De drie valkuilen van private equity

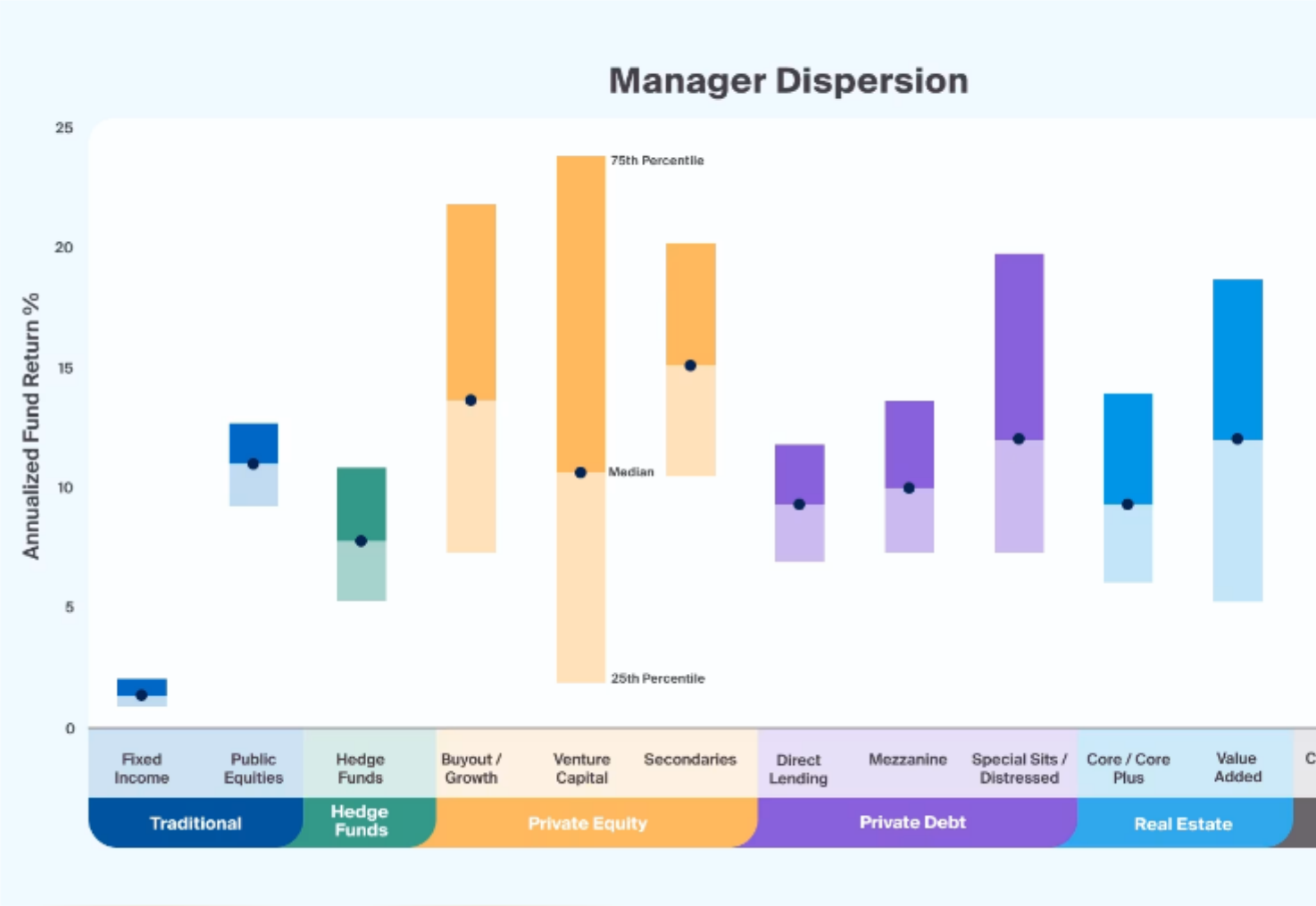
Beschrijving

Er breken betere tijden aan voor private equity nu centrale banken beginnen met het verlagen van de rente en er weer sprake is van meer fusies en overnames. Private equity speelt een belangrijke rol in de transformatie van bedrijven. Als een bedrijf eenmaal beursgenoteerd is, blijkt het bijzonder lastig voor veel bedrijven om zich aan te passen aan snel wijzigende omstandigheden. In private handen is die flexibiliteit er wel, maar in tegenstelling tot de beurs is het opnemen van private equity in portefeuille meer dan een simpele druk op de knop. Er zijn ruwweg drie valkuilen.

Selectie private equity

In tegenstelling tot fondsen die beleggen in beursgenoteerde bedrijven zijn de verschillend in rendement (de dispersie) buiten de beurs veel groter. Op de beurs is het beheren van een portefeuille niet veel meer dan kopen en verkopen. Buiten de beurs zijn er veel meer mogelijkheden. De private aandeelhouder wordt feitelijk een soort ondernemer die over veel meer mogelijkheden beschikt dan bij het beheren van een portefeuille van beursgenoteerde aandelen. Dat is ook exact de reden waarom het rendement op private equity hoger is dan het rendement op beursgenoteerde aandelen.

Dispersion of performance between funds in alternative asset classes has fa
that of traditional strategies, heightening both risk and opportunity (Exhibit 1



Nu zijn er wel mensen die stellen dat het rendement van private equity nagebootst kan worden met een portefeuille van beursgenoteerde smallcaps in combinatie met leverage. Dat was dan wel in een tijd dat er met smallcaps nog een enigszins toonbaar rendement kon worden behaald. Die tijd ligt alweer even achter ons. Het klopt wel dat het rendement op met name Amerikaanse aandelen sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis vergelijkbaar is met het rendement op private equity. Alleen komt dat vooral omdat Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven met de hete adem van private equity in hun nek zich gingen gedragen als private equity. De balans werd geoptimaliseerd door de inkoop eigen aandelen, mogelijk gemaakt door de extreem lage rente.

Leverage

Verder is leverage op een portefeuille met aandelen iets totaal anders dan leverage op een private equity portefeuille. In het eerste geval kan die leverage elk moment worden ingeroepen door de financier, bij private equity is er meestal sprake van een gedegen convenant. Het maakt daardoor nogal een verschil op je het slechtste moment gedwongen wordt om aandelenposities te liquideren of dat je

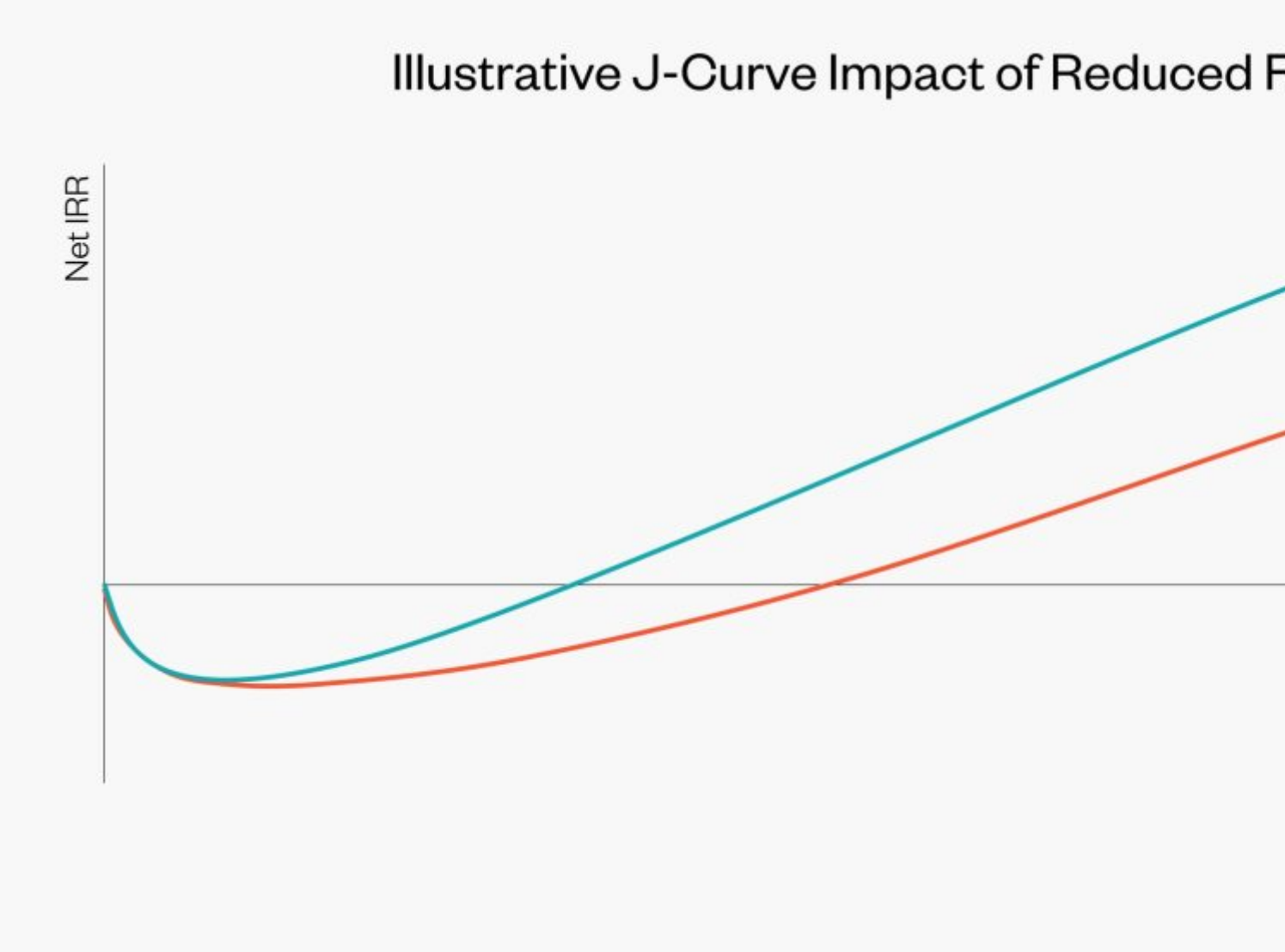
kunt blijven zitten zoals in een private equity fonds

Pas op voor de grote namen

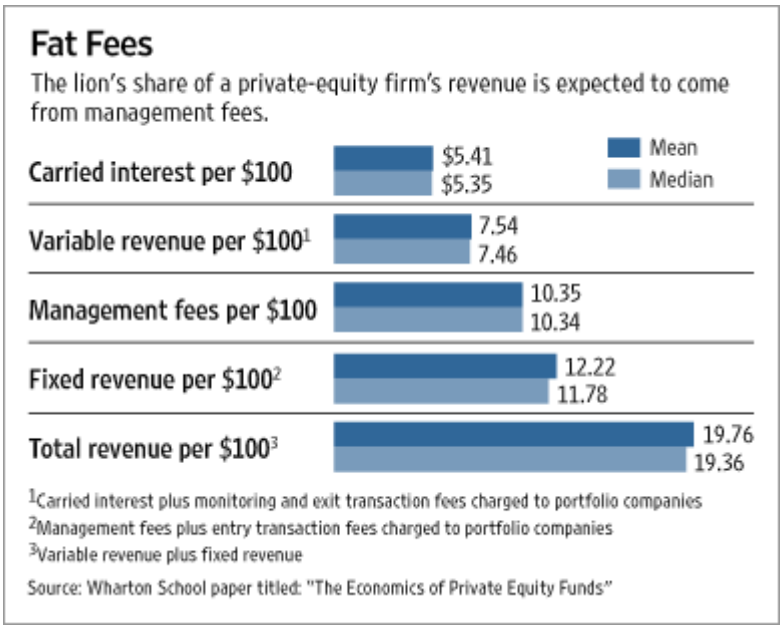
Selectie is niet eenvoudig. Veel grote private equity fondsen, met name miljardenfondsen van klinkende namen, die afgelopen jaren vooral waarde konden toevoegen door leverage en de arbitrage in waardering, lopen nu het risico dat ze het nagestreefde rendement niet gaan halen. Dit terwijl kleinere fondsen die vooral streven naar winstgroei (groei ebitda) vaak minder gebruik maken van leverage en waar die winstgroei zorgt voor een hogere waardering. Wat dat betreft zijn de fondsen van de grote namen in private equity wat dat betreft eerder een risico dan een kans. Dat wordt nog versterkt door het feit dat bij het aan de man brengen van private equity vooral de nadruk wordt gelegd op de klinkende namen.

Kosten

De kosten bij beleggen gaan altijd ten laste van het rendement. Nu zijn de kosten bij private equity hoger dan bij het beleggen in aandelen. Dat begint al met de vaste kosten die vaak ook nog eens worden berekend over het gecommitteerde kapitaal en niet over het geÃ¯nvesteerde kapitaal. Bij een fonds dat net is begonnen en waar slecht een klein deel van het gecommitteerde kapitaal is geÃ¯nvesteerd, realiseren veel participanten zich dat pas achteraf. De oplossing is eenvoudig, kies voor oplossingen die focussen op zo volledig mogelijk geÃ¯nvesteerde portefeuille, bijvoorbeeld met behulp van co-investeringen of secondaries.



Naast de vaste kosten zijn er ook variabele kosten in de vorm van een aandeel in de overwinst. Deze â??carryâ?? is vereist om de beste mensen aan te trekken. Ter vergelijking. Op de beurs adviseren de bekende consultancybureaus tegen hoge tarieven beursgenoteerde bedrijven, maar gaat het desondanks vaak fout in de implementatie. De consultancykosten worden op de beurs niet gezien als de kosten van het beleggen in aandelen. Op het moment dat de betere consultants gaan werken voor een private equity bedrijf dan worden diezelfde kosten opeens wel gerapporteerd als kosten. Dat terwijl de implementatie bij private equity meestal veel beter verloopt.



Meeliften met institutionele beleggers

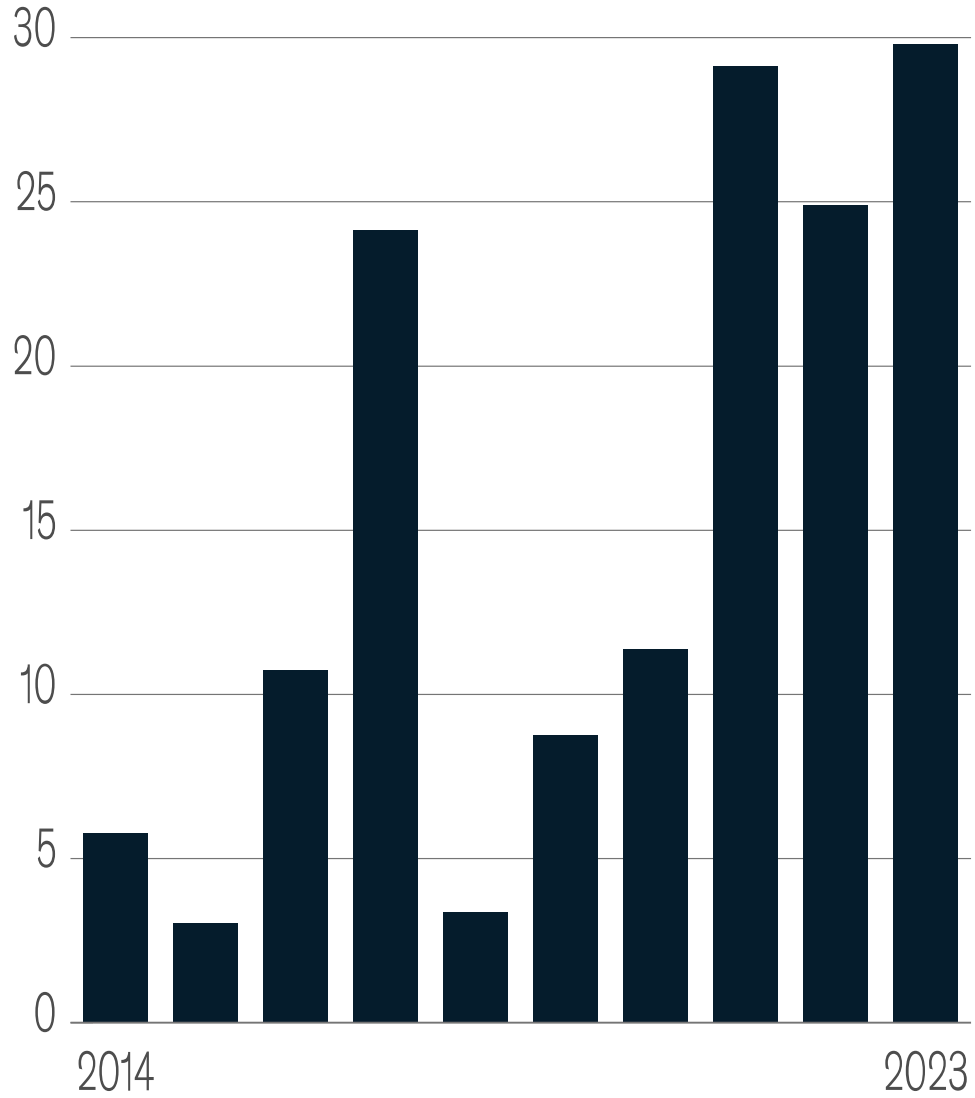
In de praktijk blijkt dat met name grotere beleggers goed kunnen onderhandelen over de kosten. Met name institutionele beleggers (pensioenfondsen) zijn vaak veel goedkoper uit door hun omvang, ook omdat veel besturen van pensioenfondsen twee typisch Nederlandse zaken belangrijk vinden: kosten en duurzaamheid. Wie de kosten bij private equity laag wil houden, moet niet alleen zorgen dat de portefeuille zo volledig mogelijk is geÃ¯nvesteerd, maar moet tegelijk ook gebruik maken van partnerships die kunnen meeliften op de institutionele kostenvoordelen.

Implementatie private equity

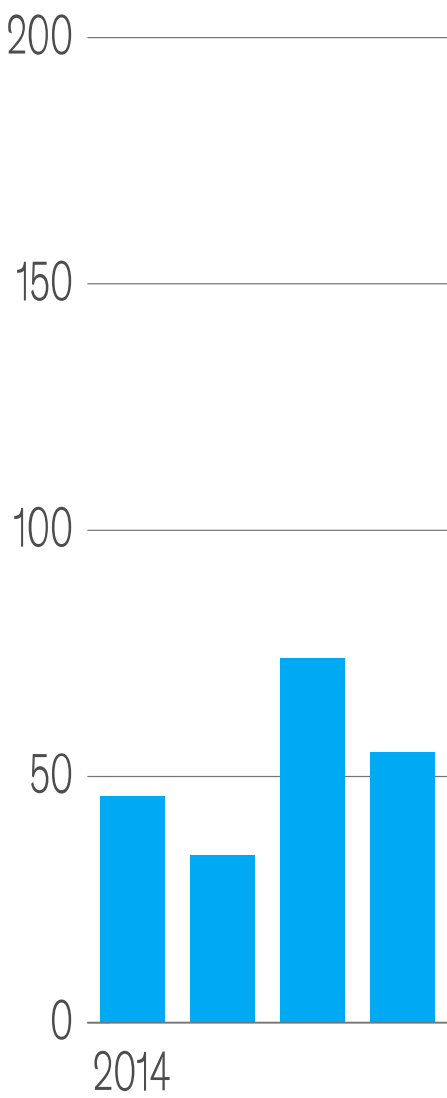
Veel beginnende investeerders investeren in private equity op basis van wat toevallig voorbijkomt. Er zijn wereldwijd duizenden private equity fondsen, maar in de praktijk blijkt dat vaak die partij wordt geselecteerd waarvan de afdeling verkoop een bezoek heeft gebracht. Dat lijkt een beetje op de praktijken zoals aandelen werden verkocht in de jaren tachtig en negentig. Er was altijd wel een â??tip van de weekâ?? of een â??fonds van de maandâ??. In een goed gespreide portefeuille is de verdeling over verschillende private equity fondsen een gevolg van de verdeling over regioâ??s, de verschillende type fondsen en vooral op basis van een uitgebreide selectie.

Japan's private equity transaction value has grown subst three years.

Annual value of private equity deals, Japan,[1]
$ billion



Number of disclosed p over $10 million, Japan



[1]Includes deals with announced value more than $10 million and nonclosed, definitive-agreement status deals. Excludes industry deals, and deals with investor-type sovereign wealth funds. Data for 2023 as of July 31.
Source: *AVCJ* (*Asian Venture Capital Journal*) database

Veel Nederlandse beleggers blijven vaak hangen in Nederlandse fondsen. Hoewel Nederland in internationaal opzicht niet slecht scoort op het gebied van private equity, zijn er slechts enkele Nederlandse fondsen die internationaal tot de top behoren. Bovendien blijft men hierdoor ook te sterk afhankelijk van de ontwikkeling van Nederlandse economie. Dat terwijl veel private equity investeerders de Verenigde Staten zien als belangrijkste uitvalsbasis. Recent is er ook een sterke ontwikkeling geweest in Japan, mogelijk gemaakt door Abenomics. Afgelopen week was het groot nieuws dat 7-eleven, dat toch wel gezien mag worden als onderdeel van de Japanse cultuur, overgenomen gaat worden door het Canadese Couche-Tard. Voor private equity zijn Japanse bedrijven (die per saldo geen schulden hebben) uiterst interessant. Het is of we weer terug zin naar het begin van de jaren tachtig.

Kasstromen

Het streven om zo volledig mogelijk geÃ¯nvesteerd te zijn, betekent ook dat er bij de implementatie veel aandacht moet zijn voor de verschillende kasstromen. Vooral het goed matchen van die kasstromen komt ook ten goede aan het rendement, dus dit is het deel waar de investeerder veel waarde kan toevoegen. Alleen als er oog is voor de selectie, de kosten en de implementatie dan kan private equity van grote toegevoegde waarde zijn in een beleggingsportefeuille.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer