

VOORZITTER

Tjarda Molenaar, NVP

DEELNEMERS

Eelco Blonk, SPF Beheer

Remco Flapper, TKP Investments

Jesse de Klerk, RobecoSAM

Arianne Leuftink, DGGF/Zest Advice

Hans de Ruiter, Stichting Pensioenfonds TNO

Matjaz Schroll, Franklin Templeton Investments

Jeroen Wilbrink, Atollo Investment Advisors

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Franklin Templeton Investments, RobecoSAM, SPF Beheer en TKP Investments.



PRIVATE EQUITY DOET VEEL GOEDS, MAAR HEEFT SLECHTE PR

Door Hans Amesz

Het rendement van private equity is superieur aan dat van andere alternatieve asset classes, zoals bijvoorbeeld hedge funds. Hoewel private equity veel goeds doet, kampt de sector met een negatief publieksbeeld. Er worden pogingen gedaan daar verbetering in te brengen.



Wat zijn de belangrijkste redenen om in private equity te beleggen?

Eelco Blonk: 'Private equity heeft een hoog rendement-risico-profiel en draagt zo bij aan een hoger renderende en beter gespreide beleggingsportefeuille. Bovendien hebben institutionele beleggers een langetermijnbeleggingshorizon en dat past perfect bij deze illiquide asset class. Verder wordt private equity niet op dagbasis gewaardeerd, waardoor de waan van de dag, zoals bij beursgenoteerde aandelen, wordt vermeden. Dit komt de stabiliteit van de dekkingsgraad ten goede.'

Remco Flapper: 'We zien private equity als een mooie toevoeging aan de bestaande portefeuille van beursgenoteerde aandelen van pensioenfondsen. Het biedt de mogelijkheid te

investeren in een nieuwe en nog veel grotere groep van bedrijven. Door de combinatie met liquide aandelenexposure geeft het illiquide karakter van private equity weinig problemen.'

Matjaz Schroll: 'Private equity en private debt spelen een belangrijke rol in emerging markets. Deze asset classes zorgen mede voor een cultuur van kapitaalmarkten, die essentieel is voor de welvaart van deze landen. De kapitaalmarkten in Europa zijn onderontwikkeld in vergelijking met die van de Verenigde Staten, met name ook op het gebied van venture capital en private equity. De rol van private equity bij de ontwikkeling van de kapitaalmarkten wordt zeer onderschat. Dat komt vooral omdat private equity bepaald niet uitblinkt als het om public relations gaat.'

> **Tjarda Molenaar** is directeur van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen. Zij is lid van het Algemeen Bestuur van VNO-NCW, bestuurslid van de Stichting Nyenrode, lid van de Adviescommissie seed capital technostarters van de Minister van Economische Zaken en voorzitter van de Raad van Toezicht van de Stichting Kinderopvang Bussum Naarden Muiderberg. Voorheen was zij investment consultant bij Gilde Investment Management en Management Consultant bij A.T. Kearney. Molenaar studeerde Econometrie aan de Universiteit van Amsterdam.





> **Elco Blonk** is sinds 2014 actief bij SPF Beheer en gericht op Private Equity (PE) investeringen in zowel Amerika als Europa. Hij houdt meerdere advisory board posities bij verschillende PE fondsen. Van 2007 tot 2014 was hij betrokken bij de PE activiteiten van PGGM. Dit in samenwerking met AlpInvest en APG, als Senior Investment manager van het interne PE team en als lid van het PE Investment Committee. Blonk heeft een achtergrond van meer dan 23 jaar in de corporate & investment banking sector zowel bij Deutsche Bank en ING Bank als bij het Amerikaanse AON Corp en GE Capital. Hij is doctorandus in de economie en is afgestudeerd aan de Universiteit van Amsterdam met specialisaties in Corporate Finance & Asset Management en Industriële Marketing.

Jesse de Klerk: 'De belangrijkste reden om in private equity te investeren is het aantrekkelijke rendement-risicoprofiel. Daarnaast kunnen strategische redenen een rol spelen. Zo is het soms moeilijk om, anders dan via private equity, te investeren in bepaalde thema's of segmenten, zoals bijvoorbeeld (schone) technologieën en de ontwikkeling van nieuwe medicijnen. Meer in zijn algemeenheid is private equity een goede manier om toegang te krijgen tot de kleinere bedrijven.'

Jeroen Wilbrink: 'Het liquiditeitsrisico van private equity wordt nogal overdreven. Dat private equity niet geheel is overgeleverd aan het marktsentiment, maakt het ook een meer stabiele belegging. Dat wordt vaak vergeten.'

Ariane Leuftink: 'Uiteindelijk gaat het om de excess return ten opzichte van genoteerde aandelen; het beleggingsrisico wordt door de strakke governance immers sterk gereduceerd.'

Als er zulke goede redenen zijn om in private equity te beleggen, waarom is deze asset class dan in moeilijkheden gekomen?

Schroll: 'Het rendement van private equity is superieur aan dat van andere alternatieve asset classes, zoals bijvoorbeeld hedge funds. Zo bezien verkeren we niet in moeilijkheden. Maar in de ogen van het publiek is dat anders, omdat de berichtgeving over private equity gedomineerd werd en wordt door negatief nieuws. Er is ook een politiek debat gaande over hoe Europa ten opzichte van de Verenigde Staten meer concurrerend kan worden. Nu zie je nieuwe ondernemingen opkomen in Europa die, als zij eenmaal groot genoeg zijn, vaak overgaan in Amerikaanse handen, waardoor het Europees perspectief uit het oog wordt verloren.'

Hans de Ruiter: 'De onlangs ingediende voorstellen van PvdA-Kamerlid Henk Nijboer om een einde te maken aan de excessen in de private equity sector zijn over het algemeen positief, ook al zijn ze vooral gericht op de uitzonderingen in de sector. Die uitzonderingen hebben voor maatschappelijke onrust gezorgd, waardoor de discussie over private equity is ontstaan. Ook is er veel onbekendheid met het private equity model. In geval van

buyouts kan het voorkomen dat mensen tijdens een herstructurering hun baan verliezen. Met name aan de linkerkant van het politieke spectrum ligt dat gevoelig; dit wordt dan gezien als een verschuiving van geld naar investeerders. Als je echter kijkt op de langere termijn dan zie je juist dat er netto werkgelegenheid wordt gecreëerd. Private equity versnelt eigenlijk het proces van creative destruction. Er is afdoende empirisch academisch onderzoek verricht dat dit beeld ondersteunt.'

Schroll: 'In de emerging markets zorgt private equity juist voor creatie van banen. Wat verder in openbare discussies altijd wordt vergeten, is de rol die de zogenoemde distressed private equity funds spelen bij het herstellen van de werkgelegenheid. Hoe komt het dat zeer grote Amerikaanse bedrijven als General Motors na hun faillissement weer zo snel zijn teruggekomen en zo veel mensen werk verschaffen? Omdat zij eigendom waren van private equity fondsen die onmiddellijk voor een turnaround hebben gezorgd en precies dat deden wat in heel Europa niet gedaan wordt. Distressed funds zijn precies het tegenovergestelde van buyout funds: zij zorgen voor een ommekeer bij het desbetreffende bedrijf en dus voor werkgelegenheid.'

Flapper: 'Er zijn enkele onfortuinlijke voorbeelden van bedrijven die mede door private equity failliet zijn gegaan en waar veel mensen hun baan zijn verloren. Maar tegenover elk slecht voorbeeld staan tien, twintig werkelijk goede voorbeelden van bedrijven die met private equity kapitaal zijn gegroeid. Dat verhaal moet ook verteld worden. Als sector moeten wij veel transparanter zijn, meer uitleggen, ook ten aanzien van de fees en beloningen voor de private equity huizen. We moeten de politiek als het ware de wind uit de zeilen nemen.'

Leuftink: 'Dat betekent dat je de pers moet beïnvloeden. Journalisten hebben over het algemeen meer belangstelling voor slecht dan voor goed nieuws. Dat heeft nadelig gewerkt voor de private equity sector. De NVP (Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen) heeft al veel moeite gedaan hier aandacht voor te krijgen, maar men wil er nog niet echt over horen.'

De Klerk: 'Private equity managers hebben een verantwoordelijkheid om goed en helder uit te leggen wat zij doen en waarom. Als mensen alleen maar horen en lezen dat die managers beloningen incasseren terwijl er tegelijkertijd banen verloren gaan, dan geeft dat een eenzijdig beeld. Dit is spijtig, aangezien private equity wel degelijk een belangrijke bron van kapitaal is voor ondernemingen die bijvoorbeeld op een andere manier wellicht geen financiering krijgen.'

Blonk: 'Het moet meer bekend worden dat sommige bedrijven vanwege hun risicoprofiel niet of in mindere mate door banken kunnen worden gefinancierd. Een sterk aspect van private equity is dat deze sector wel bereid is om dit hogere risico te lopen. Op basis van alleen bankfinanciering waren deze bedrijven al eerder uit de markt verdwenen. Private equity geeft ze bij wijze van spreken een nieuwe kans.'

Wat kan er gezegd worden over de transparantie van private equity?

Wilbrink: 'De vraag is of transparantie wat betreft bijvoorbeeld leverage en het verdienmodel moet worden afgedwongen door politieke regelgeving of dat de sector dit zelf ter hand moet nemen. Ik denk het laatste.'

Schroll: 'Ik ben niet bekend met de details van het debat in Nederland, maar we kennen allemaal het beroemde voorbeeld van de Duitse ex-minister van Financiën die terwijl hij over private equity sprak, voorbeelden gaf van hedge funds. Door een gebrek aan kennis is het moeilijk voor de politiek op dit gebied regulering af te dwingen.'

Waarom zijn de kosten van private equity zo belangrijk?

De Ruiter: 'Kosten zijn altijd belangrijk en omdat beleggen in private equity relatief duur is, speelt dit vooral bij private equity. Wat echter telt is het netto rendement, daarnaast de redelijkheid en billijkheid.'



Blonk: 'Vanuit een kostenperspectief is private equity duur vergeleken met andere asset classes. Normalisatie van de private equity kosten binnen de financiële sector is gewenst, ondanks het hogere netto rendement.'

Flapper: 'Het is wel een zeer arbeidsintensieve beleggingscategorie in vergelijking met 'gewone' aandelen- en obligatiebeleggingen. Denk hierbij aan de selectie, due diligence en monitoring. Als er sprake is van deelname, opereert private equity als het ware als een consultant die dag en nacht met de bedrijfsleiding bezig is het bedrijf beter te maken.'

Schroll: 'Als het over fees en met name management fees gaat, moet je onderscheid maken tussen de kleinere en grote fondsen. Er zijn veel kleinere private equity funds die in het begin nauwelijks kostendekkend zijn en tussen de tien en vijftien jaar nodig hebben om echt iets te verdienen.'

Blonk: 'Dat is waar, de grotere institutionele beleggers zijn echter veelal niet gericht op startups, specifieke kleinere venture capital fondsen of op de echt kleine buyout spelers. Zo bezien blijven de private equity fees hoog.'

> **Remco Flapper** werkt sinds 2010 als Senior Portfolio Manager Alternative Investments bij TKP Investments (onderdeel van Aegon Asset Management). Hiervoor vervulde hij deze rol van Senior Portfolio Manager bij Aegon Asset Management. Na zijn studie Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen en zijn postdoctorale opleiding aan de VU in Amsterdam werkte Flapper bij AXA, NIBC Bank en Shell Asset Management Company.





> **Jesse de Klerk** is verantwoordelijk voor de managerselectie praktijk binnen RobecoSAM Private Equity en is tevens lid van de Allocatie en Investment Committees. Daarnaast is hij actief betrokken bij de integratie van duurzaamheid in RobecoSAM Private Equity's beleggingen. Voordat hij in dienst trad bij RobecoSAM Private Equity was hij werkzaam bij KPMG, Andersen en Deutsche Bank. De Klerk heeft een MSc. titel (cum laude) in Financiële Econometrie behaald aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Daarnaast is hij een CFA-charter holder en een CAIA-charter holder.

Wilbrink: 'De private equity fee-structuur kan wel degelijk verbeterd worden. Voor een belegger is het nogal moeilijk om erachter te komen wat er precies in de fondsen gebeurt. In een contract staat ook veel dat niet heel helder is. Vergeleken met een hedge fund contract is een private equity contract vaag, daarin zijn nog heel wat verbeteringen mogelijk.'

Private equity beleggers moeten zich publiekelijk altijd verdedigen vanwege de hoge kosten en worden nooit geprezen omdat ze zulke mooie rendementen maken.

De Klerk: 'Private equity managers zouden proactiever in hun communicatie kunnen zijn, juist ook met betrekking tot wat zij goed doen. Hier ligt een kans voor de industrie. Vooralsnog kiezen private equity partijen ervoor om volledig uit de publiciteit te blijven. Deels is dat begrijpelijk, omdat ze het publieke debat niet kunnen beheersen, maar dit zorgt er wel voor dat de industrie veelal eenzijdig belicht wordt.'

De Ruiter: 'Het grote probleem met onze sector is dat we niet altijd even goed communiceren: we zijn meestal reactief en zelden proactief. We moeten meer uitleggen wat we doen en waarom.'

Schroll: 'Dat is allemaal waar, maar de tijd en de markt werken nu in het voordeel van de private equity industrie. In vastrentende waarden is sprake van historisch lage rendementen, de aandelenmarkt is buitengewoon volatiel. De private equity sector is erg flexibel en goed gepositioneerd.'

Wat kunnen we doen om de private equity industrie beter onder de aandacht te brengen?

Wilbrink: 'Een private equity belegger die in het bestuur zit, kan in het geval een bedrijf zich misdraagt veel meer doen dan een gewone aandeelhouder. De laatste heeft eigenlijk nauwelijks invloed op de bedrijfsvoering; hij kan alleen zijn aandelen verkopen.'

Schroll: 'Private equity doet heel veel goeds, maar dat komt nooit naar buiten. Kijk bijvoorbeeld naar de bijdrage die

private equity heeft geleverd aan de herstructurering van de economie in de Verenigde Staten. Hierbij moet je denken aan de opbouw van industrieën als schaliegas, elektrisch aangedreven auto's of informatietechnologie. Wat je ook noemt, er was altijd sprake van venture capital en private equity achter deze ontwikkelingen. Levens van mensen zijn hierdoor op positieve wijze veranderd, maar niemand is zich daarvan bewust. De private equity industrie beschikt over de slechtst denkbare public relations, maar dat moet relatief gemakkelijk te rectificeren zijn. Ik verbaas me erover dat de grote fondsen, die hiervan flink zouden profiteren, hier niet meer druk achter zetten.'

Blonk: 'Het zou zinvol zijn als bijvoorbeeld een private equity associatie een publicatie zou uitgeven gebaseerd op bijdragen van institutionele beleggers en onafhankelijke wetenschappers. Dat helpt wellicht om een ander beeld te schetsen dan alleen maar negatieve verhalen in de media.'

Flapper: 'Het is zeker belangrijk om initiatieven te blijven ontwikkelen die ook de gunstige aspecten van private equity benadrukken. Overigens heeft het ministerie van Financiën, in reactie op de voorstellen van het PvdA-Kamerlid Nijboer, verklaard positief te zijn over de invloed van private equity op de werkgelegenheid, de productiviteit, het genereren van winst, en op innovatie.'

Zonder vertrouwelijke zaken prijs te geven, kan er toch meer verteld worden over goede private equity beleggingen?

Flapper: 'Daarvoor is een platform nodig, wellicht een soort format op televisie, een plaats waar open en onafhankelijk gediscussieerd kan worden. Met sprekende voorbeelden waarin de goede kanten, maar ook de minder goede kanten van private equity naar voren komen.'

Wilbrink: 'Je moet voorbeelden geven van succesvolle private equity beleggingen waarbij waarde wordt toegevoegd, ook aan de maatschappij. Ik wijs graag op sommige investeringen in medische ontwikkelingen, maar het geldt ook voor bepaalde sociale infrastructuurprojecten.'

Schroll: 'Bijna alle investeringen in emerging markets zijn zeer gunstig voor de lokale gemeenschappen, omdat de meeste het karakter hebben van sociaal verantwoorde beleggingen.'

Hoe staat het met het implementeren van ESG (environment, social, governance) in de private equity sector?

Blonk: 'Wij hebben in 2008 ons ESG-beleid aangescherpt en geïntegreerd in onze investeringsprocessen, onder andere gebaseerd op de United Nations Principles for Responsible Investments (UNPRI) en de Global Compact. Wij investeren met name in de Verenigde Staten en Europa en zien dat private equity managers uitsluitingslijsten en opt-out mechanismen respecteren. Daarnaast is er een positieve trend in de ontwikkeling van ESG-beleid bij private equity fondsen. Er is overigens een groot verschil tussen ontwikkelde en opkomende markten, waar op ESG-gebied nog veel te bereiken is.'

Flapper: 'Wij zien overigens wel verschillen tussen Europa en de Verenigde Staten. De Scandinavische landen en ook Nederland hebben wat betreft ESG veel bereikt, maar in de Verenigde Staten krijg je nog te vaak geen goede antwoorden op vragen als: Hoe wordt ESG geïmplementeerd? Waar zit de toegevoegde waarde, is er sprake van verbeterde financiële rendementen?'

De Klerk: 'Sinds de financiële crisis is er beduidend meer aandacht gekomen voor ESG. Daarvoor ging de discussie met name over financiële rendementen en risico's. Inmiddels vinden de meeste beleggers ESG belangrijk en maakt het onderdeel uit van het investerings- en in toenemende mate ook van het rapportageproces. We zien daarbij wel verschillen tussen regio's en type fondsen. Fondsen in de Verenigde Staten zijn bijvoorbeeld meer compliance-gedreven, terwijl ESG in Europa meer wordt gezien als een mogelijkheid het risico te reduceren of extra waarde toe te voegen. Wij merken daarnaast dat veel beleggers om specifieke informatie vragen, hetgeen een belasting kan zijn voor met name de kleinere private equity fondsen. Er zijn echter wel initiatieven gaande om de rapportage meer te standaardiseren.'

Wilbrink: 'Er is al veel gedaan. Er zijn veel databases die private equity huizen en hun fondsen monitoren. Het percentage van deze fondsen dat een hoge ESG-rating heeft, is hoger dan dat van werelddelenfondsen. De grote private equity huizen hebben allemaal specifieke ESG-fondsen. Het enige wat we niet gedaan hebben, is dit allemaal goed over het voetlicht brengen.'

Is er voor pensioenfondsen zoiets als een maatschappelijke verantwoordelijkheid om in eigen land te beleggen?

De Klerk: 'Uiteraard is dit in de eerste plaats een vraag voor de pensioenfondsen zelf. Een pensioenfonds dient primair het belang van zijn achterban en dit kan betekenen dat het wenselijk is om actief te investeren in een bepaald land of een bepaalde sector. In zijn algemeenheid zijn wij van mening dat het primaire doel van een pensioenfonds is om op de lange termijn een goed en aantrekkelijk rendement te behalen tegen een acceptabel risico. Dat doel moet bepaald worden op basis van waar je als fonds staat en op basis van je horizon. Daarnaast is het van belang dat er op een maatschappelijk verantwoorde manier wordt belegd. Dat betekent wat ons betreft niet dat er een specifieke verantwoordelijkheid is om in eigen land te beleggen.'

Blonk: 'Vanuit het oogpunt van risicodiversificatie richten we ons bij private equity nooit op één land, behalve Amerika, of één specifieke sector. Dat werkt goed met een rendement van circa zeventien procent in 2015. We hebben investeringen in Nederland, niet via een speciaal op Nederland gericht fonds maar via pan-Europese investeringsstrategieën.'

Leuftink: 'Dat zijn dan impliciet de grote funds en megafunds die als gevolg ook de (hele) grote buyout-transacties doen. Het segment groeifinanciering voor Nederlandse scale-ups komt hiermee in een impasse terecht, juist waar het kapitaal zo nodig is en waar in Nederland ook goede managers zijn en goede rendementen worden behaald. Het lijkt een gemiste kans in de context van diversificatie over beleggingscategorieën.'

> **Ariane Leuftink** is via RVO betrokken als fondsenadviseur bij het Dutch Good Growth Fund dat door het Ministerie van Buitenlandse Handel en Ontwikkelingssamenwerking is ingezet om het principe 'from aid to trade' in de praktijk te brengen. Sinds 2005 is zij actief met ZEST Advice, een consultancy bedrijf voor private equity funds en ondernemers bij start-up/scale-up situaties (strategisch en financiering), met een nadruk op emerging markets. Voor de oprichting van ZEST was zij als managing director werkzaam bij Wilshire Private Markets Group (Europese activiteiten opgezet, investeringen in venture en buyout funds). Daarvoor was zij verantwoordelijk voor de beleggingen van het pensioenfonds van IBM Nederland.





> **Hans de Ruiter** is sinds 2012 CIO bij Stichting Pensioenfonds TNO. Voorheen was hij werkzaam als Senior Investment manager bij pensioenfonds Hoogovens en APG. Naast zijn activiteiten voor pensioenfonds TNO is hij ook nog verbonden aan de post-graduate opleiding Investment Management aan de Vrije Universiteit Amsterdam en de Master en Executive Master Finance & Control opleidingen aan de Business Universiteit Nyenrode. De Ruiter is afgestudeerd in de Financiële Economie aan de Vrije Universiteit Amsterdam.

Wie is nu overwogen in Nederland?

De Ruiter: 'Wij allemaal, denk ik. In dat kader moeten pensioenfondsen wel een afweging maken. Aan de ene kant denk ik dat pensioenfondsen een speciale verantwoordelijkheid hebben ten opzichte van hun eigen land. Enerzijds omdat de deelnemers dat wensen en anderzijds omdat het op lange termijn goed voor ze kan zijn door de positieve stimulans die het geeft voor de Nederlandse economie. Het uitgangspunt blijft hier wel dat het een goed rendement moet opleveren, want dat is de fiduciaire plicht van het pensioenfonds. De keerzijde van dezelfde munt is dat beleggen in eigen land meer reputatierisico met zich meebrengt omdat je als pensioenfonds vaker in verband wordt gebracht met ontwikkelingen bij bedrijven in Nederland. Daar moet je op voorbereid zijn.'

Blonk: 'Venture capital is een andere tak van sport en heeft een meer volatiel rendement-risicoprofiel. Het is niet verstandig om dit op basis van je buyout-expertise te gaan proberen. Daar moet je je van bewust zijn.'

De Ruiter: 'Venture capital business is niet het probleem, daar zit volgens het European Investment Fund genoeg geld. Het echte probleem zit hem in Growth capital, omdat het nogal moeilijk is, met name in Europa, om de bedrijven te laten doorgroeien tot sterke nationale of zelfs internationale

spelers. In de Verenigde Staten is meer Growth capital aanwezig en daar zie je dat dit proces van doorgroeien beter verloopt. Wij zijn kennelijk goed in startups, maar ze naar de volgende fase te brengen is veel lastiger.'

Leuftink: 'Inderdaad, omdat daar de financiering voor ontbreekt in Nederland en de rest van Europa. Grotere Amerikaanse venture capital partijen zien hier wel mogelijkheden en hebben het nodige kapitaal.'

Schroll: 'Rijpe Europese bedrijven die veel financiering nodig hebben, gaan vaak naar de Verenigde Staten. De Europese Unie vernietigt zichzelf als het ware omdat zij op dit gebied niet concurrerend is. Daarom begrijp ik niet waarom Europa eerst de bankiers en nu ook de fund managers nogal wat restricties heeft opgelegd. Daardoor wordt de exodus van financiële mensen gestimuleerd en als je daar niet over beschikt, weet je wat er met het globale concurrentievermogen van de Europese Unie gebeurt.'

Blonk: 'Een van de gevolgen van de financieel-economische crisis is dat de banken hun balansen verplicht moesten versterken, waardoor ze geen tot minder groeiondernemingen met een hoger risicoprofiel willen of kunnen financieren. De kleinere bedrijven hebben nauwelijks toegang tot de banken en dat is een probleem. In de Verenigde Staten werd het de banken direct toegestaan aandelen uit te geven om hun balansen te versterken, waardoor MKB (midden- en kleinbedrijf)-ondernemingen niet hadden te lijden onder een gebrek aan vreemd vermogen.'

Hoe zal de private equity markt zich gaan ontwikkelen?

Flapper: 'Op dit moment zijn waarderingen aan de hoge kant, maar wij zien hierin geen reden om niet of minder te beleggen in private equity. Private equity leent zich eigenlijk niet voor timing. Er zijn enkele subcategorieën die zich iets beter laten timen, zoals bijvoorbeeld Secondaries. In 2009 en 2010 konden bestaande fondsen tegen aantrekkelijke waarderingen, zelfs met kortingen van dertig tot veertig procent op de intrinsieke waarde, gekocht worden.'



De Klerk: 'Als gevolg van de toegenomen distributies vanuit private equity fondsen en het relatief aantrekkelijke rendement van de beleggingsklasse is er momenteel veel vraag naar private equity. Tegelijkertijd is er veel aandacht voor de relatief hoge kosten van private equity. De combinatie van deze twee factoren heeft ertoe geleid dat beleggers in toenemende mate co-investeringen willen doen. Echter, co-investment is een andere discipline en vereist specifieke kennis en vaardigheden. Deze expertise is niet bij iedere belegger aanwezig en dit vormt een risico. Daarnaast is het in onze ogen enigszins zorgwekkend dat we nu alweer de niveaus van 2008 gepasseerd zijn in termen van schuld- en prijsniveaus. Het is daarom niet ondenkbaar dat de – toch al relatief hoge – dispersie in rendementen in de private equity sector de komende jaren verder zal toenemen. Er is daarom een creatieve kijk op andere segmenten nodig om outperformance te kunnen behalen. Wij kijken bijvoorbeeld met name naar de onderkant van de buyout-markt waar minder kapitaal beschikbaar is. Verder is het van belang dat je gedisciplineerd blijft en managers zoekt die een aantoonbaar onderscheidend vermogen hebben en minder afhankelijk zijn van de stand van de markt.'

Flapper: 'Co-investments verlagen de kosten voor een eindbelegger, maar uit onderzoek komt naar voren dat deze investeringen (nog) niet beter renderen dan investeringen via primaire fondsen. Dit kan te maken hebben met 'adverse selection': een private equity manager wil de beste investeringen behouden voor zijn eigen fonds en biedt daarom wellicht zijn tweede keus aan als co-investering om aan de toenemende vraag van beleggers te voldoen.'

Blonk: 'De vraag is hoe je co-investments implementeert. Als je het zelf doet, intern, loop je risico's op onvoldoende deal flow met gevolgen voor de risicodiversificatie. Daarnaast heb je meer gespecialiseerde kennis nodig dan voor fondsinvesteringen. Wanneer je met grotere co-investment teams van fund of funds met wereldwijde coverage samenwerkt, kun je als het ware uit hun pijplijn tappen en op die manier veel kosten besparen zonder aan je risicodiversificatie en rendementseisen in te boeten.'

De Ruiter: 'Ik denk dat je voor de langere termijn vast moet houden aan je strategie en genoeg moet nemen met lagere rendementen, in de wetenschap dat alle andere markten ook lager renderen.'

Schroll: 'Wat gezegd is, geldt zeker voor westerse markten, maar emerging markets is een ander verhaal. Ik denk dat we daar nu te maken hebben met een uitstekende uitgangspositie voor private equity, in de zin dat er zich meer en meer mogelijkheden voordoen en het beschikbare kapitaal steeds minder wordt.'

Leuftink: 'En verder zie je nu ook dat de door private equity geacquireerde 'westerse' bedrijven steeds meer de groei opzoeken van de groeiende middenklasse in deze opkomende landen. De toegevoegde waarde om extra rendement te genereren komt steeds minder uit goedkope financiering en rationalisatieprocessen.'

Blonk: 'Een institutionele langetermijnbelegger kan natuurlijk niet steeds ad hoc modieuze trends volgen. Timing is altijd verkeerd, ook bij private equity en zeker achteraf. Daarom: blijf bij je strategische uitgangspunten en kijk vooral naar het midden- en kleinere buyout-segment, want daar valt in potentie de meeste waarde in de vorm van alpha te behalen.'

Waarom gaan we op de bekende weg voort? Hoe kan de situatie verbeterd worden?

De Klerk: 'Wanneer je veranderingen wilt doorvoeren, is het van belang dat je als collectief optreedt. Tot nu toe is het rendement van private equity relatief gezien heel goed, ook gecorrigeerd voor kosten. Dat vind je niet in andere asset classes. Hierdoor is er veel vraag naar private equity en dat maakt het lastiger om eventuele wijzigingen tot stand te brengen.'

Flapper: 'Meer transparantie. Wij merken dat als je transparant bent, duidelijke afspraken maakt en de klanten meeneemt in de details, er meer begrip is.'

> **Matjaz Schroll** is Senior Executive Director bij Franklin Templeton Investments. Hij is gevestigd in Wenen en is verantwoordelijk voor het beheren van TSEMF transacties in Centraal- Oost- Zuidoost-Europa, Rusland en Gemenebest van Onafhankelijke Staten. Voordat Schroll bij Templeton kwam werken, was hij analist bij Publikum Corporate Finance & Brokerage en nadien werd hij VP bij de Mergers & Acquisitions afdeling. Hij was daar verantwoordelijk voor de uitvoering van de M&A adviesgroep mandaten in Zuidoost-Europa. Schroll heeft een Master of Science in Business Administration behaald aan de Karl-Franzens Universiteit van Graz, Oostenrijk.





> **Jeroen Wilbrink** is de oprichter van Attollo Investment Advisors, een nieuw adviesbureau voor institutionele beleggers. Attollo adviseert over alternatieve beleggingen, het vaststellen van de doelstellingen, bepalen van randvoorwaarden en het ontwerp van de portefeuille. Attollo helpt pensioenfondsen en verzekeraars met management van Private Equity, Venture Capital, Hedge Funds en Infrastructuur. Ook helpt het bij het vinden van de juiste managers en de bouw van de governance structure. Wilbrink heeft ruim 20 jaar internationale ervaring in Financiële markten en het adviseren van pensioenfondsen.

De Ruiter: 'Bij beleggen gaat het om de driehoek opbrengsten, kosten en risico. Zolang deze driehoek in redelijke balans is, wat het geval is, is er geen reden uit de markt te stappen. Dat neemt natuurlijk niet weg dat de voorwaarden verbeterd kunnen worden.'

Blonk: 'Omdat de kosten van private equity altijd relatief hoger zijn dan die van andere asset classes, moet er naar het netto rendement worden gekeken. Er zou een ratio moeten worden ontwikkeld die een voor kosten gecorrigeerd rendement weergeeft per belegde euro. Dan kun je appels met appels vergelijken binnen de verschillende asset classes.'

Wilbrink: 'Voor het ontwikkelen van een universele ratio is transparantie noodzakelijk. Er dient een soort standaarddocumentatie te komen.'

Leuftink: 'Dat zou handig zijn, maar intussen is het ons als beleggers in de afgelopen twintig jaar nooit echt gelukt ons als eenheid te positioneren. Dan blijkt toch maar weer dat men al naar dat top performing fund heeft gecommitteerd, ondanks de (te) hoge fees.'

Wat moeten we gaan oplossen?

Blonk: 'Ik denk, als gezegd, dat een uniforme voor kosten gecorrigeerde rendementsratio per belegde euro, waardoor je alle asset classes met elkaar kunt vergelijken, inderdaad van groot belang is. Volledige kostentransparantie is daarom essentieel. Op dit moment hanteren wij de ILPA 'kosten template' bij onze GP's (general partners). We eisen dat de GP's buitengewoon transparant zijn over hun kosten. Verder zou uniforme juridische LP (limited partner)-documentatie het leven in private equity land een stuk eenvoudiger maken.' «

Financial Investigator legde Tjarda Molenaar, Remco Flapper, Jesse de Klerk, Hans de Ruiter en Matjaz Schroll nog een paar vragen voor. Benieuwd? Bekijk de video op www.financialinvestigator.nl/videos



CONCLUSIE

Private equity heeft een aantrekkelijk rendement-risicoprofiel en vormt een mooie toevoeging aan de bestaande portefeuille van beursgenoteerde aandelen. Het is een goede manier om toegang te krijgen tot de kleinere bedrijven. Private equity managers zouden proactiever in hun communicatie kunnen zijn, juist ook met betrekking tot wat zij goed doen. Nu wordt de industrie vooral negatief belicht, wat vaak ten onrechte is. Vanuit een kostenperspectief is private equity, vergeleken met andere asset classes, duur. Normalisatie van die kosten is gewenst. Sinds de financiële crisis is er beduidend meer aandacht gekomen voor ESG (environment, social, governance).

Op dit moment zijn de waarderingen aan de hoge kant, maar dat is geen reden om niet of minder te beleggen in private equity. Vanwege het relatief aantrekkelijke rendement is er momenteel veel vraag naar private equity. Tegelijkertijd is er veel aandacht voor de relatief hoge kosten. De combinatie van deze twee factoren heeft ertoe geleid dat beleggers in toenemende mate co-investeringen willen doen. Omdat de kosten van private equity altijd relatief hoger zijn dan die van andere asset classes, moet er naar het netto rendement worden gekeken. Er zou een ratio moeten worden ontwikkeld die een voor kosten gecorrigeerd rendement weergeeft per belegde euro.