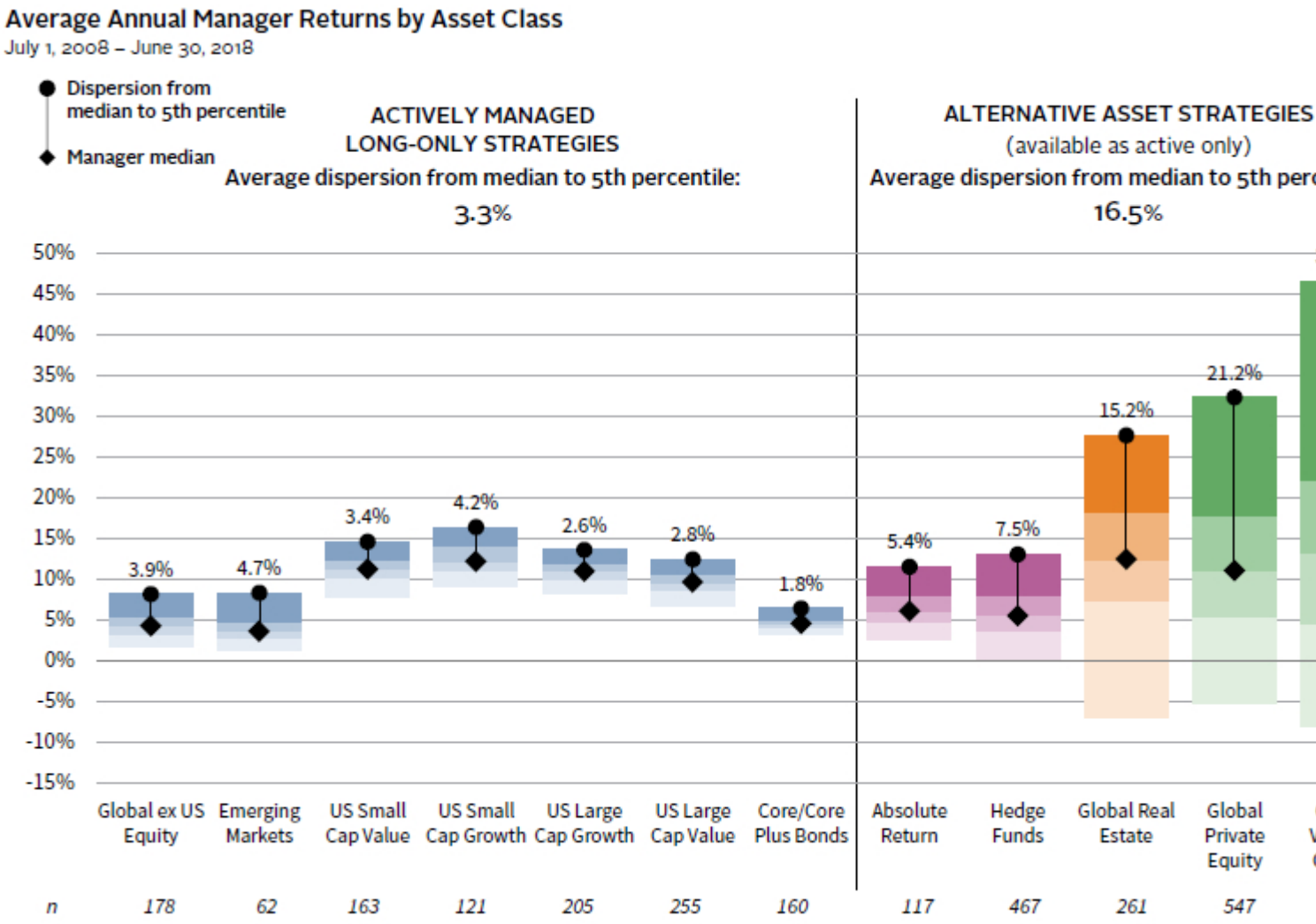
Co-investeringen en secondaries

Beschrijving

Implementatie speelt bij private equity een veel grotere rol dan bij beleggen op de beurs. Allereerst zijn de verschillen tussen de actieve fondsen en de indexfondsen periode niet zo groot op de beurs. Bij private equityis die dispersie juist zo extreem dat zelfs het gemiddelde rendement op private equity fondsen nog niet goed genoeg is. Het is zoeken naar het bovenste kwartiel of de bovenste decielen qua performance Selectie is dus veel belangrijker bij private equity. Wie daarnaast daadwerkelijk het private equity-rendement wil krijgen, doet er goed aan zo veel mogelijk en zo lang mogelijk vol belegd te zijn. Dat kan met behulp van co-investeringen en secondaries.



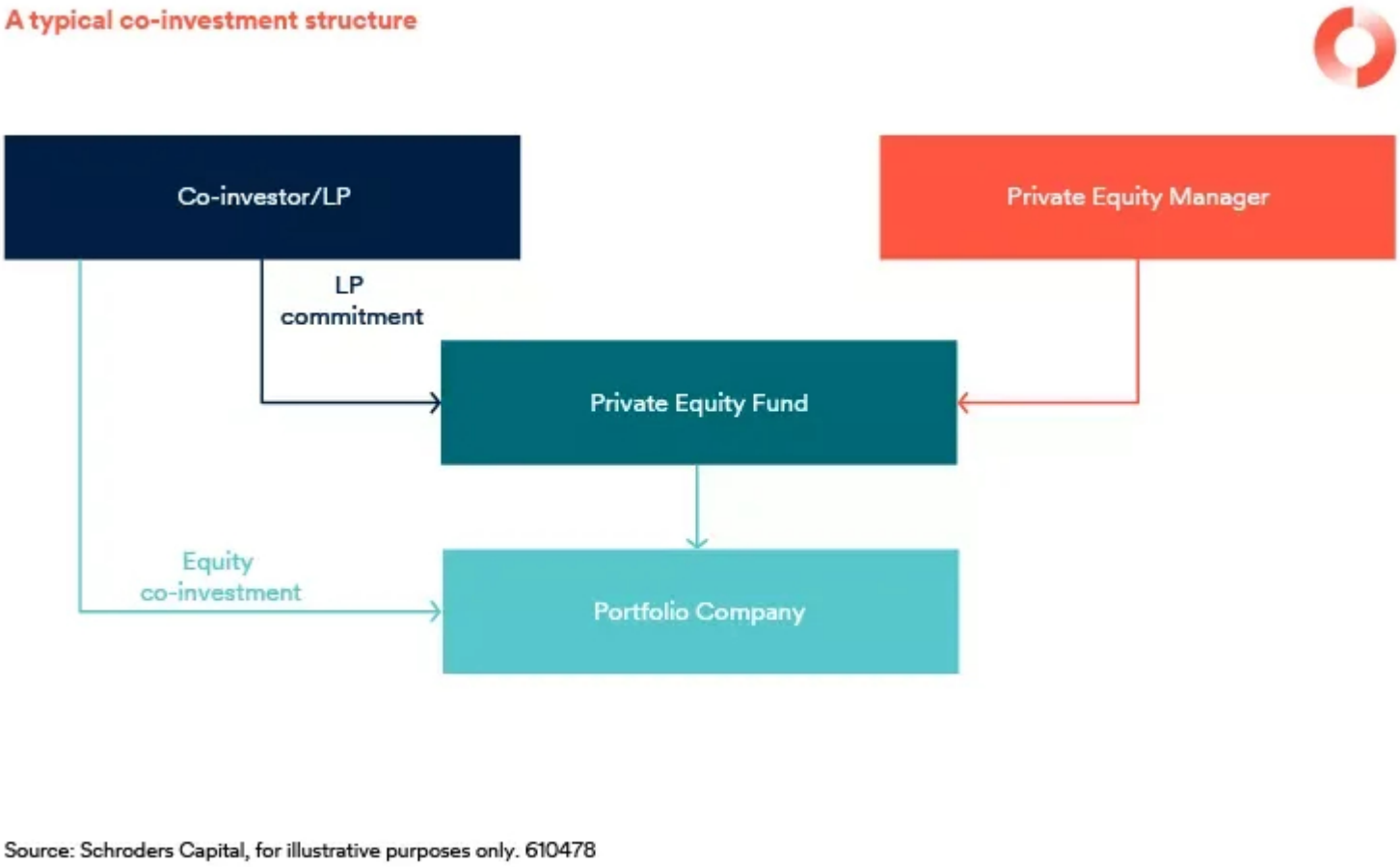
De noodzaak om vol belegd te zijn

Vol belegd zijn is bij private equity nog geen sinecure. Een typisch private equity-fonds loopt tien jaar, met een eventuele uitloop van 2 jaar. In de eerste vijf jaar wordt er geÃ¯nvesteerd, waarna desinvesteringen volgen in de vijf tot zeven jaar daarna. Het betekent dat er in de eerste vijf jaar veel kapitaal aan de zijlijn staat, kapitaal waar wel kosten over worden berekend, maar waar geen rendement tegenover staat. Soms is in het eerste jaar slechts 10 procent van het totale kapitaal belegd en in het vijfde jaar is dat gemiddeld 80 procent. Die 100 procent wordt meestal niet gehaald, ook omdat er al eerder geld terugvloeit uit de investeringen. Het rendement wordt altijd berekend over het geÃ¯nvesteerde deel. Als dat rendement wordt afgezet tegen het totale gecommitteerde en geÃ¯nvesteerde vermogen, dan mag men blij zijn als de helft van het rendement overblijft.

Co-investeringen private equity

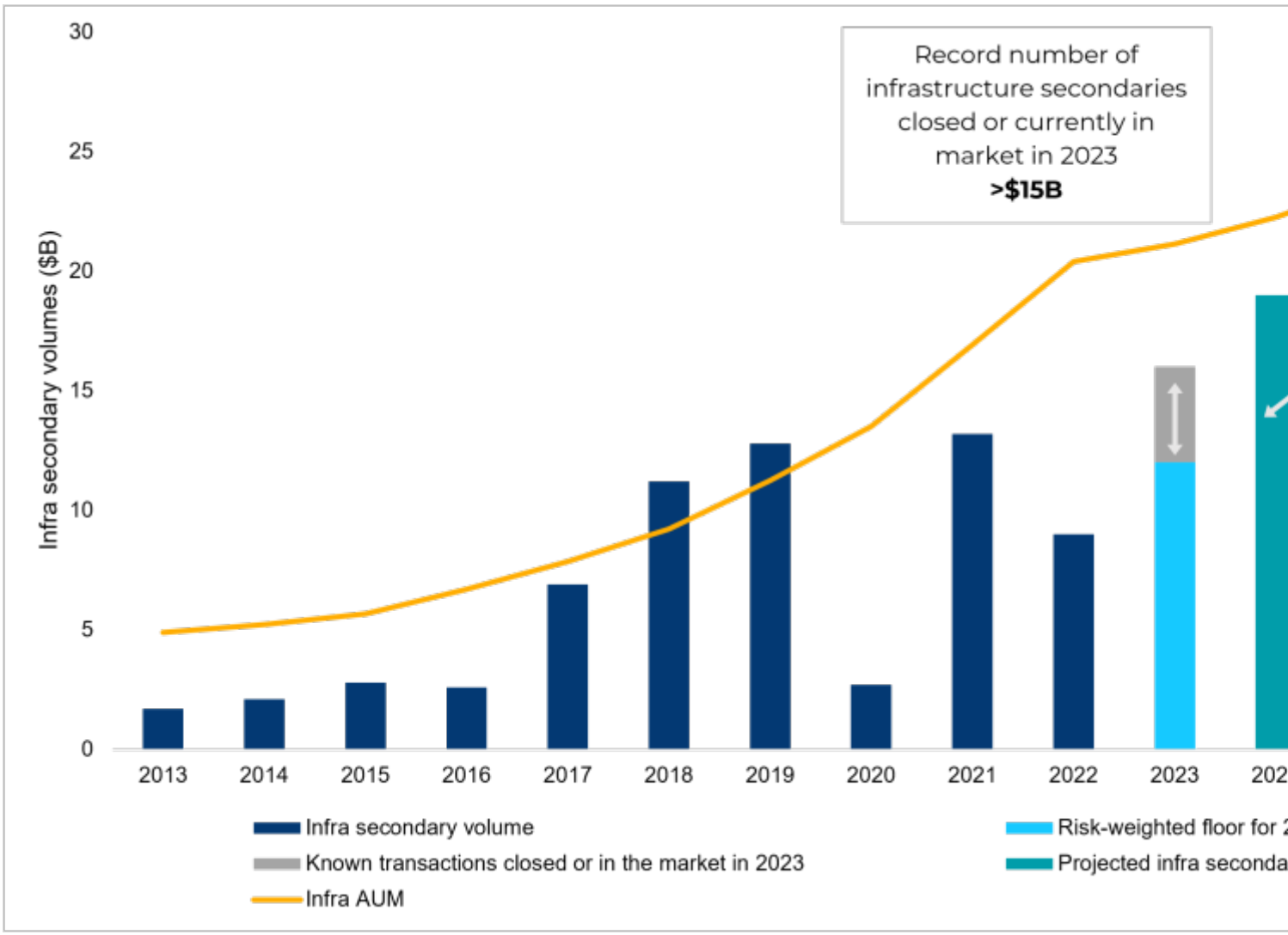
De eerste manier om het geld zoveel mogelijk aan het werk te krijgen is door middel van co-investeringen. Co-investeringen (co-investments) bieden verschillende potentiÃ«le voordelen, zoals

lagere vergoedingen, verbeterde nettorendementen, versnelde kapitaalimplementatie (of J-curve-mitigatie) en diversificatie. Ook bieden ze de mogelijkheid om sector- en geografische blootstellingen rechtstreeks te beheren. Co-investeren kan op verschillende manieren. Er zijn fondsen die uitsluitend werken als co-investering. Die richten zich op een specifiek bedrijf en een groot deel van de investering wordt op dag Ã©Ã©n opgevraagd, een fund-of-one. Het kan ook zijn dat een bestaand fonds een investering ziet, maar die te groot is en waarvoor de fondsbeheerder op co-investeerders stapt om specifiek voor deze aankoop investeerders te interesseren. Er zijn ook speciale co-investeringfondsen, met als nadeel wel weer een extra provisielaag. Soms zijn er ook beheerders die voor een deel van de portefeuille toegang bieden via een sidecar tot co-investeringen.



Source: Schroders Capital, for illustrative purposes only. 610478

Co-investeringen zijn goedkoop, want ze hoeven meestal niet mee te betalen aan de management fee en de carried interest. Wel is het van belang dat de LP voldoende uitnodigingen ontvangt om mee te investeren. Kleinere investeerders (en in de wereld van private equity kunnen dat zelfs vermogens zijn van vele miljarden) zien niet de volledige dealflow. Daarom is het juist hier ook belangrijk om samen te werken met de grootste investeerders op dit gebied, zoals Mercer, ook omdat men hier extra profiteert van de selectievaardigheden.Co-investeringen bieden ook toegang tot unieke investeringsmogelijkheden die anders ontoegankelijk zouden zijn. Veel private equity deals, vooral in de middenmarkt, worden niet breed op de markt gebracht en zijn vaak alleen beschikbaar voor een selecte groep beleggers. Door co-investeren kunnen investeerders toegang krijgen tot deze exclusieve mogelijkheden, waardoor ze mogelijk groeiperspectieven ontdekken die buiten de gebaande paden liggen.



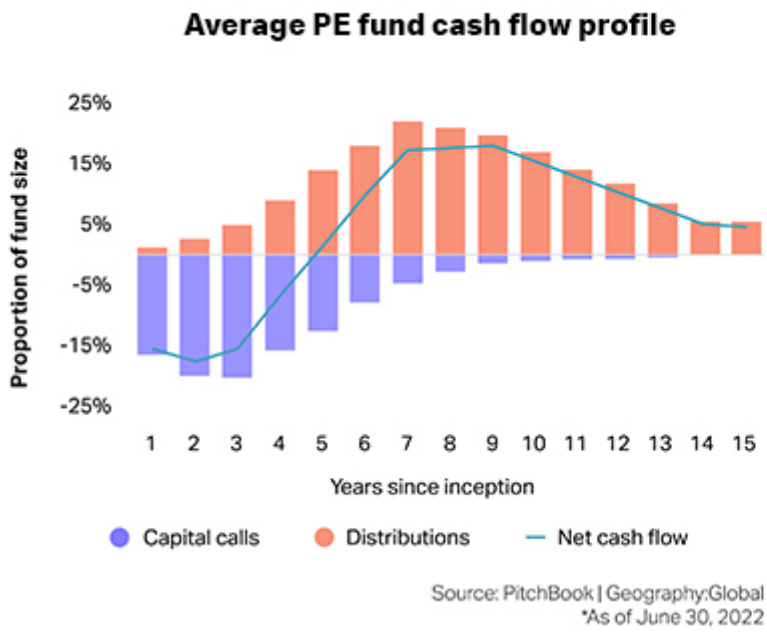
Secondaries private equity

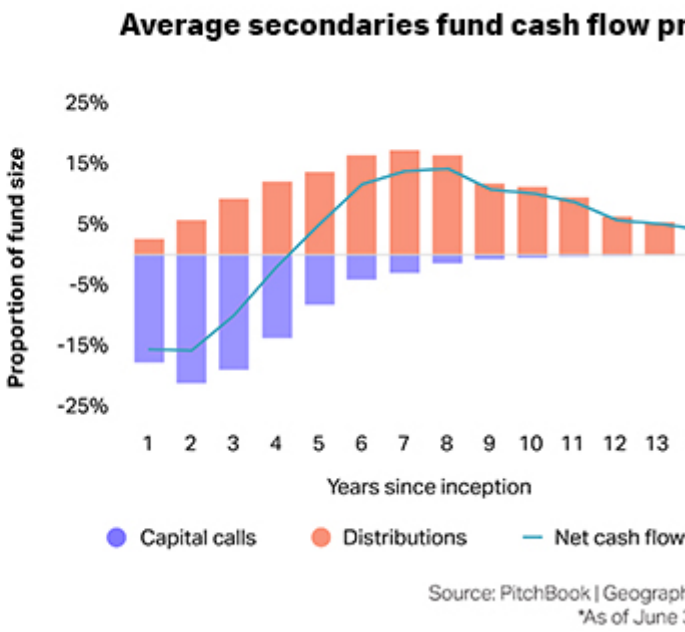
Met secundaire transacties (â??secondariesâ?•) wordt meestal het kopen en verkopen van bestaande posities van investeerders in private equity fondsen bedoeld. Secondary beleggingen kunnen beleggers helpen om sneller het gewenste niveaus van spreiding en looptijd in private equity portefeuilles te bereiken, dan wanneer er alleen sprake is van beleggingen binnen een traditioneel (primair) fonds. Het risico bij secondaries is minder groot dan bij primaire fondsen. Bij primaire fondsen zijn er nog geen investeringen, men moet afgaan op de â??blauwe ogenâ?? van de GP. Secondaries hebben al geÃ¯nvesteerd, zitten daardoor verder op de J-curve en omdat ze dichter bij de exit zitten, is de kans op uitkeringen op korte termijn groter.

Exhibit 2: Market Map of Secondary Managers[5]

Source: Cliffwater internal data and analysis. May not be comprehensive or complete and is subjective.

Kopers van secondaries kunnen soms een korting bedingen ten opzichte van de intrinsieke waarde, met name als er bij de verkoper behoefte is aan liquiditeit. Bijn institutionele beleggers kan dit komen door een heroriÃ«ntatie van de strategie. Denk bijvoorbeeld aan de Britse pensioenfondsen die dreigden binnen enkele uren failliet te gaan als gevolg van de problemen met de Leveragde LDI portefeuilles. Bij andere LPâ??s is een faillissement bijvoorbeeld een reden (voor de curator) om te verkopen. Dat speelt vooral een rol bij LPâ??s die overalloceren Het mag duidelijk zijn dat dergelijke gedwongen verkopen meestal geen premie krijgen, maar vaak wel een korting. Net als bij co-investeringen is vaak al duidelijk hoe de portefeuille er uitziet. Meestal zijn de kosten bij secondary fonden ook lager dan bij de traditonele (primaire) fonden.





De groei van de markt voor private equity secondaries betekent ook dat er sprake is van liquiditeit in een beleggingscategorie die eigenlijk niet liquide is. Normaal gesproken is er bij illiquide beleggingen sprake van een liquiditeitspremie in de vorm van een hogere vergoeding dan bij liquide beleggingen. Een hogere vergoeding betekent feitelijk een lagere waardering en het feit dat een illiquide steeds meer liquide wordt, betekent op zich al dat er upside zit in de waardering. Bovendien helpt de handel in secondaries om beter zich te krijgen op de onderliggende waardering. Er zijn namelijk verschillende methodes om private equity te waarderen, maar er is er niet Ã©Ã©n zo goed als een feitelijke transactie.

Groei van de markt biedt meer mogelijkheden

De groei van de markt voor co-investeringen en de groei van de markt voor secondaries biedt duidelijk meer mogelijkheden bij een optimale invulling van een private equity portefeuille. De kosten gaan omlaag en mede daardoor gaat het rendement omhoog. Het helpt om het negatieve deel van de J-curve te omzeilen en er is ook meer zekerheid over het rendement vergeleken bij traditionele private equity fondsen. Tot slot is een portefeuille van secondaries per definitie meer liquide dan een traditioneel private equity fonds. Secondaries die regelmatig worden verhandeld zijn namelijk meer liquide dan traditioneel private equity.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer