

# VERZEKERAARS BLIJVEN NOG ACHTER MET HUN PRIVATE BELEGGINGEN

Door Harry Geels

**Private equity kent voor- en tegenstanders, maar tegenwoordig kunnen beleggers niet meer om deze beleggingscategorie heen. De beleggingsmogelijkheden in de publieke markten nemen immers af en die in de private markten nemen toe. Verzekeraars zijn echter nog wat terughoudend bij het alloceren naar private markten.**

Bij institutionele beleggers en vooral bij family offices wint private equity steeds meer terrein. Volgens de Financial Times is er een grote verschuiving van belegd vermogen van de beursgenoteerde beleggingen naar de minder transparante hoeken van het financiële systeem aan de gang. Dit is een trend die volgens de zakenkrant de komende tien jaar ook nog eens gaat versnellen.

Onder private equity vallen niet-beursgenoteerde aandelen, obligaties en direct vastgoed. Private equity is al

jaren een bekende beleggingscategorie. De groei zit nu vooral in de categorie real estate debt, waartoe ook woning-hypotheken, infrastructure debt, microfinanciering en private credits (of loans) behoren. Bij private credit is de groei vooral waarneembaar bij de kleine en middelgrote bedrijven. Banken trekken zich als financier uit deze markten terug, wat ruimte biedt voor beleggers.

## GENOEG GOEDE ARGUMENTEN

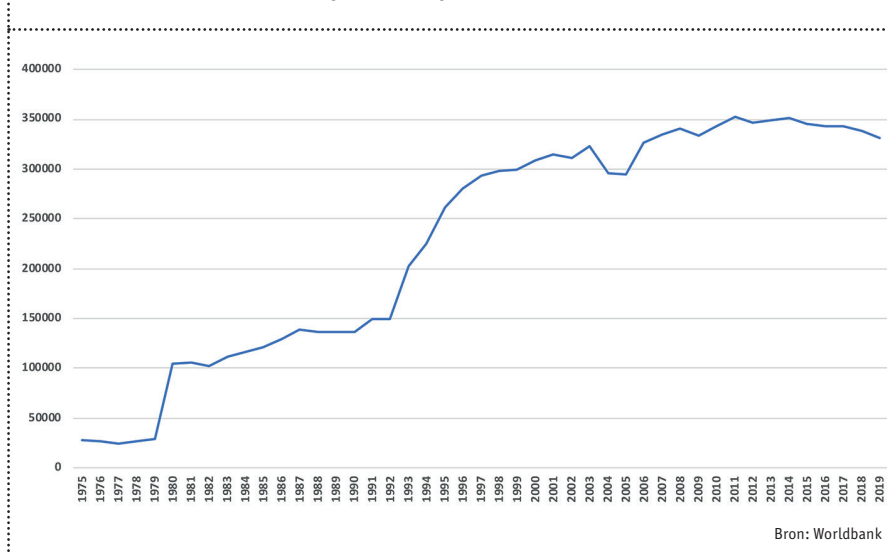
Er zijn diverse redenen om vooral nu

naar de private markten te kijken. Ten eerste hebben publieke markten 'waarderingsissues'. Staatsobligaties en ook de 'veilige' bedrijfsobligaties kennen negatieve yields. Ze bieden beleggers simpelweg geen compensatie meer voor risico en inflatie. Daarnaast zijn de waarderings- en koers-omzetverhoudingen voor beursgenoteerde aandelen historisch gezien hoog, zeker in de VS. Hier zou men nog 'There Is No Alternative' (TINA) tegenin kunnen brengen. Toch zijn de risico's, zeker met het oog op de 'margin debt'-levels en bepaalde waarderingsmaatstaven zoals de 'price-to-sales'-ratio, groot.

Ten tweede schrijft de theorie voor dat private markten extra rendement bieden. Als er twee vergelijkbare bedrijven met dezelfde hoeveelheid uitgegeven aandelen bestaan, dan zal het bedrijf dat beursgenoteerd is een hogere koers hebben dan het private bedrijf. Het beursgenoteerde bedrijf is immers liquide en daarvoor zijn beleggers bereid extra te betalen. Die hogere koers zorgt echter voor een lager toekomstig rendement.

Naast de illiquiditeitspremie bieden diverse private markten ook nog een complexiteitspremie. Financieringsdeals

Figuur 1: Aantal beursgenoteerde bedrijven wereldwijd



tussen private bedrijven en beleggers kosten meer tijd en moeite om tot stand te brengen. Daartegenover staat een beloning in de vorm van een hoger rendement voor de financier/belegger. Althans, als alles volgens plan verloopt.

## PUBLIEKE MARKTEN KRIMPEN

Er is nog een andere reden om naar private beleggingen te kijken. Sinds 2014 neemt volgens data van de Wereldbank het aantal beursgenoteerde bedrijven in de wereld af. Terwijl de Wilshire 5000 Index in 1996 nog meer dan 7.000 bedrijven in de index had, zijn het er nu minder dan 4.000. Met andere woorden, steeds meer geld moet belegd worden in steeds minder bedrijven. Dit is waarschijnlijk ook een reden waarom de waarderingsverschillen tussen publieke en niet-beursgenoteerde effecten momenteel verder uiteenlopen.

De obligatiemarkten kenden van huis uit al meer private handel dan aandelen, maar ook hier is de hoeveelheid beschikbare publieke obligaties (relatief) sterk afgenomen. Dat komt enerzijds door de groei van de private markt zelf, maar anderzijds ook door het opkoopbeleid van de centrale banken, die inmiddels meer dan 20 procent van de obligatiemarkten in handen hebben (en door institutionele beleggers die uit hoofde van regelgeving niet mogen verkopen).

**Figuur 3: Categorieën binnen private equity**

SOORTEN VAN PRIVATE EQUITY	OMSCHRIJVING	BEKENDE SPELERS
Venture Capital	Beleggen in eerste fase van groei	Sequoia, IDG Ventures, Tiger Global
Growth Capital	Beleggen in bedrijven in snelle groeifase	TPG, Baring, Summit Partners
Buyouts	Overnames van publieke ondernemingen	KKR, Carlyle Group, Bain Capital
Mezzanine	Beleggen in junior debt, soms met warrants	Oaktree, GSO, Highbridge
Distressed	Beleggen in bedrijven in problemen	Apollo, Oaktree, Cerberus
Infrastructure	Risicodragend kapitaal in bedrijven in sectoren met hoge toetredingsbarrières	Global Infr. Partners, Energy Cap. Partners, Macquarie Infra.
Vastgoed	Risicodragend kapitaal in direct vastgoed	Blackstone, Brookfield, Starwood

Bron: InvestQuest

Het gaat hard: de Global Bloomberg Barclays Aggregate Bond Index vertegenwoordigt nog maar minder dan de helft van de totale obligatiemarkt. Een obligatiebelegger die zich bijvoorbeeld tot ETF's beperkt, sluit zich af van het grootste gedeelte van de obligatiemarkt.

## UITDAGINGEN

Natuurlijk kennen private markten ook uitdagingen. De grootste uitdaging is het gebrek aan liquiditeit. Hoe kunnen beleggingsproducten zo worden geconstrueerd dat beleggers niet bij iedere crisis zomaar (tegen te lage koersen) uitstappen? Private beleggingen zijn alleen geschikt voor beleggers met een lange horizon.

Een andere uitdaging is dat de private markten door de lage rente en het

opkoopbeleid van de centrale banken te maken hebben met een flinke toestroom van beleggersgelden. De kans bestaat dat beleggers genoeg nemen met gemakkelijkere voorwaarden (convenanten) of ongunstigere waarderingsverschillen. Beleggers moeten altijd goed blijven opletten en niet te gemakkelijk meegaan in de 'search for yield'.

Tot slot heeft vooral private equity nog weleens een verkeerde naam gekregen vanwege hoge kosten en het gebruik van (te) veel vreemd vermogen om de rendementen op te krikken. Maar ook hier zijn beleggers zelf bij, door kritisch te blijven ten aanzien van de keuze van de beheerders en beleggingsproducten.

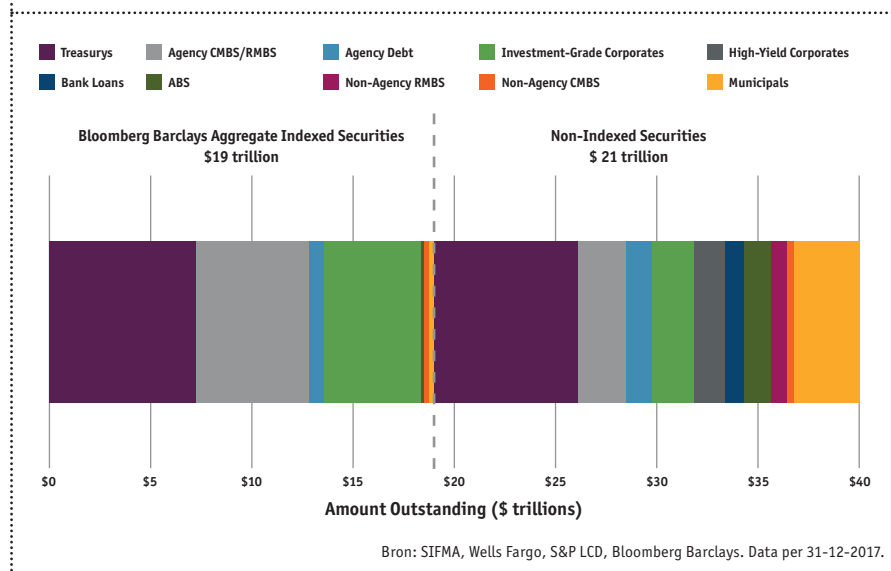
Een pluspunt van private equity is tegenwoordig dat het universum aan mogelijkheden de laatste jaren flink groter en diverser is geworden. Zie figuur 3.

## VERZEKERAARS STAAN NIET VOORAAN

Uit Figuur 3 blijkt dat wat betreft private equity-beleggingen vooral family offices en institutionele beleggers (flinke) allocaties hebben opgebouwd. Bij private loans zien we een vergelijkbare trend. Verzekeraars staan nog niet vooraan als het gaat om beleggen in private equity of private debt. Dat blijkt onder andere uit een onderzoek van Preqin.

Alleen retailbeleggers alloceren nog minder naar private markten, hetgeen toe te schrijven is aan een gebrek aan kennis, maar ook aan de voor hen beperkte beleggingsmogelijkheden. Dat

**Figuur 2: Verhouding Global Bloomberg Barclays Aggregate Bond Index ten opzichte van totale obligatiemarkt**

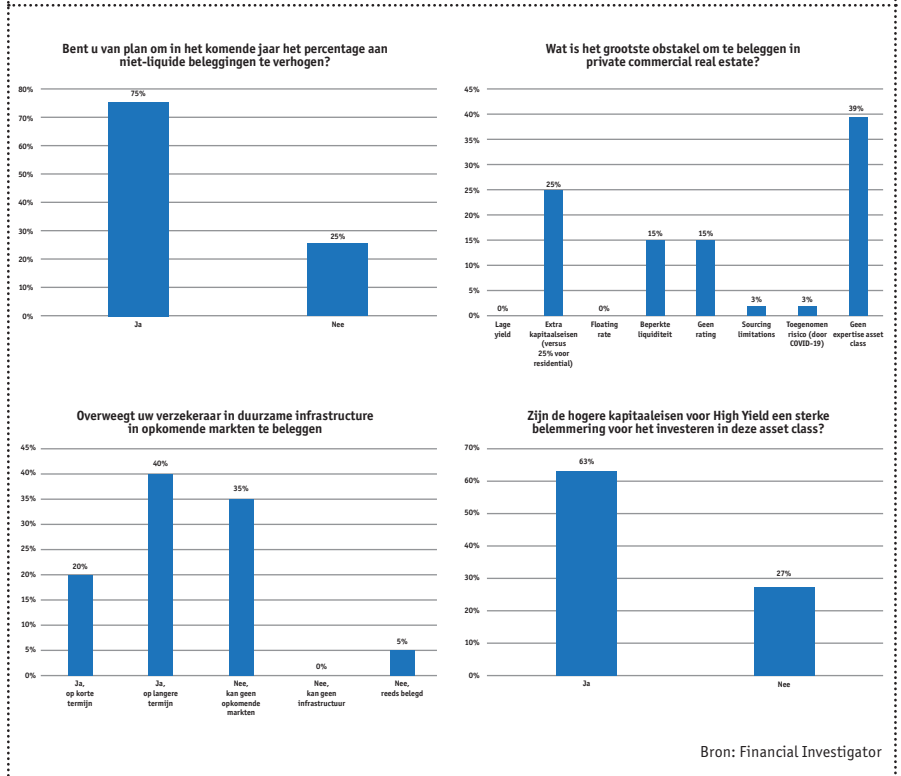


laatste argument geldt niet voor verzekeraars, omdat er voor institutionele beleggers inmiddels genoeg goede mogelijkheden zijn. Wat zijn dan de redenen waarom verzekeraars nog zo weinig in private equity beleggen? Die vraag kwam aan bod tijdens de Live Uitzending die Financial Investigator onlangs organiseerde over Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars. Tijdens dit event werden verschillende presentaties over private beleggingen of minder liquide beleggingen gehouden.

### UITKOMSTEN POLL-VRAGEN

Na een eerste peiling onder het (online) publiek tijdens de Live Uitzending bleek dat driekwart van de deelnemers verwacht dat er meer gealloceerd gaat worden naar private beleggingen. De verklaring waarom er door verzekeraars nog niet zo veel wordt belegd in private markten kan mogelijk worden gevonden in de uitkomst van een andere poll-vraag, die plaatsvond naar aanleiding van de presentatie over commercieel vastgoed. Hier moesten de deelnemers aangeven waarom er nog niet in deze private markt wordt belegd. De hogere kapitaaleisen en het ontbreken van expertise werden het vaakst genoemd. Ook het ontbreken van ratings en de beperkte liquiditeit werden als redenen

**Figuur 5: Uitkomsten poll-vragen tijdens Live Uitzending van Financial Investigator over Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars**



genoemd om niet te beleggen in commercieel vastgoed.

Een andere aanwijzing met betrekking tot de praktijk van beperkte beleggingen in private markten kan worden gevonden in de poll-vraag over het beleggen in high yield, een markt

die gedeeltelijk privaat is. Ook daar werden de hogere kapitaaleisen genoemd als reden om niet in deze beleggingscategorie te beleggen. Een van de fysiek aanwezige deelnemers, werkzaam bij een verzekeraar, gaf hierbij nog de aanvulling dat 'de meeste verzekeraars in Nederland niet bepaald goed zijn gekapitaliseerd en dat extra kapitaaleisen voor een bepaalde beleggingscategorie dus al snel een belemmering vormen'. Ondanks dit sentiment was het opvallend dat 60% van het (online) publiek verwachtte dat verzekeraars (meer) gaan beleggen in infrastructuur in de opkomende markten.

De eerste poll-vraag over de voorgenomen extra beleggingen in private markten door verzekeraars werd aan het eind van de Live Uitzending, na alle interessante lezingen en de panel-discussie, herhaald. Het percentage dat voornemens is (meer) te gaan beleggen in private markten was nog iets toegenomen. Educatie werkt dus blijkaar. Nu de praktijk nog. «

**Figuur 4: Gemiddelde allocatie naar private equity per type belegger**

