VOORZITTER:
Philip Menco, *Fortunis*

DEELNEMERS:
Trevor Castledine, *bfinance*
Nitin Gupta, *Natixis Investment Managers*
Roderick MacDonald, *Allianz Global Investors*
Tjarda Molenaar, *Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen*
Gabriel Möllerberg, *Goldman Sachs Asset Management*
Hanimario Stefanus, *SPF Beheer*

Foto: Mark van den Brink photography

TOEKOMST VAN PRIVATE EQUITY BLIJFT ZONNIG, VOORAL VOOR DE MIDDLE MARKET!

Door Harry Geels

Private Equity heeft de afgelopen twintig jaar voor mooie resultaten gezorgd. Sterker nog, er is een mooie outperformance ten opzichte van vrijwel alle liquide beleggingscategorieën. Ook de toekomst ziet er goed uit, zelfs als we rekening houden met de onzekerheid rond de coronacrisis en de Amerikaanse verkiezingen. Tijdens deze Ronde Tafel werd dieper ingegaan op de kansen en uitdagingen binnen deze beleggingscategorie.

Private Equity (PE) heeft het de laatste jaren, mede door de search for yield, goed gedaan. Maar wat zijn, in termen van rendement en risico, de vooruitzichten voor de komende tien tot vijftien jaar?

Nitin Gupta: 'Volgens de Cambridge-database heeft PE de afgelopen vijf, tien, vijftien en zelfs twintig jaar beter gepresteerd dan alle liquide beleggingsstrategieën. Maar de selectie van managers is en blijft erg belangrijk, omdat er grote verschillen zijn in de prestaties van de verschillende PE-managers. Wij geloven dat PE de komende jaren 20% IRR kan blijven maken, met name in de middle market. Ondanks de aanzienlijke hoeveelheid dry powder en de gestegen waarderingen geloven we in de hoge rendementen, mede omdat de rente vooralsnog laag zal blijven. Maar de belegger moet selectief blijven. Niet alleen in termen van managers, maar ook in termen van sectoren. We zien aantrekkelijke rendementen in de lagere middle market, waar verschillende mogelijkheden zijn voor waardecreatie na de belegging. Bovendien heeft deze sector van oudsher minder leverage, waardoor hij minder conjunctuurgevoelig is.'

Hanimario Stefanus: 'Ik ben het ermee eens dat de 'lower middle market' waarschijnlijk een outperformance zal laten zien ten opzichte van de big- of megacaps. De rendementen zullen echter niet zo hoog zijn als die van de laatste vijftien tot twintig jaar, die mede door de lagere concurrentie zo hoog zijn geweest. Maar het zal hoe dan ook een interessante beleggingscategorie blijven.'

Trevor Castledine: 'Ik hou er eigenlijk niet van om de

> Philip Menco is een onafhankelijk consultant die zich richt op beleggingstechnische en strategische vraagstukken in de pensioensector. Hij ondersteunt pensioenfondsen als lid van beleggingscommissies en maakt deel uit van de Advisory Board van een in maatschappelijk verantwoord beleggen gespecialiseerde Nederlandse vermogensbeheerder. Daarnaast coacht hij pensioenfondsbestuurders voor hun geschiktheidstoets bij DNB en op ander gebied. Ten slotte ondersteunt Menco goededoelenstichtingen bij hun beleggingsbeleid en het vinden van geschikte vermogensbeheerders. Van 2004 tot medio 2014 was hij CEO en CIO van De Eendragt Pensioen. Daarvoor werkte hij als onafhankelijk consultant en als hoofd van beleggings-researchafdelingen en als beleggingsstrateeg van verschillende banken en het ABP.

Foto: Mark van den Brink photography

Foto: Archief bfinance

> Trevor Castledine is Senior Director in bfinance's Private Markets Team. Hij was voorheen CIO bij LPPI, de samenwerking tussen Lancashire County Pension Fund en LPFA. Daarvoor was hij plaatsvervangend CIO bij LCPF, met brede verantwoordelijkheid voor alternatieve asset allocaties, waaronder PE, Private Credit, Real Estate en Infrastructure. Bij LCPF hield Castledine toezicht op belangrijke veranderingen in de portefeuillestrategie, waaronder een allocatie van £ 1,5 miljard aan alternative credits. In oktober 2018 benoemde het tijdschrift PDI hem tot een van de 30 meest invloedrijke investeerders in Private Debt.

toekomst te voorspellen. Als we zo goed konden voorspellen, zaten we nu op ons jacht en niet aan deze tafel. Waar beleggers voorheen nog vooral naar de grotere deals en buy-outs hebben gekeken, zien we nu dat onze klanten proberen te diversifiëren, ook naar andere jurisdicties, zoals Azië en opkomende markten, de middle market en specifieke sectoren. Onder ervaren beleggers heerst het gevoel dat de grotere deals wel enigszins uitgespeeld zijn, of lastiger te realiseren zullen zijn in de toekomst.'

Gabriel Möllerberg: 'De rendementen in de meeste beleggingscategorieën worden enigszins gedrukt, maar we leven ook in een wereld met zeer lage rentes. Dus als je denkt aan de spread boven de risicovrije rente, dan zou PE relatief gezien een sterk rendement moeten blijven genereren. Ik ben ook van mening dat als je de juiste beheerders selecteert, je in staat moet zijn beter te blijven presteren dan publieke aandelen.'

Roderick MacDonald: 'In de sectoren infrastructuur en renewable energy gaan we de komende jaren over het algemeen die 20% IRR niet halen. Er is hier door concurrentie veel druk op de rendementen. Er zijn twee scenario's: die van 'supercore', met lagere rendementen, of die van een 'core-plus-plus regio' of 'core-plus', waarbij geprobeerd wordt meer waarde te creëren. Bijvoorbeeld door te kijken naar integratiemogelijkheden in de waardeketen, door eerder in transacties te stappen, met meer een Venture Capital (VC)-benadering.'

Tjarda Molenaar: 'Naast de lage rente en de gunstige economische ontwikkeling is er nog een reden geweest voor de goede rendementen in het verleden. In de afgelopen jaren heeft de PE-sector veel expertise binnen gehaald en ervaring opgebouwd met operationele en strategische waardecreatie. Daar gaan we ook in de toekomst profijt van hebben. De kennis is vooral bij de grote firma's opgebouwd, maar we zien doorsijpeleffecten naar de middle market. Uit onderzoek blijkt dat in zowel een opgaande als een neergaande economie een belangrijk deel van het rendement aan dit soort verbeteringen toe te rekenen is.'

In de afgelopen jaren heeft de PE-sector veel expertise binnen gehaald en ervaring opgebouwd met operationele en strategische waardecreatie. Daar gaan we ook in de toekomst profijt van hebben.

Maar als we het komende jaar tot de komende drie jaren bekijken, waarin COVID-19, de presidentsverkiezingen et cetera nog een rol spelen, kunnen jullie de exits, die een belangrijke rol spelen bij het totaalrendement, dan in de beschouwing betrekken?

Möllerberg: 'Er liggen de komende jaren goede kansen in de secundaire markt. De doorlooptijden worden bij PE verlengd, zeker gezien de huidige COVID 19-crisis. We zien een trend waarbij meer managers hun meest succesvolle bedrijven willen behouden. Waarom zou een manager een bedrijf verkopen aan een concurrent als hij het bedrijf kan blijven bezitten en ontwikkelen? In plaats daarvan wordt het bedrijf overgeheveld naar een ander beleggingsvehikel, ondersteund door een secundair fonds en beheerd door dezelfde General Partner (GP). De investeerders kunnen dan beslissen of ze hun aandeel willen verkopen of in het nieuwe vehikel willen rollen. COVID-19 heeft ook een flight to quality gecreëerd. Alleen bedrijven met een veerkrachtig bedrijfsmodel kunnen op dit moment een sterke exit realiseren, via een nieuw vehikel of verkoop aan een derde partij.'

Gupta: 'De secundaire markt is zeker aantrekkelijk. Tegenwoordig gaat het niet alleen om de traditionele 'co-investering', waarbij er naast de leadbelegger wordt geïnvesteerd, maar ook om co-investeringsmogelijkheden voor add-on-acquisities, groeikapitaal, recaps of het verstrekken van liquiditeit aan eerdere investeerders, die mogelijk fondslevensduurproblemen hebben. Veel GPs willen ook samenwerken met Limited Partners (LPs) in plaats van een concurrerend PE-fonds in te brengen. Het rendementsprofiel van 'co-investeringen' is ook aantrekkelijk. Dit

zijn producten met een lagere vergoeding, niet de standaard 2/20, dus op nettobasis zijn de rendementen voor de LPs hoger. De exits lopen, afhankelijk van het type bedrijf en de sector, vertraging op door COVID-19.'

Zijn de vooruitzichten in de Aziatische en opkomende markten beter dan die voor de westerse markten?

Castledine: 'Klanten stellen ons deze vraag regelmatig. Aziatische en opkomende markten zijn relatief nieuw en daardoor waarschijnlijk in een andere fase als het om de toepassing en uitwerking van strategieën gaat. Ik schat dat er redelijk veel VC-groeistrategieën worden toegepast. Deze staan in termen van rendement niet bekend als de meest betrouwbare. Tenminste, je krijgt bij VC mooie rendementen bij de winnaars, maar slechte bij de verliezers. En dan is er nog de vraag hoe je een strategie in deze regio's ten uitvoer kunt brengen, mogelijk zelfs verschillende strategieën per land. Het lijkt complexer.'

Stefanus: 'Als LP hebben we PE in opkomende markten bestudeerd en we zijn tot de conclusie gekomen dat het risico-rendementsprofiel niet zo aantrekkelijk is als dat van ontwikkelde markten. Dit was een flinke verrassing, gezien de beperkte concurrentie en de snelle ontwikkelingen van deze markten. Ook de volatiliteit van de opkomende valuta's is een risico, omdat deze fondsen in dollars noteren.'

Möllerberg: 'Onze analyses laten zien dat er niet zo'n grote correlatie bestaat tussen de groei van het BBP en het rendement van PE, maar dat het belangrijker is om toegang te krijgen tot sterke beheerders en hoogwaardige bedrijven met een sterk management. Hoge rendementen zijn dus zeker mogelijk in de juiste sectoren, zelfs als de totale economie in een langzamer tempo groeit. Er is zeker een rol weggelegd voor Aziatische en opkomende markten in een wereldwijde gediversifieerde PE-portefeuille. Maar je zult moeten samenwerken met de juiste GP. In Azië en de opkomende markten hebben we meer minderheidstransacties gezien, waarbij sterk bestuur en exit-rechten absoluut cruciaal worden.

COVID-19 heeft ook een flight to quality gecreëerd. Alleen bedrijven met een veerkrachtig bedrijfsmodel kunnen op dit moment een sterke exit realiseren, via een nieuw vehikel of verkoop aan een derde partij.

Maar historisch gezien zijn dit moeilijkere markten geweest en ik zie dat niet snel veranderen op de korte termijn.'

Gupta: 'Europa en de Verenigde Staten bieden volop mogelijkheden, ook al zijn het volwassen markten. Deze regio's zijn ook meer gericht op PE en hebben daarvoor de juiste wettelijke kaders. Azië loopt in dit opzicht nog steeds achter. Er zijn daar echter veel meer familiebedrijven die potentiële investeringsmogelijkheden bieden. De PE-transacties in opkomende markten worden meestal uitgevoerd door groeibedrijven. Dit zijn geen typische PE-bedrijven zoals we ze op de westerse markten zien.'

Wat doen PE-beheerders om bedrijven door de coronacrisis heen te loodsen?

Gupta: 'PE-managers hebben snel gehandeld in de crisis. Zij hebben lering getrokken uit de Grote Financiële Crisis, bijvoorbeeld in het snel veiligstellen van de liquiditeit, het verlagen van de kosten en het aanbrengen van operationele verbeteringen. Bedrijven hebben sinds de opening van de markten aan het eind van het tweede kwartaal een goed herstel gezien. Sinds de Grote Financiële Crisis hebben veel PE-managers operationele partners toegevoegd, waardoor ze meer hands-on zijn. Ook de gegevensanalyses om de portefeuille te monitoren, zijn aanzienlijk verbeterd. Natuurlijk hebben ook de fiscale en monetaire steunprogramma's geholpen. Kortom, PE heeft snel gehandeld. Tegelijkertijd zijn de LPs ook minder zenuwachtig geworden door het snelle herstel van de markten.'

> Nitin Gupta is Managing Partner bij Natixis. Hij is verantwoordelijk voor het US Investment Team en met name voor de organisatie en de uitvoering van de investeringen in de US. Gupta leidt alle due diligence en zit het US Investment Committee voor. Hij zit tevens in het bestuur van diverse portfolio companies en fondsen, die worden gemanaged door Flexstone Partners.

Foto: Archief Natixis IM

Foto: Archief AllianzGI

> Roderick MacDonald is Director Transaction Management - Infrastructure Equity bij Allianz Global Investors. Hij begon in 2012 en maakte deel uit van het team dat verantwoordelijk was voor de opzet en lancering van het duurzame energiebedrijf. Hij was al sinds 2009 werkzaam bij Allianz Group, waar hij werkte aan de lancering van het Allianz SE solar investeringsprogramma, dat Allianz SE CO_2-neutraal maakte. Eerder werkte hij bij andere bedrijven aan duurzame energie en bij Goldman Sachs & Co., Cravath, en Swaine & Moore in New York.

Molenaar: 'Zo'n crisis is inderdaad het moment om te laten zien wat actieve betrokkenheid op de lange termijn echt betekent. Aandacht voor de gezondheid van werknemers van de portefeuillebedrijven stond bovenaan: PE investeert veel in detailhandel en fabrieken, waar je niet thuis kunt werken. Daarnaast zijn per bedrijf eventuele kasstroomproblemen in kaart gebracht en aangepakt. Er is extra kapitaal gestort door aandeelhouders, er is veel overlegd met banken en ook gebruik gemaakt van loonsubsidies en uitstel van belasting. Inmiddels wordt er in de zwaarst getroffen bedrijven gewerkt aan aanpassing van bedrijfsmodellen. Dat gaat tijd kosten en dan helpt het dat er geen noodzaak is om elk kwartaal cijfers publiek te maken.'

MacDonald: 'We zijn de COVID-19-storm, ondanks sterk gedaalde energieprijzen, ook goed doorgekomen, mede vanwege vaste inkomensstromen, van gemiddeld vijftien tot twintig jaar. Zowel prijzen als volumes liggen over deze perioden vast. Het weer was ook erg goed. Veel zon en wind, waardoor we een uitstekend begin van het jaar hadden. We zijn gevoeliger voor fluctuaties in zonne- en winduren dan voor de kortetermijnfluctuaties in energieprijzen. We hadden enige issues met toegang tot nieuwe projecten aan het begin van het jaar. Er waren in maart en april vertragingen in de oplevering omdat apparatuur en bouwonderdelen opleveringsproblemen hadden. We zijn gelukkig niet actief in infrastructuur die wél erg geleden heeft onder de coronacrisis. Denk aan vliegvelden en verzorgingstehuizen. Tot slot, toevallig ben ik nu bezig met een exit die meer dan tweemaal de begrote opbrengst gaat opleveren. Ook dat zien we dus in de crisis. Het gaat om een goed presterende asset waarbij we profiteren van de flight to quality.'

Foto: Mark van den Brink photography

Hoewel doorgaans gecompenseerd door hogere rendementen, zijn de fees bij PE fors, wat vooral voor Nederlandse pensioenfondsen een heikel punt is. Zijn de hoge fees houdbaar in de toekomst?

Castledine: 'Aan fees zitten morele kwesties vast die net als de duurzaamheidslobby steeds meer aandacht krijgen. Maar laten we even voorbijgaan aan politieke visies. Vanuit een beleggingsperspectief verlagen kosten de rendementen. Zo simpel is het. Het is ook niet gerechtvaardigd om hoge kosten te rekenen, omdat er in het verleden een goed rendement zou zijn behaald. Want de toekomst zou weleens anders kunnen zijn. Zeker in mindere economische tijden vallen hoge kosten zwaar.'

Stefanus: 'Eens en zeker in Nederland is de vraag altijd: 'Waarom moet de ander zoveel verdienen?' Er is steeds meer druk om de hoogte van de fee uit te leggen. Hoe zit het met de alignment of interests? De laatste vijf jaar hebben we zelfs gezien dat succesvolle managers hun fees hebben kunnen verhogen. Zo zijn bijvoorbeeld hurdle rates voor de prestatievergoeding afgeschaft. Niettemin blijven veel pensioenfondsen, terecht of onterecht, meestal vanwege een goed trackrecord bij deze managers belegd.'

Möllerberg: 'Voor ons is er een verschil tussen tarieven en vergoedingen. Een correcte prestatievergoeding waarbij een manager wordt beloond voor outperformance, zou minder controversieel moeten zijn dan hoge managementvergoedingen die niet gekoppeld zijn aan prestaties. Een prestatievergoeding van 20% boven een hurdle van 8% is vandaag de dag vrij standaard bij PE. Vergeet niet dat tegenwoordig meer dan 8% verdienen, wanneer de rente rond de 0% ligt, een goed rendement is. Die hurdle dateert overigens al uit de jaren tachtig, toen de rentetarieven eigenlijk rond die 8% lagen.'

Zou een maximumfee, naast de hurdle, helpen? Of worden dan de incentives te veel weggenomen?

Möllerberg: 'Ik weet niet zeker of het aftoppen van de kosten de oplossing is, omdat dan de belangen waarschijnlijk niet meer gelijkgeschakeld zijn. De manager zal dan eigenlijk alleen maar minder eigenaar, gedeeltelijke eigenaar, of een afgesneden eigenaar worden, wat misschien minder bevorderlijk is voor hun prestaties.'

Castledine: 'Er is nog een verschil tussen de Amerikaanse en Europese cultuur. De Amerikaanse visie is dat als er meer betaald wordt, dit beter is voor de prestaties, terwijl in Europa mensen meer een fair salaris willen verdienen. Wel of niet een maximum fee hangt af van de storytelling van de beheerder, verhalen die weer een culturele achtergrond hebben. En wat als iemand meer dan, zeg maar, 15% per jaar heeft verdiend? Is dat dan een goede prestatie die beloond moet worden? Of heeft die beheerder toevallig de loterij gewonnen?'

Möllerberg: 'Maar als een beheerder structureel meer dan 15% per jaar verdient, dan wordt het lastig vol te houden dat het geluk is. Er bestaat wel degelijk skill die een faire beloning mag krijgen.'

Castledine: 'Toen mijn zoon laatst vijf maal achter elkaar kop gooide, zei ik niet tegen hem dat het skill was.'

Möllerberg: 'Mijn punt is dat de meeste fondsen die je hebt ten minste tien of vijftien investeringen hebben, vaak meer, dus het is moeilijk om herhaaldelijk sterke prestaties neer te zetten als simpelweg geluk hebben.'

Castledine: 'Als ze dat kunnen, dan zou ik zeggen: doe het vooral met je eigen geld en wordt miljardair. Kortom, er zijn verschillende visies op fees. Laten we stellen dat extreem lage of hoge vergoedingen niet goed zijn.'

Möllerberg: 'Een goede fee-structuur moet eigenlijk niet op basis van deal-by-deal zijn, maar over het hele fonds gaan.'

Onze analyses laten zien dat er niet zo'n grote correlatie bestaat tussen de groei van het BBP en het rendement van PE, maar dat het belangrijker is om toegang te krijgen tot sterke beheerders en hoogwaardige bedrijven met een sterk management.

Gupta: 'We zijn LP en doen ook co-investeringen met de huisartsen. In beide gevallen gaat het altijd om de focus op de fees. Er is veel vraag van LP-beleggers, zodat de GP-vergoedingen sinds de kredietcrisis niet echt lager zijn geworden en zelfs regelmatig zijn gestegen. Uiteraard moeten LPs op basis van hun fiduciaire verplichtingen de druk op deze tarieven houden. Het hangt ook af van de omvang van de beheerders en de deals. Grote PE-beheerders geven, gezien de omvang van hun fondsen, veel geld uit aan jaarlijkse beheervergoedingen vergeleken met fondsen uit de middle market, waar ze gezien de omvang van hun beheerd vermogen meer gericht zijn op back-end rendementen om hun carried interest te stimuleren en daarmee de rente beter af te stemmen op LPs. Large-caps brengen doorgaans lagere vergoedingen in rekening dan beheerders die actief zijn in de middle market of lagere middle market.'

MacDonald: 'Fees lijken naar beneden te komen. Niet alleen onder druk van beleggers, maar ook door druk op de rendementen. We zien een verschuiving naar prestatie-vergoedingen. Maar als er veel vraag van beleggers is, zien we minder druk op de fees. Zo simpel is het ook.'

Een vraag over de GPs: hoe kunnen zij de balans vinden tussen de fees en een eventuele stress-periode waarin de risicobereidheid ineens verandert?

Stefanus: 'Het komt weer neer op gelijke belangen. We willen

> Tjarda Molenaar is Directeur van de Nederlandse Vereniging van Participatie-maatschappijen. Molenaar is lid van het Algemeen Bestuur van VNO-NCW, bestuurslid van de Stichting Nyenrode en lid van de Adviescommissie Seed Capital Technostarters van de Minister van Economische Zaken. Voorheen was zij onder andere Investment Consultant bij Gilde Investment Management en Management Consultant bij A.T. Kearney. Zij studeerde Econometrie aan de Universiteit van Amsterdam.

Foto: Archief NVP

Foto: Archief GSAM

> Gabriel Möllerberg is Managing Director bij de Alternative Investments & Manager Selection (AIMS) Group, waar hij leiding geeft aan de Europese investeringsactiviteiten voor de AIMS Vintage Strategies. Hij is lid van de AIMS Vintage Funds en de Real Estate Strategies Investment Committee. Möllerberg kwam in 2000 bij Goldman Sachs in de Investment Banking-divisie en stapte in 2002 over naar AIMS. In 2011 werd hij benoemd tot Managing Director. Möllerberg behaalde een MSc in Economie en Bedrijfskunde aan de Stockholm School of Economics.

ook dat de GP zijn pijn voelt als het misgaat, zonder dat er te veel druk of stress op het team en de teamleden ontstaat, want dan zal de besluitvorming niet optimaal zijn.'

Gupta: 'Veel GPs beleggen via verschillende vehikels. Het gaat om de balans. Als we due diligence doen, willen we begrijpen wat de skin in the game is, om er zeker van te zijn dat ze gecommitteerd zijn. De commitment, ofwel de eigen bijdrage aan de investering, bedraagt voor de GPs meestal tussen de twee en drie procent. Maar we dringen altijd aan op hogere percentages. Uiteindelijk gaat het om de balans tussen commitments en fees.'

Möllerberg: 'Het moet ook betekenisvol zijn voor de teamleden. Wij evalueren dit op basis van case-by-case. Soms is het de typische commitment van een of twee procent, soms minder, soms meer. Excessief risico nemen moet worden tegengegaan. Zoals gezegd zijn we voorstander van beloning over het hele fonds, in plaats van de deal-by-deal carry, en de GP moet een betekenisvolle investering doen met eigen geld.'

Stefanus: 'Wat is het startpunt voor de GP als het misgaat? De gepensioneerden kunnen in een bearish scenario bij wijze van spreken substantieel minder uitgekeerd krijgen, terwijl de teamleden van de GP even geen Ferrari kunnen kopen.'

Möllerberg: 'Voor ons is het startpunt een op prestaties gebaseerde cultuur. Als iemand steeds slechte beleggingsbeslissingen neemt, verliest hij uiteindelijk zijn baan.'

Het is goed dat PE, infrastructuurfondsen en venture capital gezien worden als deel van de oplossing: zij kunnen kapitaal en kennis van innovatie en ondernemerschap bij elkaar brengen.'

MacDonald: 'We lijken van beleggers niet te horen dat we rijk worden aan vergoedingen, misschien omdat onze fees uiteindelijk iets lager uitvallen dan de typische PE-vergoedingen. Het kan natuurlijk een probleem worden in de toekomst.'

Wat zijn bij PE de ontwikkelingen rondom ESG?

MacDonald: 'ESG wordt een belangrijk thema bij PE. Een land als Nederland wil na 2050 geen fossiele energiedragers meer en dat vereist zeer veel investeringen in zonne- en windenergie. Gelukkig komt er een muur van geld naar ons toe om dit te realiseren. We staan nog maar aan het begin.'

Castledine: 'We zien afhankelijk van de klant de interesse voor ESG variëren. De focus verschilt afhankelijk van de jurisdictie of sector waarbinnen de klant opereert. De ESG-focus neemt wel bij bijna iedere search voor een PE-beheerder toe. We gaan iedere beheerder nu ook een ESG-score geven, onafhankelijk van de klantwens. Het levert geen schade op aan klanten als ze niet in ESG geïnteresseerd zijn. Governance is overigens altijd belangrijk geweest voor alle beleggingscategorieën, zo ook voor PE. De aandacht voor de E in ESG is nu ook wel duidelijk. De laatste tijd zien we de S belangrijk worden.'

Molenaar: 'In Europa kun je bij institutionele beleggers eigenlijk geen fonds meer werven zonder een behoorlijk ESG-beleid en dito rapportages. Maar ik zie ook dat fondsmanagers uit zichzelf stappen nemen, omdat zij zien dat zij met een ESG-bril op een completer beeld hebben van eventuele risico's en van kansen op waardecreatie. Een onderneming die meetbare voortuitgang geboekt heeft op bepaalde ESG-criteria is beter verkoopbaar. Ik spreek steeds meer vaak ook jonge investment managers, die heel expliciet de ambitie uitspreken om én een goed rendement voor hun beleggers én een duurzamer bedrijf af te leveren. Als brancheorganisatie verzorgen we cursussen, zorgen we voor uitwisseling van best practices en belonen we goede voorbeelden met een ESG Award.'

Gupta: 'Europese GPs zijn wat betreft ESG verder dan de Amerikaanse. Wat betreft direct investments huren veel

fondsen ESG-consultants in om de ESG-analyse te doen op de bedrijven. Zijn we er al helemaal? Nee, maar de industrie beweegt zich duidelijk in de juiste richting. Het gaat niet meer om de vraag of ESG waarde toevoegt. We hebben allemaal gezien dat ESG dat doet. ESG is eigenlijk een must have.'

Möllerberg: 'Bij ons moet elk teamlid een gedetailleerde ESG-vragenlijst invullen als onderdeel van zijn of haar beleggingsmemo. Er is ook meer aandacht voor de ESG-vriendelijke sectoren, die door de vooruitgang van de technologie steeds levensvatbaarder worden. Binnen onze alternatieve beleggingsgroep hebben we een groep die Imprint heet en die zich volledig richt op impactbeleggingen. En we gebruiken hun kennis weer in onze ESG-beleggingen op de primaire en secundaire markten, maar doen dat ook bij co-investeringen.'

Foto: Marc van den Brink photography

Is er verschil tussen Amerikaanse en Europese beleggers?

Möllerberg: 'Als algemeen thema heeft de gemiddelde Amerikaanse belegger nog steeds niet dezelfde ESG-focus als de Europese, vooral in vergelijking met delen van Europa waar ESG-beleggen al lange tijd op de voorgrond staat, zoals de Scandinavische en Nederlandse markten. De Amerikanen lopen nog steeds een paar jaar achter, maar de houding verandert daar snel.'

Castledine: 'Ik denk dat Amerikanen ESG nog als een obstakel voor mooie rendementen zien, terwijl toch steeds meer onderzoek aantoont dat ESG resultaatverhogend kan uitwerken. ESG kan in elk geval helpen de negatieve scenario's te voorkomen. Langzaam begint dit besef ook bij Amerikanen door te dringen. Hoe meer wetenschappelijk bewijs voor ESG, hoe sneller het in de VS kan gaan.'

Stefanus: 'Er is een cultuurtegenstelling. In Europa regeren de werknemers en vakbonden mee bij veel institutionele beleggers. Ook de arbeidsbescherming is hier beter. Bij veel Amerikaanse GPs lijkt aandacht te zijn voor bescherming van medewerkers. Ik denk met een sceptische bril dat dit eerder komt door de juridische claimcultuur van de VS dan door een ESG-focus.'

Gupta: 'We zien wel degelijk beweging in de VS. Langzaam, maar in de juiste richting. Het gaat niet alleen om ESG an sich. Iedere GP wil toch niet dat bijvoorbeeld medewerkers gewond raken? Hoe meer GPs inzien dat bepaalde beleidsregels positieve impact hebben, hoe meer de sector bereid zal zijn ze te omarmen.'

Stefanus: 'De drempel om mensen met verlof te sturen of zelfs te ontslaan, ligt in de VS lager. Zo werkt het zeker in Nederland niet. Er zijn meer grijze gebieden. Dat is een uitdaging voor ons als we in Amerikaanse PE willen stappen. Het zou mooi zijn als de VS het belang van ESG gaan inzien en een mooie inhaalslag maken.'

Zien jullie een groter wordende rol van PE bij de energietransitie?

MacDonald: 'We zien een trend dat pensioenfondsen de nieuwe nutsbedrijven worden. Onze organisatie is een van de grootste energieproducenten in Europa. Er vloeit veel privaat

> Hanimario Stefanus is verantwoordelijk voor de Private Equity en Infrastructure-portefeuille bij SPF Beheer. Hij is in 2008 bij SPF Beheer in dienst getreden en was eerst verantwoordelijk voor de Externe Beheerders-portefeuille, die investeert in beurs-genoteerde effecten in zowel ontwikkelde als opkomende markten.

Foto: Archief SPF Beheer

geld naar de energietransitie, meer specifiek naar de decarbonization of the grid, vanwege de eerder besproken karakteristieken, daar waar het geld eerder van de overheid kwam. In Nederland kan bijvoorbeeld de overheid op zichzelf nooit de klimaatdoelstelling van geen fossiele verbranding in 2050 realiseren. Dankzij slimme subsidies doet nu de private sector mee. Het is een win-win-scenario.'

Möllerberg: 'Absoluut. De energietransitie wordt geschraagd door enkele grote investeringsprojecten, waarbij particulier kapitaal nodig is. Gelukkig zien we een sterke groei in de particuliere infrastructuurmarkt, wat deze transitie ten goede komt. Het wordt ook een groter aandachtsgebied voor onze groep en andere onderdelen van onze organisatie.'

Gupta: 'We hebben hiervoor op dit moment geen investeringen lopen. Bij ons is er vanuit onze klanten vooral vraag naar de Amerikaanse en Europese middle markets en daar hebben we verschillende programma's voor lopen.'

Stefanus: 'Zowel voor als na de kredietcrisis zien we in Nederland interesse voor beleggen in de energietransitie, wellicht de laatste jaren vanwege nieuwe bewustwording. De energiebedrijven zelf investeren ook veel en hebben daarnaast behoefte aan privaat geld. Renewable funds ondervinden veel concurrentie van de nutsbedrijven. Er is nog wél een zorg: er is veel aandacht voor het opwekken van nieuwe energie, maar veel minder voor grid management. Private beleggers staan te popelen om ook hierin te beleggen, maar zonder duidelijke regulering gaat dit moeilijk worden.'

MacDonald: 'Het gaat om het evenwichtiger maken van de grid: balancing the grid. Er zijn verschillende manieren om dit te doen, bijvoorbeeld met grote batterijfaciliteiten, waarvoor wij veel interesse van beleggers zien.'

Stefanus: 'We hebben kleine investeringen in de grid gezien. We investeren er ook in. Maar de snelheid van de investeringen moet nog wel toenemen. Als we de grid niet balanceren, gaat dat een groot probleem worden.'

MacDonald: 'Eens. De snelheid moet omhoog. Maar dat gaat zeker de komende tien tot twintig jaar gebeuren. En eerder nog in de komende vijf tot zeven jaar.'

Castledine: 'Ik denk dat veel beleggers het aan hun beheerder overlaten waar de beste beleggingsmogelijkheden in de energietransitie zijn. Dat kan de grid zijn, maar het kan ook om andere interessante beleggingsproposities gaan. Impact-beleggen wordt in het algemeen belangrijk. De vraag is dan breder: Wat kunnen we doen om onze aarde te helpen?'

Molenaar: 'Europa trekt met de Green Deal een enorm budget uit om de transitie naar een duurzame economie te maken en klimaatverandering tegen te gaan. Commissaris Frans Timmermans hoopt met het Sustainable Finance-programma de private financiële sector, institutionele beleggers en banken te betrekken. Het is goed dat PE, infrastructuur-fondsen en venture capital gezien worden als deel van de oplossing: zij kunnen kapitaal en kennis van innovatie en ondernemerschap bij elkaar brengen.'«

CONCLUSIE

Private Equity heeft de afgelopen twintig jaar een flinke outperformance laten zien ten opzichte van de bekende liquide beleggingscategorieën. Voor de komende twintig jaar zou er opnieuw zo'n 20% IRR mogelijk moeten zijn, al zijn de deelnemers iets voorzichtiger over de toekomst als gevolg van de flink opgelopen waarderingen. De toekomstige rendementen hangen waarschijnlijk sterk af van de managerselectie, oftewel het selecteren van de juiste PE-beheerders, en de sectoren. De middle market wordt als het meest kansrijk gezien. Opkomende markten bieden geen toegevoegde waarde in termen van een beter risico-rendementsprofiel dan ontwikkelde markten. Voor de kortere termijn zien de deelnemers van de Ronde Tafel vooral een flight to quality, ofwel de grotere deals in de sectoren die juist profiteren van de coronacrisis. Verder heerst er overeenstemming dat de fees die PE-beheerders rekenen aan de hoge kant zijn. Hoewel er druk is om de tarieven te verlagen, vooral die van Nederlandse pensioenfondsen, dalen de fees niet over een breed front. Sterker nog, door de populariteit van de beleggingscategorie stijgen de fees soms zelfs.
ESG speelt een steeds belangrijkere rol voor met name institutionele beleggers en dat zien we ook bij PE, al hangt de ESG-populariteit wel af van de sector en jurisdictie. Europese beleggers zijn hier verder in dan hun Amerikaanse tegenhangers. De Amerikanen zouden overigens weleens een inhaalslag kunnen maken, aangezien er steeds meer bewijs komt dat ESG het risico-rendementsprofiel van de beleggingen verbetert, ook bij PE. PE speelt tot slot ook een steeds positievere rol bij de energietransitie.