

Private equity als beleggingsmogelijkheid



Secundaries? First choice!

» Beleggen kun je op ontelbare manieren. En de mogelijkheden nemen nog altijd toe. In een donkergrijs verleden had men de keuze tussen een aandeltje of een obligatie, later volgden de beleggingsfondsen. Tegenwoordig zijn er ontelbare variaties op deze thema's. Clickfondsen, derivaten, commodities, maar zeker ook beleggen in private equity behoren al langer tot de uitgebreide reeks mogelijkheden om een portefeuille op een adequate manier te spreiden.

tekst **Ruud Stoop**

Zoals aandelen onderverdeeld kunnen worden in (bijvoorbeeld) diverse sectoren, zo is ook beleggen in private equity niet makkelijk onder een afdakje te plaatsen. Laten we eerst even formuleren waar deze vorm daadwerkelijk voor staat: het is beleggen in aandelen van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Dat kan gebeuren via een investering als venture capitalist in een start-up, zogenoemd durfkapitaal, waarbij risicodragend kapitaal aan ondernemingen in hun eerste levensfase wordt verstrekt. Maar ook kan kapitaal worden verstrekt aan langer bestaande

ondernemingen of er kan sprake zijn van een buy-out.

Private equity wordt gezien als een prachtig middel om het totale risico van een beleggingsportefeuille te verlagen. Dit vanwege de beperkte samenhang met andere beleggingscategorieën, zoals obligaties en op de beurs verhandelbare aandelen. Op lange termijn is het gemiddelde rendement op beleggingen in private equity ook nog eens duidelijk hoger dan die op bijvoorbeeld aandelen.

Er zijn echter ook nadelen verbonden aan een dergelijke belegging. De belangrijkste is zonder

twijfel de gebrekkige liquiditeit. Uitstappen is (soms) wel mogelijk, maar meestal uitsluitend tegen hoge kosten. Andere zwaarwegende factoren zijn de vaak forse beheerskosten, vaak in de regel aan de performance gerelateerde vergoedingen. Deze kosten worden natuurlijk wel vaak gecompenseerd door hogere rendementen. Ook kunnen de resultaten van private equity-ondernemingen onderling sterk verschillen. Pensioenfondsen, belangrijke investeerders in deze categorie, zullen hun beleggingen dan ook spreiden over diverse private equity beheerders.

Vindingrijke oplossing

Waar haken en ogen zitten aan een investering, zijn er ook partijen die deze blokkades met vindingrijkheid omzeilen. Zo kunnen beleggers gebruik maken van zogenoemde 'secondaries', waarbij men wél handelt in private equity, maar de verhandelbaarheid aanzienlijk wordt vergroot. Nog weinig partijen zijn op dit vlak

actief, in ons land is Greenpark Capital één van de nog zeldzame spelers. CEO Marleen Groen, zelf ooit de grondlegger van deze in Londen gevestigde partij: “Deze markt bestaat al sinds het begin van de jaren negentig en is mede ontstaan als gevolg van verminderde liquiditeit bij grote investeerders die van hun belangen af wilden.” De echte hausse ontstond pas na het knappen van de dotcom-ballon. Waarna als gevolg van de Basel II-regulering, waarin de solvabiliteitseisen voor banken zijn vastgelegd, ook veel banken besloten hun private equity-portfolio van de hand te doen. “Partijen als Société Générale en Dresdner zijn daar voorbeelden van.”

Het gevolg was een golfbeweging, andere risico-investeerders zagen immers wel brood in dergelijke ‘secondary interests’. Aanvankelijk was de belangstelling hiervoor nog beperkt, maar vooral de afgelopen tien jaar zien we een enorme groei aan investeringen binnen de private equity. “Niet vreemd, want als je iets wilt investeren, is private equity een uiterst attractieve asset class met gemiddeld aantrekkelijke rendementspercentages. De aanschaf van een ‘secondary’ vindt in de regel plaats tegen een aantrekkelijke discount, waardoor de rendementen toenemen en het risico afneemt. De rol van secondaries is daardoor de voorbije jaren sterk gegroeid. Ze zorgen voor extra liquiditeit voor investeerders in private equity”, aldus Groen. Van een nichemarkt is dus al lang geen sprake meer. Vaak wordt de vergelijking gemaakt met de aanschaf van een jonge occasion op de automarkt: de prijs is een stuk lager, terwijl de kinderziekten

verdwenen zijn. Een andere vergelijking komt van de hand van Marleen Groen zelf: “In plaats van het uitstrooien van zaadjes, koop je nu jonge plantjes in een tuincentrum.”

Geboorteland

Tien jaar geleden nestelde de Nederlandse zich tussen de partijen die zich op de private equity-markt bewogen. “Destijds waren er nog niet zo veel posities te verhandelen. De afgelopen zeven jaar is wereldwijd echter zo’n 700 miljard euro in private equity gestoken. In Europa was dat 200 miljard euro. Slechts een gering deel van die belangen wordt vervolgens weer verkocht en komt uiteindelijk terecht bij de zogenoemde ‘secondaries’.”

Een ideaal middel om risico’s te spreiden

Nog wat cijfers om de hoge vlucht van private equity te illustreren: in 1990 werd in het geboorteland van het durfkapitaal, de Verenigde Staten, nog geen acht miljard geïnvesteerd in private equity. Tien jaar later was dat al 110 miljard dollar. In Europa was de explosie iets minder hevig: van 6 miljard euro in 1990 naar 35 miljard tien jaar later. (Bron: Venture Economics). De markt voor secondaries groeide navenant.



In de voorbije jaren heeft Greenpark Capital twee fondsen gelanceerd. De eerste (in 2003) was 200 miljoen dollar groot, waarbij niet alleen kapitaal werd verworven in Europa, maar ook in het Verre Oosten, Amerika en het Midden-Oosten. Investeerders waren van diverse pluimage: variërend van verzekeringsmaatschappijen, familiebedrijven tot vermogensbeheerders. “Met die spreiding waren we heel content, het gaf meteen aan dat we bij een internationale groep investeerders een goede naam hebben gekregen. Er is natuurlijk een betrekkelijk kleine groep op deze manier actief, maar aan de andere kant is de mogelijkheid voor aantrekkelijke investeringen dan ook beperkt. Tijdelijk kon je je zelfs afvragen of er wel genoeg ruimte voor investeringen was. Belangrijk te weten is dat beleggers niet meteen het hele investeringsbedrag storten, maar zich committeren voor een bepaald bedrag. Bij een geschikte participatie wordt dan gestort.” Een echt track record is natuurlijk nog moeilijk toonbaar. “Maar van het geïnvesteerde bedrag in het eerste fonds is inmiddels meer dan de helft terug. De belangstelling voor het tweede fonds was van de zijde van beleggers voor het eerste fonds dan ook heel groot.”

Eerste levensfase

In de fondsen zitten weer meerdere participaties, waarbij Greenpark een voorkeur heeft voor investeringen in een orde van grootte tussen 15 en 50 miljoen dollar. “We zoeken naar partijen die de eerste levensfase achter de rug hebben, zeg maar minstens vier jaar bestaan en waarvan de boekwaarde aanzienlijk gedaald is. Daarnaast zijn we terughoudend als het gaat om investeringen in de IT-sector, gezien de overwaardering daarvan gedurende recente jaren.” Uiteraard gaat men ook bij andere sectoren allerm minst over een nacht ijs. “We bepalen de waarde van een onderneming aan de hand van uitgebreid onderzoek van alle beschikbare data.” Greenpark Capital is zelf vooral interessant voor de mega-beleggers, vanaf vijf miljoen dollar kan men investeren. Daarnaast zijn er voor de vermogende particuliere beleggers ook zogenoemde ‘feederfunds’, waarvan de ondergrens ligt op zo’n 80.000 euro.

Private equity is uiteraard niet zonder risico. “Veel van de venturefondsen waar begin deze eeuw geld voor is opgehaald, hebben geen overlevingskracht getoond. Maar er zijn ook partijen die wel overleefden. Die gedisciplineerd hebben gehandeld en



levensvatbaar zijn gebleken. Investeerders plukken daarvan de vruchten. Overigens petje af voor de managers die erin zijn geslaagd ondernemingen wél door de tunnel te krijgen.” Diezelfde managers vormen voor Groen een indicatie om te besluiten al dan niet in zee te gaan met een onderneming. “Ze zijn vaak zeer gedreven om succes te boeken, meestal omdat ze zelf ook een fors belang hebben in de onderneming. Bij gebleken succes is het niet alleen voor de investeerders ‘harvesttime’, ook de beleidsvoerders kunnen dan flink oogsten.” Dat betekent niet dat private equity dat wel in de verkoop komt louter rotzooi is. “Er zijn natuurlijk heel veel plausibele redenen om iets in de verkoop te zetten. Er kan simpelweg liquiditeit nodig zijn. Dan moet de onderneming wel een waarde vertegenwoordigen, anders krijg je er niets voor terug. Of de allocatie van een houder wijzigt: zoals recentelijk het geval was met een Franse verzekeraar die het belang in het buitenland wilde versterken. Ook kan

men om puur administratieve redenen een belang van de hand willen doen. Wie in de loop der jaren consistent heeft geïnvesteerd in private equity kijkt intussen tegen ruim honderd lijntjes aan. Men kan dan besluiten de meest recente aanwervingen te houden en de andere verkopen. Dat biedt ons de kans op een mooi en volwassen pakket.” Groen verwacht ergens in 2006 een nieuwe beleggingsmogelijkheid aan te kunnen bieden. “We kiezen voor een geleidelijk in de markt zetten van onze fondsen. Zo heeft men de tijd om familiair te raken met onze fondsen...” €

Waarom?

Enkele redenen waarom investeerders een private equity-belang van de hand willen doen:

- Verandering strategie van de onderneming, als gevolg van bijvoorbeeld financiële herstructurering of verandering van het management
- Gebrekkige kennis op het gebied van private equity
- Gebrekkige liquiditeit
- Investing op te lange termijn
- Ondermaatse performance
- Investing is van te geringe importantie
- Investing in een nieuw fonds

Voor investeerders kunnen er meerdere redenen zijn om te investeren in dergelijke private equity:

- Aantrekkelijke korting op de boekwaarde van de onderneming, zeker voor een ervaren koper
- Dergelijke investeringen bieden vaak meer zekerheid doordat er reeds eerdere investeringen hebben plaatsgevonden in de onderneming. Er bestaat meer zekerheid omtrent de eventuele kans op slagen.
- Versnelde kans op rendement op de investering

Rendementen Private Equity volgens een publicatie van Columbia Strategy:

Secondaries	27,19%
Buy-out transacties	14,72%
Early-stage ventures	22,26%

types of secondary transactions

