

# Als sector moeten we beleggen in private assets verder professionaliseren

Door Baart Koster Fotografie Peter Putters



Private market assets spreken tot de verbeelding van vele beleggers. Maar hoe aantrekkelijk zijn deze assets eigenlijk als je ze plaatst tegen het turbulente decor van geopolitieke onrust, inflatie en een bijgevolg dreigende recessie? Drie beleggingsexperts werpen hun licht op deze en andere vragen.

Tijdens het door Financial Investigator georganiseerde event over Beleggen in Private Markets begint dagvoorzitter Roelof Salomons meteen met een rondje 'kleur bekennen' als hij de gespreksdeelnemers vraagt welk percentage van hun portefeuilles in private assets belegd is. Harry Geels vertelt substantieel belegd te zijn in deze bij zijn klanten populaire asset class. 'Voor onze kleinere klanten, onder een miljoen euro, zitten we voor 15% tot 20% in twee fondsen. Daarboven hebben we de mogelijkheid om via het Truffle-Aurés Vintage programma omvangrijker, namelijk tot maximaal 30%, in private equity te gaan.'

Bij Providence Capital van Wouter Weijand begint het ingelegde vermogen bij € 5 miljoen. Als daarvoor toestemming is ontvangen van de klanten, wordt ongeveer 10% van de beleggingsportefeuille in privates belegd, aldus Weijand. 'Ongeveer 40% van onze klanten geeft toestemming voor illiquide beleggingen. Hoe groter het vermogen dat zij vertegenwoordigen, hoe meer ruimte er is om dat óók illiquide te beleggen. Als je praat in de orde van grootte van € 40 tot 50 miljoen, dan beleggen we daarvan vaak zo'n 30% in private markets.'

**Private versus Public**

Huub ten Holter bedient met Mercer voornamelijk pensioenfondsen, verzekeraars en zeer vermogende families. Hij komt op vergelijkbare percentages uit, van 20% tot 30%. Ten Holter wijt dat mede aan marktwerking. 'Je ziet dat liquide assets zijn gedaald en dat niet alle pricing direct doorwerkt in private markets. Niettemin schuiven steeds meer partijen op richting die percentages.' Geels merkt ook dat zijn klanten graag in private markets willen. 'Alleen al de lagere volatiliteit en de toegang tot managers die weer toegang tot private markets kunnen verschaffen, maken deze assets zeer aantrekkelijk. Je ziet

private markets dan ook sterk groeien ten aanzien van public markets.' En tel daar de enorme diversificatie bij op die je via private markets voor je portefeuille kan realiseren, voegt Ten Holter toe. 'Je praat dan al snel over zeven tot acht verschillende asset classes, van natural resources tot vastgoed en private debt. Die diversificatie brengt bovendien efficiency in je portefeuille.'

Weijand geeft aan dat hij zijn particuliere klanten door 'de woestijn' van lage tot nul procent-rente wilde helpen. 'Wij kozen daarom niet voor lage coupons met een enorm lange duration, zoals obligaties, maar voor een hoge coupon met een lage duration. Wij waren daarbij geïnteresseerd in alternative lending, maar vooral ook in private credit, vanwege zijn 'floating' karakter. Daarvoor bouwden wij de afgelopen vijf jaar private debt feeder funds op.' Bovendien wilde Weijand zijn klanten ook nadrukkelijk beschermen tegen inflatie en belegde hij daarom vrij veel in infrastructuurassets.

Salomons wil weten of Weijand verschil ziet tussen institutionele partijen en families als het om beleggingskeuzes voor de klantportefeuilles gaat. 'Jazeker, grote verschillen zelfs,' antwoordt Weijand. Pensioenfondsen zijn naar zijn zeggen voor 30% tot 40% in obligaties belegd en bezitten ook nog eens € 200 miljard aan renteswaps. Zij hebben volgens hem zodoende veel duration vanwege hun LDI en DB-opzet. Weijands klanten hebben daar juist helemaal geen last van, omdat zij geen verplichtingen hebben, maar wel heel veel assets, legt hij uit.

**Verskil in keuzevrijheid**

Particuliere vermogensbeheerders hoeven met andere woorden die lange duration dus helemaal niet aan te gaan, meent Weijand. Zij kunnen zich gewoon op basis van hun visie positioneren. Dat verschil in autonomie zie je volgens hem ook aan de wrange beleggingsvruchten die institutionele beleggers nu plukken. 'PGGM staat minus 25%, PMT minus 28%. Bij ons is dat minus 8% tot maximaal minus 10%. Dus als particuliere belegger kun je zo'n slachting in de obligatiemarkt vermijden. Die vrijheid heb je.'

Volgens Ten Holter speelt horizon in dit verhaal een belangrijke rol. Je geld zit vaak al snel zes tot twaalf jaar in bepaalde asset classes. Ook als particulier of stichting moet je die tijd natuurlijk wél hebben. Ten Holter: 'Zeker waar het gaat om private markets moet je er tevens voor zorgen dat je daar de juiste exposure naartoe houdt. Je moet dus >



**VOORZITTER**

**Roelof Salomons**

Professor Investment Theory and Asset Management, Universiteit van Groningen, onafhankelijk Investment Consultant en Lid van verschillende beleggingscomités



**Huub ten Holter**

Investment Leader, Mercer



**Harry Geels**

Senior Investment Advisor, Aurés



**Wouter Weijand**

CIO, Providence Capital

‘Ongeveer 40% van onze klanten geeft toestemming voor illiquide beleggingen.’

zorgen dat je iedere keer weer herbalanceert in de sleeves, die je dan weer opnieuw opneemt in je portefeuille.’

Salomons zit regelmatig bij families en pensioenfondsen aan tafel en daar is het hernieuwde commitment aan een nieuwe vintage een issue, merkt hij. Ten Holter ziet die discussie ook vaak terugkeren, maar meent dat je, om je risico goed te blijven managen, niet om een bepaalde en blijvende exposure naar privates heen kunt.

Weijand denkt dat als gevolg van recente marktontwikkelingen de komende jaren überhaupt niet veel in Private Markets kan worden belegd, en zéker volgend jaar niet. ‘Het afgelopen jaar is de waarde van de assets van pensioenfondsen gekelderd van € 1.800 naar € 1.500 miljard. Die waardedaling was er ook in Engeland, waar ze door LDI met collateral calls te maken kregen. In Nederland ging 85 miljard aan renteswaps verloren, wat ineens opgehoest moest worden. Dat kon alleen gefund worden uit liquide assets, zoals aandelen en obligaties. Illiquide assets konden daarentegen niet verkocht worden, waardoor het gewicht daarvan in de portefeuilles zodanig toenam dat eerst de liquide asset classes opgebouwd zullen moeten worden. Dat strookt ook met de oproep van Klaas Knot om meer liquide middelen aan te houden.’

### Beleggingen spreiden in de tijd

Weijand vermoedt dat er wetgeving zal volgen die pensioenfondsen tot de opbouw van liquide asset classes gaat dwingen. ‘Voor private equity en private credit zal de funding van volgend jaar problematischer worden. Je ziet nu de tarieven al fors oplopen, zeker bij

private credit’, aldus Weijand. Volgens Ten Holter zit het niet zo vast. Hij ziet dat aan de kant van stichtingen en endowments, zeker in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, al behoorlijk hoge percentages gealloceerd zijn, terwijl dat in Nederland nog niet zo is. Daar liggen volgens hem dus wel degelijk kansen. Hoewel toegang tot die markten nog wel een dingetje is, vervolgt hij. ‘Wij hebben binnen Mercer een programma, PIP, en daarin zijn we nu aan vintage 7 toe. Wil je straks toegang hebben vanaf een jaarlijkse inleg van € 3,5 miljoen en je voor de volgende jaren committeren, dan gaat het steeds opnieuw om € 3,5 miljoen. Je praat dan per saldo al over heel andere bedragen. Als een klant dus graag in privates wil en hij kan dat bedrag slechts eenmaal investeren, dan zullen wij hem dat vanwege de risico’s en exposure naar die markt daarom afraden.’

Geels denkt dat dit ten opzichte van pensioenfondsen inderdaad opgaat. Maar als vermogensbeheerder die pas recent toegang kreeg tot alle relevante platformen voor private assets, ziet hij dat zijn klanten nog heel veel ruimte hebben om naar bijvoorbeeld 30% in private assets te gaan. ‘Wij voeden klanten ook op om jaarlijks in ons Auréus Vintage programma mee te doen, om zo de risico’s in de tijd te spreiden. Wij willen ze in principe niet afraden om private assets een keer over te slaan, ook al zitten ze bij wijze van spreken al redelijk tegen hun investeringsdoel aan.’ Niettemin zijn de marktomstandigheden dusdanig veranderd dat er hele interessante beleggingskansen komen, meent Weijand. ‘We hebben sinds de financiële crisis momenteel de hoogste yields in private debt. In senior credit zijn we in een mum van tijd van 7,5% naar 10% en in subordinated debt van 10% naar 15% gegaan. Dat is heel bijzonder.’

### Semi-liquide tailor made oplossingen

Weijand denkt dat, doordat sommige pensioenfondsen straks gedwongen worden om op de secundaire markten een deel van hun private equity-positie te verkopen, er allerlei kansen ontstaan bij verschillende secondary funds. ‘Zoals ik aangaf, zal wetgeving of de asset allocatie van pensioenfondsen hen dwingen om meer richting liquide assets te verschuiven. Ik denk daarom dat 2023 wel eens een heel interessant jaar kan worden.’

Dat steeds meer vermogensbeheerders ook kleine klanten in staat stellen te genieten van de zegeningen van private asset classes, is



onmiskenaar een democratiseringstrend in beleggingsland. Dit is op zich een goede zaak, meent Geels. Toch waarschuwt hij voor de risico's die hier tegelijkertijd aan verbonden zijn. 'Wij bieden kleine beleggers toegang via de Schroders Gaia II Global Private Equity-strategie, waar je al vanaf tien mille kunt instappen. Ook van 2005 tot en met 2007 hebben we zo'n democratiseringsslag gehad, waarin allerlei funds of funds via ABL-leningen, private leningen en private equity-fondsen toegang gaven tot privates voor particuliere beleggers. Zelf zat ik als vermogensbeheerder ook in zo'n fund of funds dat in 2008 echter moest sluiten door uittredende particulieren.'

Geels doelt op het fenomeen dat bij te veel particulieren in dergelijke fondsen het gevaar dreigt dat die in een crisis 'en masse' wegrennen. 'Je bent net zo liquide als de onderliggende liquiditeit. Ik denk dat we er als industrie op moeten toezien dat alleen klanten instappen die zich eraan kunnen committeren om jaarlijks opnieuw te investeren. Mijns inziens moeten we hier echt een professionaliseringsslag maken, willen we niet wéér een 2008-crisis meemaken', aldus Geels.

Weijand merkt op dat het een gegeven is dat mensen niet uit kunnen stappen. 'Bij ons krijgen klanten die dit willen doen een apart beheercontract en wordt hen uitgelegd dat ze tekenen voor het feit dat hun positie een aantal jaren illiquide is. Het kan ook niet zo zijn dat we hen de illusie zouden geven dat ze er tussentijds uit kunnen stappen.'

Ten Holter wijst erop dat er steeds meer alternatieven op de markt komen. Zelf brengt hij voor zijn klanten tailor made-structuren naar de markt die in de semi-liquid space liggen, wat een combinatie is van een stukje liquide markten met illiquide markten.

### Wild West-beleggen?

Om het voor de aanwezigen in de zaal aanspreekbaar te maken, presenteert Salomons het voorbeeld van beursgenoteerd vastgoed in combinatie met niet-beursgenoteerd vastgoed, waarbij het liquide stuk als buffer kan dienen. Ten Holter vindt dat een geslaagd voorbeeld en vult aan dat je daarbij een bepaalde buffer aanhoudt van 5% tot 10% om desgewenst bepaalde distributies aan je klanten te doen. Educatie, zo beamen de gespreksdeelnemers, is in elk geval key wanneer je kleine beleggers betreft bij private markten. Men moet, met andere woorden, weten waaraan men begint.

Vanuit de zaal wordt vervolgens opgemerkt dat er ook platforms zijn waar mensen zelf ongecontroleerd kunnen inkopen. Daarbij wordt niet of vrijwel niet gecontroleerd hoeveel private assets een particulier koopt in verhouding tot zijn totale vermogen. Zodoende gaan deze beleggers significante risico's aan, concludeert iemand anders, die vervolgens wil weten hoe de experts dit zien.

In dergelijke gevallen ligt er heel duidelijk een zorgplicht bij die leningsplatformen, vindt Ten Holter.

Weijand denkt dat voor een individuele belegger de risico's eigenlijk niet te beoordelen zijn. Particulieren kunnen bovendien vreemde financiële beslissingen nemen. Je weet met andere woorden totaal niet aan wie je uiteindelijk je geld uitleent, waarom, wat je daarvoor terugkrijgt en of er collateral is, zo waarschuwt Weijand. Ten Holter wijst erop dat ook bij cryptoplatformen deze risico's spelen voor particuliere beleggers.

Geels vraagt zich af welke platforms zoveel particulieren toestaan in hun eigen fonds. Dat maakt deze platforms kwetsbaar, vindt hij. Hij opteert hoe dan ook voor een bepaalde bandbreedte voor het aantal particuliere beleggers in een fonds.

### Beste en minst aantrekkelijke asset classes

Als laatste wil Salomons weten over welke private market de deelnemers het positiefst zijn. Weijand noemt private credit 'nu interessant', evenals, zij het in iets mindere mate, infrastructuur. Hij adviseert echter om niet al te veel in deze reeds zeer populaire asset class te beleggen. Ten Holter vindt infrastructuur, private debt en natural resources interessant, hoewel hij de mogelijkheden binnen de laatste categorie vrij beperkt noemt. Geels probeert in alle genoemde private markets te zitten en door de tijd heen posities op te bouwen, zonder dat zozeer te timen. Vastgoed zal naar Geels inschatting nog wat gaan dalen, maar in die asset class zullen ook weer kansen ontstaan, denkt hij.

Op de slotvraag van Salomons naar een uitsmijter pakt Weijand uit. 'In onze sector kom je steeds de Internal Rate of Return (IRR) tegen. Dat is het meest gebrekkige concept ooit. Het zou bij elke toezichthouder verboden moeten worden. Vraag daarentegen altijd naar Total Return en naar Net Money Multiples, wat ook een implied Total Return is. Maar vergeet vooral alle IRR's!' ■

'Je bent net zo liquide als de onderliggende liquiditeit.'

## IN HET KORT

Private markets worden steeds populairder bij beleggers vanwege de flinke diversificatie, lagere volatiliteit en steeds bredere toegang tot de asset class via managers.

Als de sector zich niet verder professionaliseert waar het gaat om de size van klanten en het jaarlijkse commitment naar privates, dan zou een uitstroom zoals in 2008 weer plaats kunnen vinden.

Vastgoed, infrastructuur en private credit zijn momenteel interessante asset classes.

Internal Rate of Return is een gebrekkig concept.