanhouden als we iets verkocht hebben en niet direct interessante alternatieven zien."

## In het fondsprofiel staat dat jullie een hefboom tot 25% kunnen inzetten. Gebruiken jullie die?

De Vlucht: "We hebben die mogelijkheid, maar we maken er nu – vanwege onze focus op kapitaalsbehoud - geen gebruik van."

## Hoe zit het investeringsproces in elkaar?

Estourgie: "Wat betreft de longs; we gaan altijd bottom-up te werk. Het begint dus bij een idee dat we bijvoorbeeld krijgen door een rapport van een analist of broker, een artikel in de krant of na een bedrijfsbezoek. Daarna volgt een bedrijfsanalyse waarin we de onderneming waarderen, onder andere op koers-winstverhouding, koers-cashflow, dividendrendement en netto schuld/bedrijfsresultaat. Vervolgens kijken we naar de risico's op portefeuilleniveau en daar komt een geconcentreerde portefeuille van vijftien tot dertig aandelen uit."

De Vlucht: "We hanteren geen minimale *holding period*, maar het is wel zo dat er bij elk aandeel een duidelijk katalysator moet zijn. Binnen twaalf maanden moet er iets kunnen gebeuren waardoor de onderwaardering eruit loopt. Dat kan verkoop van een divisie zijn of bijvoorbeeld een superdividend. Tot slot gebruiken we een strikt exitmodel – waar ik eerder al over vertelde - voor alle aandelen."

Estourgie: "De shorts gebruiken we om marktrisico en volatiliteit te verminderen. We kunnen bijvoorbeeld short gaan uit fundamenteel oogpunt. Dat zijn bedrijven met slechte vooruitzichten. Daarnaast kunnen we short gaan als we geloven dat de waardering te veel uit de pas loopt. Dat zijn op zich gezonde, maar te dure bedrijven. Dat hebben we bijvoorbeeld gedaan met duurzame energie-aandelen. Deze werden veel te veel *gehyped* en daar hebben we van kunnen profiteren toen dat voorbij was."

### Hoe kijken jullie nu tegen de markt aan?

De Vlugt: "We zijn voorzichtig op korte termijn, vooral omdat de gedwongen verkoopgolf en de deleveraging nog niet helemaal voorbij lijkt. Echter, wij verwachten dat in de loop van dit jaar de fundamentele waarden weer bepalend worden."

---

### Fondsfeiten

Fonds: EV Smaller Companies Fund

Fondshuis: EVALuation Capital Management

Start: mei 2006

Beheerders: Charles Estourgie, Willem de Vlugt (partners), Sjuk Akkerman (analist)

Beheerd vermogen: 23 miljoen euro

AFM toezicht: ja

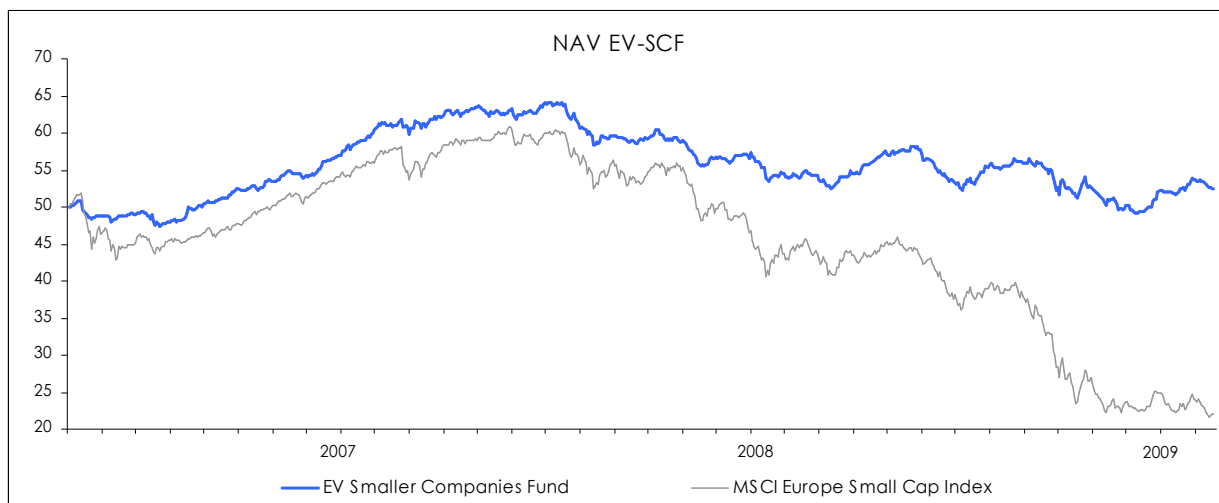
Doelstelling: Gemiddeld rendement op middellange termijn (3 tot 5 jaar) van 15% per jaar.

Minimum instapbedrag: 100.000 euro. Participatiewaarde wordt door externe administrateur Fastnet berekend.

In/uitstappen: maandelijks.

Performance: 2006 13,7%, 2007 0,4%, 2008 -12,2%, 2009 5,0%

Top 3 grootste posities: Nutreco, GIMV, SBM Offshore



---

Fleur van Dalsem is financieel journalist en redacteur bij IEX.nl. Van Dalsem kan posities innemen op de financiële markten. De informatie in deze column is niet bedoeld als professioneel beleggingsadvies of als aanbeveling tot het doen van bepaalde beleggingen. Uw reactie is welkom op fleur@iex.nl

---