



# Private equity & private debt

---

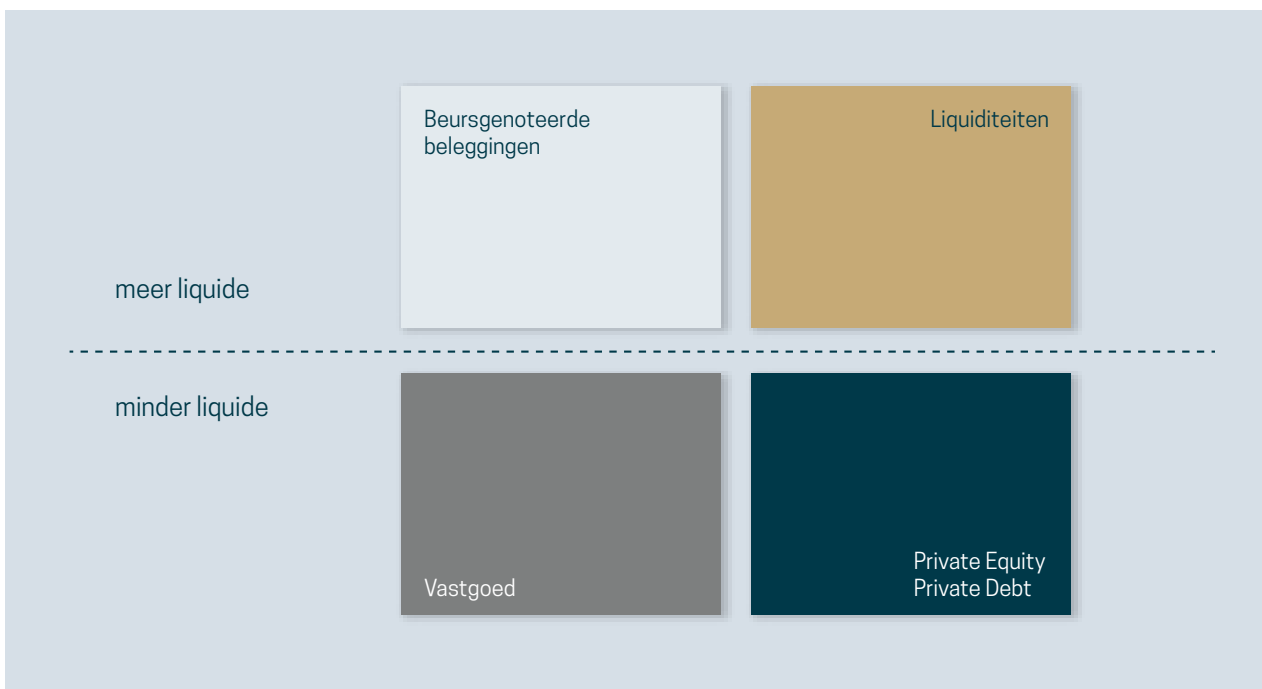
bij Auréus



# Beleggen in private markten

Een goed gespreide portefeuille bestaat uit meer dan beursgenoteerde beleggingen. Vaak zien we de behoefte een deel van het vermogen te alloceren aan beleggingen die minder gevoelig zijn voor **volatiliteit** (koersschommelingen).

Zo ontstaat een brede vermogensverdeling over **liquide** beleggingen en **minder liquide** beleggingen.



Beleggingen in **private markten** zijn beleggingen buiten de effectenbeurs. Deze **niet-beursgenoteerde beleggingen** omvatten uiteenlopende strategieën, waarin wordt belegd in een diversiteit aan markten en beleggingscategorieën. De belangrijkste en meest bekende categorieën zijn

- **vastgoed**
- **private equity** (beleggingen in niet-beurs-genoteerde bedrijven) en
- **private debt** (leningen die niet via de bank of de kapitaalmarkt worden verschaft maar onderhands).

# Verschil Private equity & private debt

---

## Private equity

Beleggers in **private equity** beleggen in aandelen van niet-beursgenoteerde bedrijven.

Een private equity investering varieert van het participeren in start-ups en jonge bedrijven (**venture capital**) tot het financieren van de overname van gevestigde bedrijven (**buyout**).

## Private debt

Private debt is de verzamelnaam voor financieringen die niet door banken worden verstrekt of door gebruik te maken van de kapitaalmarkt, maar door private en institutionele beleggers (vaak via fondsen).

Anders dan bij private equity is een **private debt** belegger dus een leningverstrekker en geen aandeelhouder.

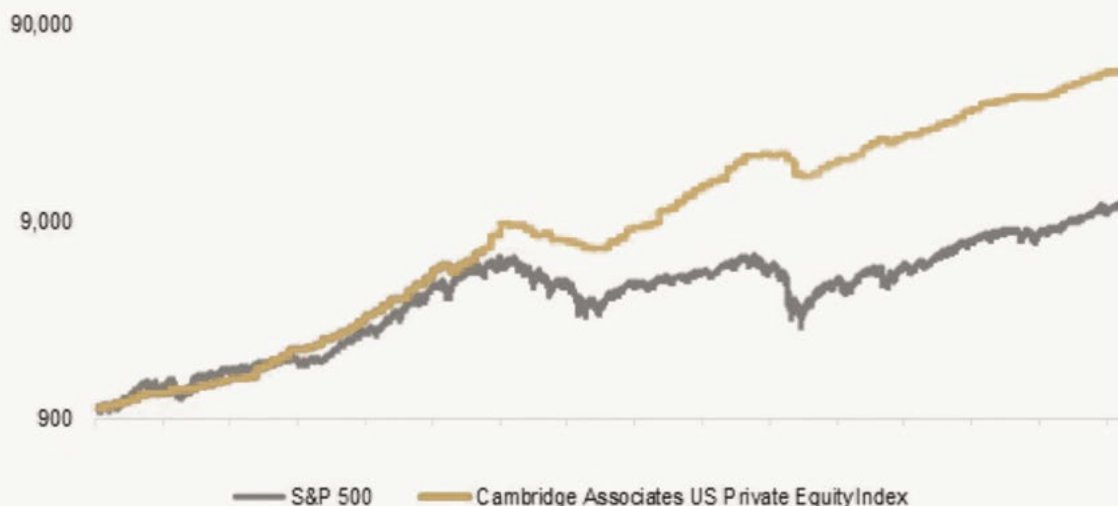
# Meer over private equity

## Beursgenoteerd versus niet-beursgenoteerd

In verschillende vergelijkingen met beursgenoteerde aandelenbeleggingen blijkt dat het **rendement** op niet-beursgenoteerde aandelen (private equity) behoorlijk veel beter is. In de grafiek hieronder is bijvoorbeeld het rendement van de Amerikaanse private equity markt vergeleken met Amerikaanse beursgenoteerde aandelen (S&P 500 index).

Het meest in het oog springende verschil tussen investeren in private equity en beleggen in beursgenoteerde aandelen, zit in het hebben van een **beursnotering**. Omdat beursgenoteerde aandelen vaak verspreid zijn over een grote groep beleggers heeft de individuele belegger **weinig invloed** en het bestuur veel autonomie. De overheid ziet daarom met vergaande wet- en regelgeving toe op het waarborgen van een deugdelijk bestuur.

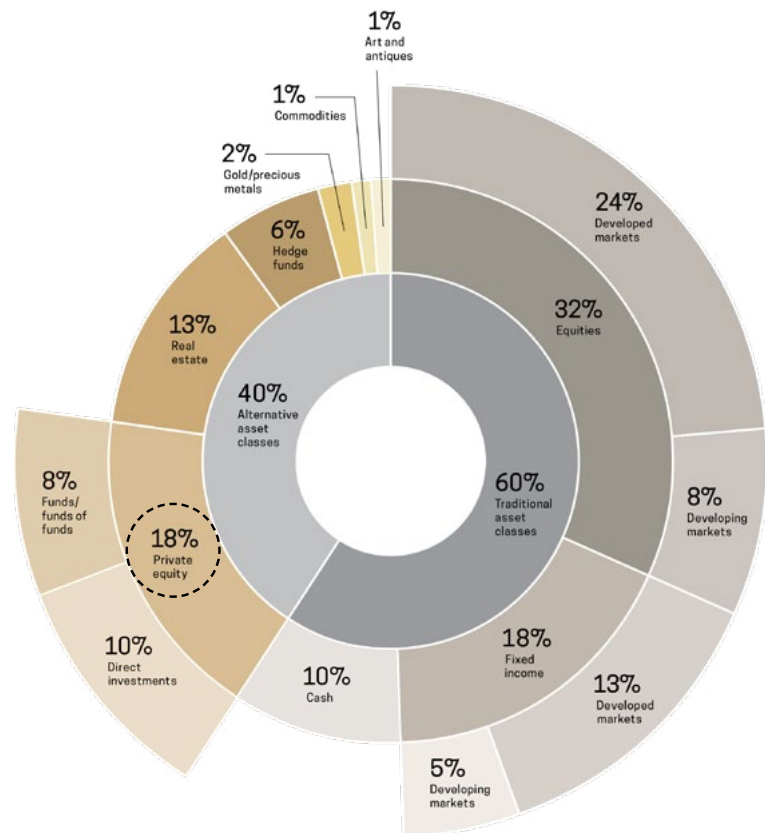
Om aan de wettelijke eisen te voldoen is de focus van beursgenoteerde bedrijven veel gericht op interne controle en compliance. Wanneer een bestuur meer kijkt naar risico's dan naar kansen, gaat dit ten koste van **ondernemerschap**. Dit bezwaar zien we bij private equity niet of in elk geval in veel mindere mate.





## Private equity als onderdeel van de beleggingsmix

Wereldwijd wordt meer belegd in beursgenoteerde aandelen dan in private equity, maar het belang van private equity groeit. Zo wordt in grote familievermogens al circa **36%** van het aandelenbelang belegd in niet-beursgenoteerde aandelen en de verwachting is dat dit percentage de komende jaren zal groeien richting circa **50%**.



Gemiddelde strategische asset allocatie van grote familievermogens in 2020. Bron: UBS; Global Family Office Report 2021

Ervan uitgaande dat private equity gemiddeld tot **hogere rendementen** leidt dan beursgenoteerde aandelen, draagt het toevoegen van private equity bij aan verbetering van het rendement van een beleggingsportefeuille. Daarnaast heeft het toevoegen van beleggingen in private markten in het algemeen een **gunstige invloed op risico** (diversificatie leidt tot risicobeperking). Weliswaar is de **correlatie** (samenhang) tussen private equity en beursgenoteerde aandelen relatief hoog, toch zal een goed gespreide mix van private equity fondsen een bijdrage leveren aan verlaging van het risico van de totale beleggingsportefeuille.



## Private equity

### Beleggen in Private equity fondsen

Een rechtstreekse investering in één onderneming beschouwen wij binnen Auréus niet als een onderdeel waar we als beleggingsonderneming voor ingericht zijn en waar we toegevoegde waarde kunnen bieden. Auréus richt zich bij het beleggen in private equity daarom op fondsen en zogenaamde fund-of-funds. Veel private equity fondsen zijn opgezet in een typische closed-end structuur met een looptijd van circa 10 tot 12 jaar.

#### Kenmerken closed-end private equity fonds

Een typisch private equity fonds is een closed-end fonds met een vaste looptijd, waarbij eerst het kapitaal wordt opgehaald bij een groep investeerders en geleidelijk wordt geïnvesteerd. Een door een investeerder toegezegd kapitaal wordt een **commitment** genoemd.

Het geleidelijk opvragen van kapitaal wordt gedaan door **capital calls**, waarbij het fonds steeds vraagt om een deel van het commitment over te maken naar het fonds, zodra het fonds een investering doet in een bedrijf. Investeerders moeten hun gecommitteerde kapitaal dus reserveren voor de capital calls die het fonds in de loop van de tijd zal gaan doen ('afroepen').

De looptijd van een closed-end private equity fonds is doorgaans 10 tot 12 jaar. Deze looptijd is (vereenvoudigd uitgelegd) veelal opgebouwd in 2 keer 5 jaar. Gedurende de eerste 5 jaar investeert het fonds in een aantal bedrijven en gedurende de tweede

5 jaar is het beleid erop gericht deze bedrijven te verkopen (**exit**).

Omdat de succesvolle verkoop van een bedrijf om uiteenlopende redenen niet altijd eenvoudig is wordt voorzichtigheidshalve een periode van 1 tot 2 jaar aan de totale looptijd toegevoegd, mocht het nodig zijn om meer tijd te hebben om de verkoop van alle bedrijven te realiseren. De totale looptijd komt daarmee op 10 tot 12 jaar.

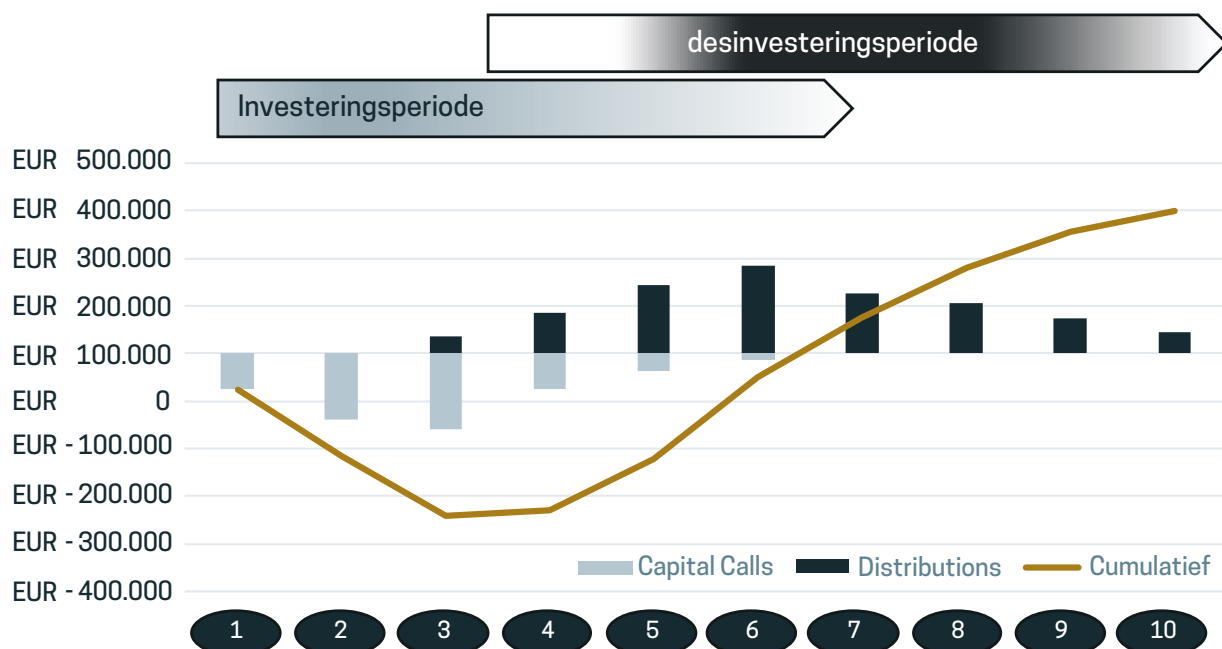
Investeerders in een closed-end private equity fonds realiseren het rendement van hun fondsbelegging pas in de latere fase van het fonds. De eerste fase is immers gericht op investeren. Er is dus geen sprake van een min of meer gelijke verdeling van het rendement over de jaren.

Bovendien gaat het aan het fonds toegezegde kapitaal geleidelijk aan het werk en komt het ook weer geleidelijk terug, voornamelijk wanneer bedrijven (gedeeltelijk) worden verkocht. Op de 'top' van een fondsperiode is het toegezegde kapitaal meestal voor slechts 75% à 80% belegd.

## Private equity

### De J-curve

In de regel is het rendement op private equityfondsen in de eerste jaren negatief. Wanneer de bedrijven waarin het fonds investeert in latere jaren in waarde toenemen boekt het fonds stijgende rendementen. De negatieve rendementen bij aanvang zijn het gevolg van kosten en van investeringen die nog moeten rijpen en mogelijk slecht presterende bedrijven die in de beginfase worden afgeschreven.



Gedurende de investeringsperiode zal het fonds geleidelijk toegezegde bedragen opvragen bij beleggers (**capital calls**). Pas in latere jaren mag verwacht worden dat het fonds aan beleggers zal uitkeren (**distributions**). Het rendement voor een belegger is ongelijk verdeeld over de jaren van de looptijd. Dit staat bekend als de **J-curve**, naar de lijn in de grafiek op deze pagina. Beleggers in private equity en private debt moeten hiermee rekening houden bij de cashflow- en resultaatontwikkeling.

## Private equity

### Onderverdeling in soorten investeringen (1)

**Private equity** beschouwen wij als de verzamelnaam voor beleggen in **niet-beursgenoteerde bedrijven**. Binnen deze beleggingscategorie kan vervolgens onderscheid worden gemaakt in de verschillende **fases waarin wordt geïnvesteerd**:

#### Buyout capital

**Buyout capital** staat voor investeren in grotere en meer volwassen ondernemingen. Waardegroei van de investering kan bijvoorbeeld worden bereikt door strategische, structurele en operationele aanpassingen.

#### Growth capital

**Growth capital** (of groeikapitaal) is kapitaal dat wordt geïnvesteerd in relatief volwassen bedrijven die geld nodig hebben om activiteiten uit te breiden, te herstructureren of nieuwe markten te verkennen en te betreden. Groeikapitaal heeft tot doel bedrijven te faciliteren om de groei te versnellen.

#### Venture capital

**Venture capital** is de benaming voor beleggen in start-ups en jonge (snel) groeiende ondernemingen met weinig tot geen track record. Venture capital wordt ook wel durfkapitaal genoemd.





## Private equity

### Onderverdeling in soorten investeringen (2)

Naast het onderscheid in **fases** waarin wordt geïnvesteerd, is er nog een onderscheid te maken als we beleggen in private equity fondsen. Voor een goed begrip lichten we onderstaand de volgende drie begrippen toe:

#### Primaries

We spreken van **primary investments** (of kortweg **primaries**) als je als belegger instapt in een private equity fonds wanneer het fonds wordt geïntroduceerd.

Als primary belegger geef je een **commitment** bij de start van het fonds. Het toegezegde kapitaal wordt dan dus geleidelijk geïnvesteerd.

Dit is voor particuliere beleggers de meest voorkomende vorm.

#### Secondaries

Als bestaande commitments van beleggers aan private-equity fondsen worden overgenomen, is sprake van **secondary investments** (of kortweg **secondaries**). De overnemer neemt zowel de reeds bestaande beleggingen in het lopende fonds over als de resterende betalingsverplichtingen (toekomstige **capital calls**) uit hoofde van het commitment.

Voor de overdrager kunnen er verschillende redenen zijn om zijn of haar 'primary' over te dragen, zoals bijvoorbeeld een wijziging in het beleggingsbeleid. Voor een overnemer zit het voordeel in de snelheid waarmee zijn of haar kapitaal aan het werk wordt gezet. Er worden immers ook al bestaande beleggingen overgenomen. De (resterende) looptijd is korter dan de looptijd van een primary.

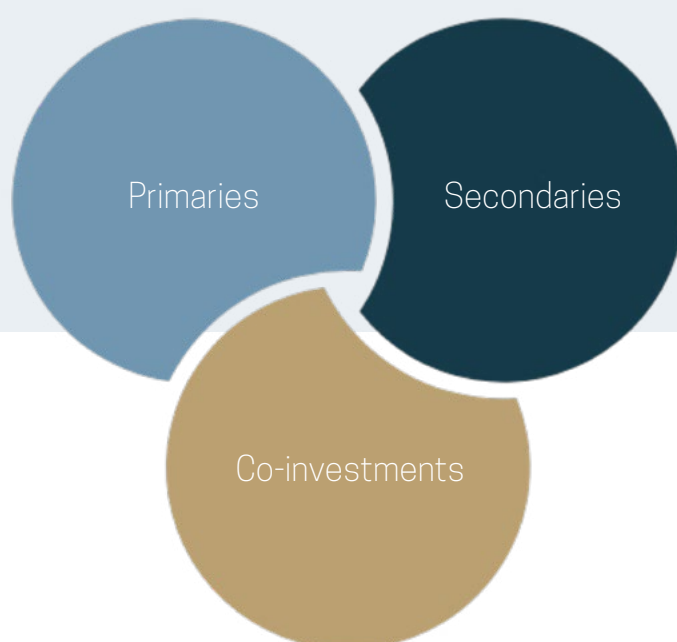
Transacties in secondaries zijn complex en de toegang tot dit soort transacties is voorbehouden aan professionele partijen. Voor particuliere beleggers bieden gespecialiseerde secondary-fondsen een goede oplossing.

## Co-investments

In bepaalde situaties zoeken private equity fondsen mede-investeerders. Het fonds stelt eisen aan de spreiding in haar eigen investeringen en in dat kader kan een investering in een aan te kopen bedrijf bijvoorbeeld net te groot zijn voor het fonds.

In dat geval zou een ander private equity fonds benaderd kunnen worden om de investering mee mogelijk te maken. Dit is uit strategische overwegingen niet altijd gewenst en daarom wordt bestaande beleggers in het fonds in dit soort situaties wel eens gevraagd extra kapitaal beschikbaar te stellen om de fondsinvestering mogelijk te maken. We noemen dit **co-investeringen** (of in Engels **co-investments**). Deze bieden toegang tot aantrekkelijke transacties, over deze investeringen worden veel lagere kosten gerekend dan in het private equity fonds en het toegezegde extra geld wordt doorgaans direct geïnvesteerd, waardoor het kapitaal direct aan het werk is.

Er bestaan ook co-investment fondsen, waarmee beleggers volledig in co-investments beleggen.



## Private equity

### Belang van spreiding

Private equity is een risicovolle beleggingscategorie. Een goede spreiding is daarom evident. Bij spreiden in private equity spelen verschillende variabelen een rol.

#### Geografische focus

Private equity vindt zijn oorsprong in de VS. Europa is al lang een volwassen private equity markt, waarbij er soms wel grote verschillen zijn tussen Europese landen. Azië wint aan belang en inmiddels maakt Azië veelal deel uit van een professioneel gespreide private equity portefeuille.

#### Sectoren

Naast fondsen zonder (of met slechts een beperkte) sectorfocus bestaan er ook fondsen die zich volledig richten op een enkele sector. Te denken valt hierbij aan bijvoorbeeld healthcare, tech of software. De verdeling van sectoren die we zien onder beursgenoteerde aandelen wijkt af van wat we zien in niet-beursgenoteerde aandelen.

#### Fases

Zoals omschreven maken we binnen private equity een onderverdeling in buyouts, growth capital en venture capital. Een evenwichtige portefeuille heeft buyouts en growth capital vaak als basis. Venture capital vormt een accent.

#### Vintages

De vintage van een fonds is het kalenderjaar waarin een fonds zijn eerste investering in een bedrijf doet. Het is het jaar waarin de circa 10-jaarsperiode van een closed-end private equity fonds start. In sommige jaren zijn de waarderingen van bedrijven hoger. Andere jaargangen hebben misschien te maken met een economische crisis gedurende de looptijd. Hierdoor is er een verschil waarneembaar als we fondsen vergelijken met verschillende vintages. Meer hierover wordt beschreven op pagina 14. Door over meerdere vintages te verdelen kan dit risico worden beheerst.





# Meer over private debt

---

## Lenen buiten banken en de kapitaalmarkt om

Als bedrijven behoefte hebben aan vreemd vermogen kunnen zij zich richten tot de **banken**. Grote bedrijven kunnen daarnaast gebruik maken van de **kapitaalmarkt** (bijvoorbeeld door het **uitgeven van obligaties**).

Door wet- en regelgeving zijn banken de afgelopen circa 10 jaar terughoudender geworden in het verlenen van krediet. Hierdoor is een gat ontstaan, wat ook wel de **finance gap** wordt genoemd. Dit gat verklaart de opkomst van **private debt**, de verzamelnaam voor financieringen die niet door banken worden verstrekt, maar door private en institutionele beleggers. Vaak vindt die verstrekking plaats via kredietfondsen. Het **rendement** en het **risico** van private debt hangt af van de vorm. In hoeverre een lening is gedekt met zekerheden (zoals een hypotheek) is bijvoorbeeld van invloed op het risico en daarmee op het verwachte rendement. Een aantal **veel voorkomende vormen**:

### **Distressed debt**

Hierbij worden bestaande leningen van een bedrijf tegen een korting overgenomen. Vaak verkeren deze bedrijven in financiële problemen en is schuldherschuldstructurering noodzakelijk. Dit is een risicovolle vorm van private debt, waar gespecialiseerde partijen actief in zijn. Toegang voor particuliere beleggers is mogelijk via speciale fondsen.

### **Crowdfunding**

Het idee achter crowdfunding is dat veel particulieren een klein bedrag investeren, wat bij elkaar de volledige financiering vormt. Dit in tegenstelling tot banken en andere kredietverstrekkers, waarbij er sprake is van slechts één of enkele investeerders die een groot bedrag inbrengen. Omdat wij zien dat het kaf onder het koren in private debt zich vooral onder de crowdfunding platformen bevindt, gaat Auréus hierin op dit moment niet verder dan een vinger aan de pols.

### **Mezzanine**

Een mezzanine financiering is vaak achtergesteld bij bancaire financiering en heeft meestal geen zekerheden. Mezzanine kan daarmee door een bedrijf gezien worden als een versterking van het eigen vermogen. Vanwege het hogere risicoprofiel ontvangt de leninggever een relatief hoge rente en doorgaans ook een vorm van winstdeling.

### **Direct lending of Senior direct lending**

Dit zijn leningen waarbij vaak gebruik wordt gemaakt van (secundaire) zekerheden wat leidt tot een relatief lager risicoprofiel.

## Private debt

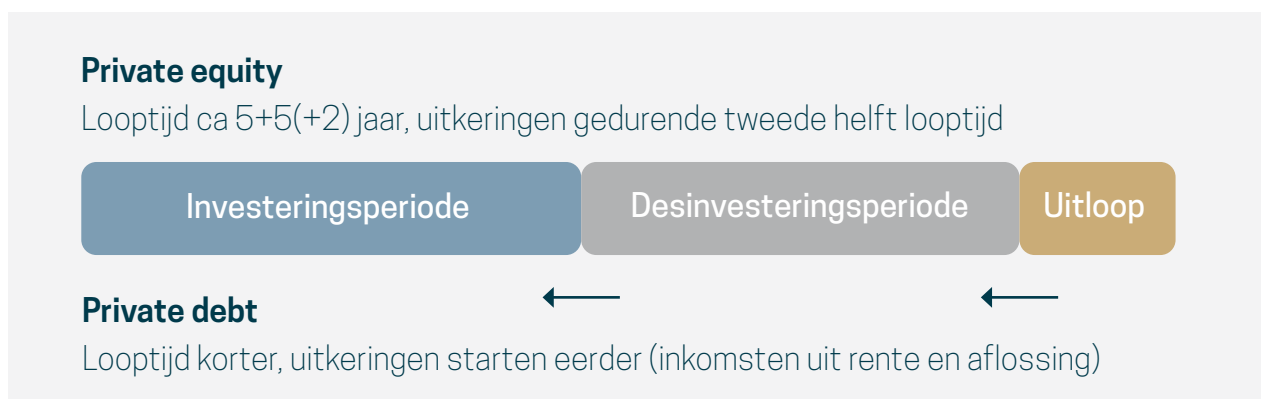
### Beleggen in fondsen

Het verstrekken van een rechtstreekse lening aan één onderneming vraagt om specifieke kennis op het gebied van financiering. Auréus richt zich bij het beleggen in private debt op het **selecteren en beoordelen van fondsen**. Net als veel **private equity fondsen** zijn **private debt fondsen** opgezet in de vorm van een **closed-end structuur**.

De kenmerken van private debt maken echter dat closed-end private debt fondsen op bepaalde onderwerpen afwijken van private equity fondsen.

Eerder dan private equity fondsen ontvangen private debt fondsen al rendement gedurende de looptijd omdat op verstrekte leningen rente wordt ontvangen. Beleggers in een private debt fonds mogen doorgaans dus rekening houden met **distributies** (uitkeringen) in de eerste jaren, waar bij een private equity fonds pas distributies plaatsvinden bij de succesvolle verkoop van bedrijven na een aantal jaren.

De **looptijd** van een private debt fonds is doorgaans iets korter dan die van een private equity fonds omdat de looptijd van de door private debt fonds verstrekte leningen ook korter (circa 3 jaar) is dan de periode waarin een private equity fonds in bedrijven is geïnvesteerd (doorgaans ca 4-6 jaar).

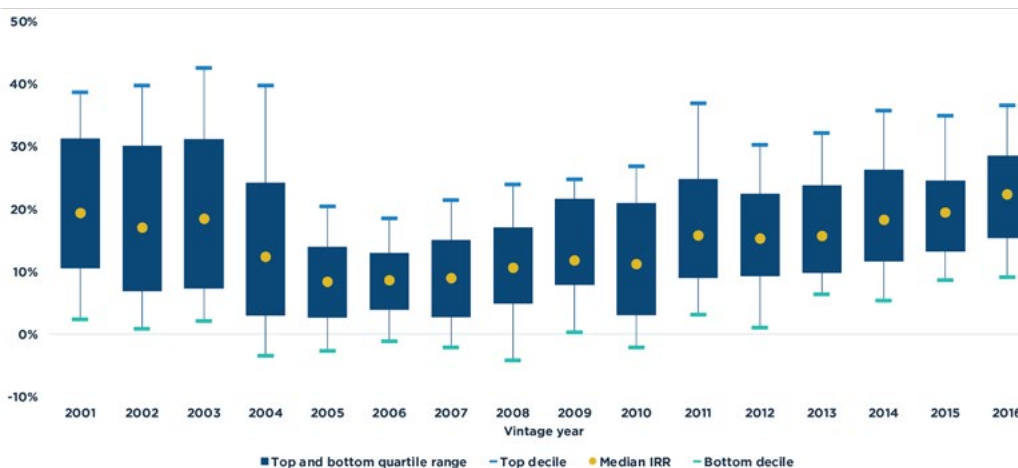


Het toegezegde kapitaal is bij private debt fondsen dan ook eerder 'aan het werk gezet' en er volgen over het algemeen eerder uitkeringen uit een private debt fonds in vergelijking met een private equity fonds.

# Private equity & private debt in de beleggingsportefeuille

## Toegevoegde waarde van een goede selectie

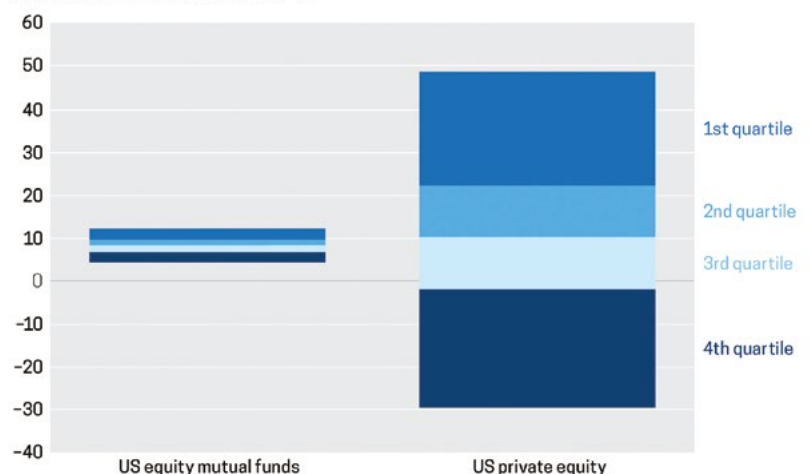
Nergens is het verschil in rendement tussen de beste fondsen en de slechtste fondsen zo groot als bij private equity. Ook bij private debt zijn de verschillen groot. Onderstaande grafiek toont de verschillen in rendement (IRR) bij private equity fondsen. Bij kleine private equity fondsen is dit verschil heel groot. Het gemiddelde rendement bedraagt daar afgerond 13%, waarbij de behaalde rendementen ver uiteen liggen (tussen ongeveer -10% en +37% IRR).



(Bron: Pitchbook, Morningstar. Rendementen worden vaak ingedeeld in kwartielen (quartiles). De 25% best renderende fondsen over de looptijd gemeten worden ingedeeld in het eerste kwartiel, de volgende 25% in het tweede kwartiel etc. De grijze doorzichtige vlakken weerspiegelen de rendementen in het tweede en derde kwartiel.

Bij private equity liggen de beste en slechtste rendementen in het landschap van fondsen zeer ver uit elkaar (rechts) in vergelijking met de rendementen in het landschap van fondsen die in beursgenoteerde aandelen beleggen (links). Een gedegen selectie kan dus veel waarde toevoegen.

5-year annual returns from US private equity funds and US mutual funds by performance percentile, 2013-18, %



Data source: Morningstar, Burgiss

## Uitdagingen oplossen met strategische partners

### Selectiecriteria

Welke criteria zijn doorslaggevend in de beoordeling van fondsen? Hoe vergaar je hiervoor de relevante, correcte en objectieve informatie?

### Toegang verkrijgen

Succesvolle fondsen bieden geen of slechts beperkte toegang voor nieuwe beleggers.

De minimale ticketsize voor veel van deze fondsen ligt bovendien vaak op minimaal EUR 5 mio tot zelfs EUR 25 mio.

### Rapportage

De resultaten van het fonds vormen onderdeel van de vermogensrapportage van een belegger. Hoe kan dit professioneel en efficiënt worden ingericht?

### Monitoring

Hoe worden de prestaties van het fonds gevolgd? Biedt het fonds een entree voor kleine beleggers om de ontwikkeling adequaat te volgen en zo nodig te bespreken?

### Structureren

Om beleggen in kleinere tickets te faciliteren (of om fiscale redenen) kan het noodzakelijk zijn een feederfund op te richten, waarin kleinere beleggers hun deelname 'poolen'. Het opzetten en besturen van een feeder fund vraagt specifieke expertise en is onderworpen aan wetgeving en toezicht.

### Due diligence

Welke ruimte en transparantie biedt een fonds voor het uitvoeren van een professionele due diligence? Goed werk kost tijd en vraagt om diepe vakinhoudelijke kennis.

### Mondiale focus

Er is relatief veel aanbod van Nederlandse/Benelux/Dach fondsen maar voor een goede selectie is een mondiale focus een voorwaarde.



Aureus vindt de oplossingen voor de uitdagingen met haar professionele partners Schrodgers Capital en Truffle Invest.

## Beleggingsoplossingen



### Schroders GAIA II Global Private Equity

Semi-liquide private equity fonds. Spreiding over Europa, de VS en Azië in primaries, secondaries en co-investments. Focus op kleinere en middelgrote buyouts en een deel (circa 25%) in growth en venture capital. Maandelijkse instapmogelijkheid. Uitstappen is driemaandelijks mogelijk onder voorwaarden.

Minimum EUR 100.000.



### Aureus Vintage Programs (jaarlijks beschikbaar)

Spreiding over 4 tot 7 closed-end private equity fonds en die in een kalenderjaar (vintage) worden gelanceerd. Selectie, toegang, due diligence en structurering op basis van Auréus partnership met Truffle Invest.

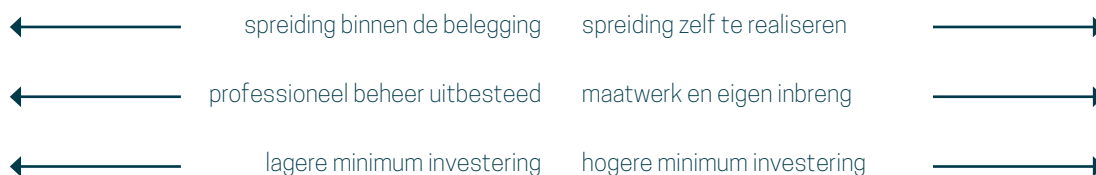
Minimum EUR 250.000 (onder voorwaarde van voldoende spreiding over verschillende Vintage Programs).



### Commitments aan individuele fondsen

Auréus biedt (in partnership met Truffle Invest) toegang tot onderscheidende private equity fonds en. Maatwerkportefeuille.

Minimum EUR 250.000 per fonds (onder voorwaarde van voldoende spreiding over verschillende fonds en).







# Meer informatie

---

Op het gebied van private markten zijn binnen Aurés professionals actief met kennis van vastgoed, private equity en private debt. In deze bijdrage hebben wij de belangrijkste kenmerken en begrippen besproken die relevant zijn voor beleggers in private equity en private debt. Uw adviseur bij Aurés licht deze graag waar nodig toe en samen met hem of haar kan voor u de best passende beleggingsoplossing worden gevonden.

**Contact**

## Team Private Equity

[pe@aureus.eu](mailto:pe@aureus.eu)



**Rien Ogier**

Director private equity



**Han Dieperink**

Chief Investment Strategist



**Jeroen van Lom**

CFO & CIO