

Liquiditeit voor Private Equity: Secondaries

Bepaalde liquiditeit is een van de belangrijkste kenmerken van private equity (PE) voor beleggers in deze beleggingscategorie. Veel investeerders hebben dat in de recente crisis aan den lijve ondervonden. Er bestaat weliswaar een secundaire markt voor belangen in private equity fondsen ('secondaries') die qua omvang in recente jaren sterk gegroeid is, maar gedurende de crisis zijn weinig belangen van eigenaar gewisseld. Dit ondanks het feit dat de industrie een grote hoeveelheid aan secundaire transacties verwachtte. Dit artikel beschrijft de secundaire markt voor private equity en hoe transacties tot stand komen. Verder wordt geprobeerd te verklaren waarom er zo weinig liquiditeit was gedurende de crisis. Tot slot wordt er een blik op de toekomst geworpen voor wat betreft de toekomstige ontwikkeling van de secundaire markt.

De secundaire markt voor private equity kan voor professionele beleggers interessant zijn vanuit twee verschillende oogpunten. Allereerst is dit een potentiële (sub)beleggingscategorie die aan de asset mix kan worden toegevoegd. Ten tweede geeft het investeerders die reeds in private equity belegd zijn de mogelijkheid hun portefeuille actief te beheren doordat het hierdoor mogelijk wordt belangen in private equity te verkopen.

De markt voor private equity secondaries

De secundaire markt binnen private equity omvat de aan- en verkoop van (portefeuilles van) belangen in bestaande private equity fondsen. Dit is traditioneel een intransparante en inefficiënte markt. Transacties in de secundaire markt zijn complex omdat er geen standaard contracten bestaan en er sprake is van een informatie-asymetrie (in tegenstelling tot de

**Remco
Haaxman**
Investment
Manager
Coller Capital
Lid van Werkgroep
Private Equity



genoteerde markt). Elke aan- en verkoop wordt door de koper en verkoper apart uitonderhandeld (ook in tegenstelling tot gestandaardiseerde transacties in genoteerde aandelen gereguleerd door de beurs). Hiernaast heeft de manager van het onderliggende fonds doorgaans ook nog zeggenschap over de transactie. Desondanks is deze markt sterk gegroeid in de laatste jaren. Dit wordt geïllustreerd in figuur 1. In deze figuur wordt de geschatte omvang van de secundaire markt weergegeven. Ter vergelijking is ook de omvang van de primaire markt opgenomen. De toegenomen activiteit in de private equity secondary markt blijkt verder ook uit de opkomst van een groot aantal gespecialiseerde intermediairs. De groei van de secundaire markt wordt doorgaans gezien als een functie van de hoeveelheid kapitaal die omgaat in de primaire markt. Schattingen van het percentage primaire commitments dat op de secundaire markt verhandeld wordt lopen uiteen van 1,75% tot 5% per jaar.

Motieven van verkopers en kopers

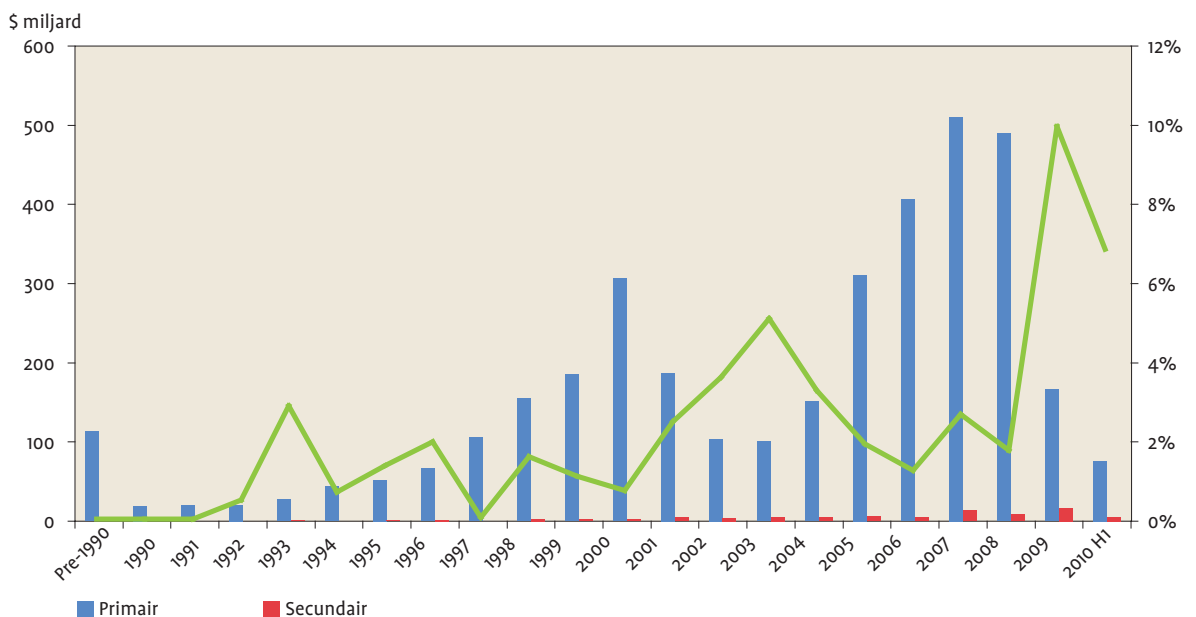
Verkopers van belangen in PE fondsen hebben uiteenlopende redenen voor verkoop. Historisch zijn de belangrijkste redenen om private equity belangen te verkopen i) liquiditeit (in sommige gevallen als gevolg van een ‘overcommitment’ strategie waarbij

meer dan het beschikbare vermogen gecommiteerd wordt), ii) rebalancing van portefeuille binnen PE asset class (bijvoorbeeld venture capital versus buy-outs), iii) rebalancing van asset allocatie, iv) focus op best presterende managers en v) ‘locking-in’ van returns.

Kopers van bestaande PE belangen worden gedreven door potentieel aantrekkelijke rendementen en de wens exposure te krijgen naar eerdere ‘vintages’ (ook wel jaargangen).

De secundaire markt is inefficiënt in de zin dat er geen centraal forum is waar kopers en verkopers elkaar vinden. Doordat steeds meer intermediairs, die kopers en verkopers koppelen, zich op deze markt richten wordt de markt wel steeds efficiënter dan voorheen het geval was. Spelers in deze markt aan de koop kant zijn voornamelijk gespecialiseerde secondary fondsen, banken, private equity fund of funds, pensioenfondsen en de zgn. sovereign wealth funds. Een aantal voorbeelden van recente secondary transacties zijn de verkoop van een portefeuille ter waarde van \$1,5 miljard van Bank of America aan AXA Private Equity en de verkoop van een portefeuille ter waarde van \$1,1 miljard van Citi Bank aan Lexington Partners.

Figuur 1: Fondsenwerving per jaar: Primaire and Secundaire markt (\$ miljard); secundaire markt als percentage van primaire markt.



Bron: Thomson Reuters

Totstandkoming van transacties: Waarderingsmethodieken

De belangrijkste variable die bepaalt of een transactie al dan niet plaats vindt is doorgaans prijs. De prijs waar tegen een bestaand belang in een PE fonds van eigenaar wisselt is in de eerste plaats het resultaat van onderhandelingen tussen koper en verkoper. De waardering die de fondsbeheerder elk kwartaal uitbrengt is voor de verkoper vaak het startpunt, maar secondary investeerders zijn niet altijd bereid die prijs te betalen omdat waarderingsgrondslagen en methoden subjectief en inconsistent zijn (private equity fonds managers stellen doorgaans hun eigen waardering vast).

De bestaande belangen in private equity fondsen die verhandeld worden op de secundaire markt bestaan impliciet uit twee gedeeltes: 1) een deelneming in de reeds opgebouwde portefeuille van het PE fonds (het 'funded' deel) en 2) een toegezegd commitment dat door de manager van het PE fonds nog kan worden afgeroepen (het 'unfunded' deel). Het rendement van de koper van het bestaande belang is de resultante van de prijs die betaald wordt voor dat bestaande belang, de opbrengst van de verkoop van deze bestaande portefeuille door de fondsbeheerder, de in de toekomst nog af te roepen bedragen voor nieuwe investeringen en de opbrengst van deze nieuwe transacties. De managementvergoeding (doorgaans tussen 1% en 2% van het beheerde vermogen) en prestatie gerelateerde vergoeding (doorgaans tot 20% van de winst) hebben verder nog een negatieve bijdrage aan het nettorendement.

PE fondsen brengen veelal ieder kwartaal een financieel rapport uit. Belangrijk onderdeel van dat rapport is de waardering van de portefeuille en daarmee de waardering van het belang van de belegger in het fonds. Doorgaans wordt de waarderings methodiek die de fondsbeheerder volgt, vastgelegd in de documentatie van het fonds, zoals het informatie memorandum of de limited partnership agreement. In Europa volgt men veelal de 'fair value' methodiek van de European Venture Capital Association (EVCA), terwijl men in Amerika doorgaans Statement of Financial Accounting Standards No. 157 ('SFAS 157') volgt aangaande 'Fair Value Measurements' (een raamwerk voor waarderungen onder US GAAP). SFAS 157 definieert 'fair value' als de prijs die tot stand zou komen in een ordelijke transactie in de belangrijkste markt voor die asset, op het moment van evaluatie.

In de praktijk wordt 'fair value', zowel in Europa als Amerika, veelal bepaald door de onderneming te waarderen op basis van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen, bijvoorbeeld middels een EBITDA multiple. Impliciet is de gebruikte multiple, die veelal een gemiddelde op basis van meerdere ondernemingen is, een functie van de verwachting van de markt ten aanzien van de groei en winstgevendheid van de betreffende ondernemingen en van het door de markt vereiste rendement. De fondsbeheerder kan de waardering in sterke mate sturen door de samenstelling van de 'peer group' te wijzigen of een zogenaamd 'liquiditeits' discount toe te passen. De waardering van de portefeuille van een fonds door de fondsbeheerder op een bepaald moment is daarom altijd subjectief en zal daarom vrijwel altijd verschillen van de prijs die de secondary investeerder bereid is te betalen. De subjectiviteit van waarderungen door de fondsbeheerder wordt nog versterkt doordat de hoogte van de waardering invloed kan hebben op de kansen van de fondsbeheerder om nieuw kapitaal uit de markt te halen (en de beheerder dus gebaat is bij hogere waarderungen).

De methode om de prijs voor een belang in een bestaand private equity fonds te bepalen verschilt per secondary investeerder. De meest gebruikelijke methode is een 'bottom-up' benadering van de analyse van de bestaande portefeuille. Voor elk van de onderliggende ondernemingen wordt een inschatting gemaakt wanneer deze door de fondsbeheerder verkocht zal worden, en tegen welke prijs. Deze analyse leidt tot een geschatte kasstroom voor de bestaande portefeuille. Verder maakt de secondary investeerder aannames over het nog af te roepen kapitaal. Samen met de kasstroom van de bestaande portefeuille ontstaat zo een geschatte bruto kasstroom van het totale belang in het private equity fonds. Hiernaast dient de secondary investeerder nog de kosten van het fondsbeheer in zijn berekeningen mee te nemen om tot een netto kasstroom te komen. Het vereiste rendement van de investeerder bepaalt vervolgens de maximale prijs die de secondary investeerder bereid is te betalen voor de te generen kasstroom door het PE fonds. Naast de kwaliteit van de bestaande portefeuille, zijn derhalve het vereiste rendement van de investeerder, de aannames ten aanzien van het nog af te roepen kapitaal en de kosten die de fondsbeheerder in rekening brengt belangrijke inputs voor de totstandkoming van de prijs die een secondary investeerder bereid is te beta-

len. Echter, uiteindelijk is de prijs waar tegen de transactie plaatsvindt het resultaat van onderhandelingen tussen koper en verkoper. Hierin speelt voornamelijk de situatie van de verkoper een grote rol.

Rendement van secondary investeringen

Rendement wordt in de PE industrie doorgaans gemeten middels *Internal Rate of Return* (IRR), – gedefinieerd als de verdisconteringsvoet die de netto contante waarde van de kasstromen van de investering gelijk doet zijn aan € 0, – en Return on Investment (ROI) het quotient van de opbrengst en kosten van een investering. De uitgaande kasstroom van een secondary private equity investering bestaat uit twee onderdelen: (1) de prijs die betaald wordt aan de verkoper én (2) toekomstig af te roepen openstaande commitments door de fondsbeheerder. De inkomen-de kasstroom voor de secondary investering bestaat uit de opbrengsten van de verkoop van de bestaande portefeuille en de opbrengst van de verkoop van de nog op te bouwen portefeuille. Het rendement van een secondary investeerder kan dus materieel verschillen van dat van oorspronkelijke investeerders.

Het verschil tussen het rendement van een oorspronkelijke belegger en een secondary investeerder in een fonds wordt bepaald door de instapprijs van de secondary investeerder en het moment van de transactie. Het uiteindelijke rendement van beide type investeerders is verder nog afhankelijk van de kwaliteit van de ondernemingen in portefeuille, de vaardigheden van de fondsbeheerder en het beursklimaat ten tijde van liquidatie van de portefeuille.

Doordat de secondary investeerder meestal pas na een aantal jaar tot het fonds toetreedt, krijgt hij niet te maken met de relatief hoge beheersvergoeding in de eerste jaren (mede oorzaak van het 'J-curve'-effect). Verder geldt dat hoe later de secondary investeerder toetreedt, hoe kleiner het unfunded stuk en hoe groter het funded stuk, wat tot gevolg heeft dat de verwachte tijd tot 'exit' korter is, hetgeen weer bijdraagt aan het rendement. Als de prijs van de secondary lager is dan het bedrag dat een oorspronkelijke investeerder tot dat moment heeft gestort, is het rendement van de secondary investeerder vanaf dat moment per definitie beter dan dat van oorspronkelijke investeerders.

Samenvattend zijn prijs en tijdstip van toetreding de belangrijkste *drivers* van het secondary rendement ten opzichte van het primaire rendement. Verder zijn de kwaliteit van de portefeuille, de kwaliteit van de

manager (toegevoegde waarde door bijvoorbeeld efficiency verbetering en *financial engineering*) en de economische omstandigheid de belangrijkste factoren die het rendement van de primaire investering bepalen.

De secundaire markt en de crisis

De crisis had voor institutionele beleggers een aantal belangrijke gevolgen met betrekking tot private equity. Ten eerste deed zich een zogenaamd 'denominator effect' voor (het relatieve aandeel van PE in de portefeuille werd te groot in relatie tot de strategische allocatie als gevolg van de gedaalde waarde van genoteerde aandelen). De oorzaak hiervan ligt ten dele in het feit dat PE waarderingen op kwartaalbasis verschijnen vergeleken met dagelijkse waarderingen in de publieke markt, waardoor correcties met vertraging tot uiting komen in PE portefeuilles. Ten tweede droogde de kasstroom vanuit de private equity portefeuille op. Doordat krediet als gevolg van de crisis schaars werd en kopers geen vreemd vermogen konden aantrekken vonden er weinig private equity transacties plaats. Het gevolg was dat PE fondsen hun investeringen niet te gelde konden maken. Door het opdrogen van de kasstroom uit bestaande fondsen bestond de angst dat investeerders niet meer aan hun openstaande verplichtingen aan private equity fondsen konden voldoen (met name in gevallen waar beleggers strikt afhankelijk waren van private equity distributies om aan hun verplichtingen te voldoen). Ten slotte zorgde de crisis er voor dat beleggers (niet zelden vanwege druk uit de regelgever of toezichthouder) naar veiliger geachte beleggingen dienden te zoeken.

De consensus in de private equity industrie was dat deze gevolgen van de crisis, gekoppeld aan de stevige groei in de primaire markt in recente jaren zou zorgen voor een enorme hoeveelheid transacties op de secundaire markt. Veel eigenaren van PE portefeuilles zijn in de crisis inderdaad op zoek gegaan naar een koper maar slechts zelden kwam het tot werkelijke verkoop. De voornaamste reden lijkt te liggen in het feit dat de crisis tot veel onzekerheid leidde voor wat betreft toekomstige ondernemingswinsten. De crisis was een dermate unieke gebeurtenis dat het projecteren van de netto kasstroom die een fonds genereert bijna niet mogelijk was. In sommige industrieën waren de korte termijn gevolgen van de crisis zo significant dat het onmogelijk was zinnige uitspra-

ken te doen over de lange termijn. Het was onduidelijk of de sterk teruglopende winstgevendheid tijdelijk was of een permanent karakter had. In veel gevallen waren de prijsniveaus door het inprijzen van die ongekende onzekerheid zo laag, dat het voor verkopers niet loonde om hun positie(s) te verkopen. Alleen verkopers die geen enkele andere optie hadden (vanwege bijvoorbeeld acute liquiditeitsbehoefte) verkochten tegen de lage prijzen tijdens de crisis. Wat verder een rol speelde is dat 'capital calls' uitbleven en dat er als gevolg minder dan verwacht behoefte was aan liquiditeit aangezien PE fondsen weinig nieuwe investeringen deden (zij konden immers ook geen vreemd vermogen meer aantrekken om nieuwe transacties te doen).

Een ander effect van de crisis was dat – in de ogen van secondary kopers – het risico bestond dat fondsbeheerders de nog openstaande commitments zouden aanwenden om de bestaande investeringen die in zwaar weer verkeerden te redden. Het leek er op dat veel met vreemd vermogen gefinancierde buy-outs vereisten dat aandeelhouders kapitaal bijstorten. In zulke gevallen zou het geprojecteerde rendement van het 'unfunded' stuk flink lager kunnen

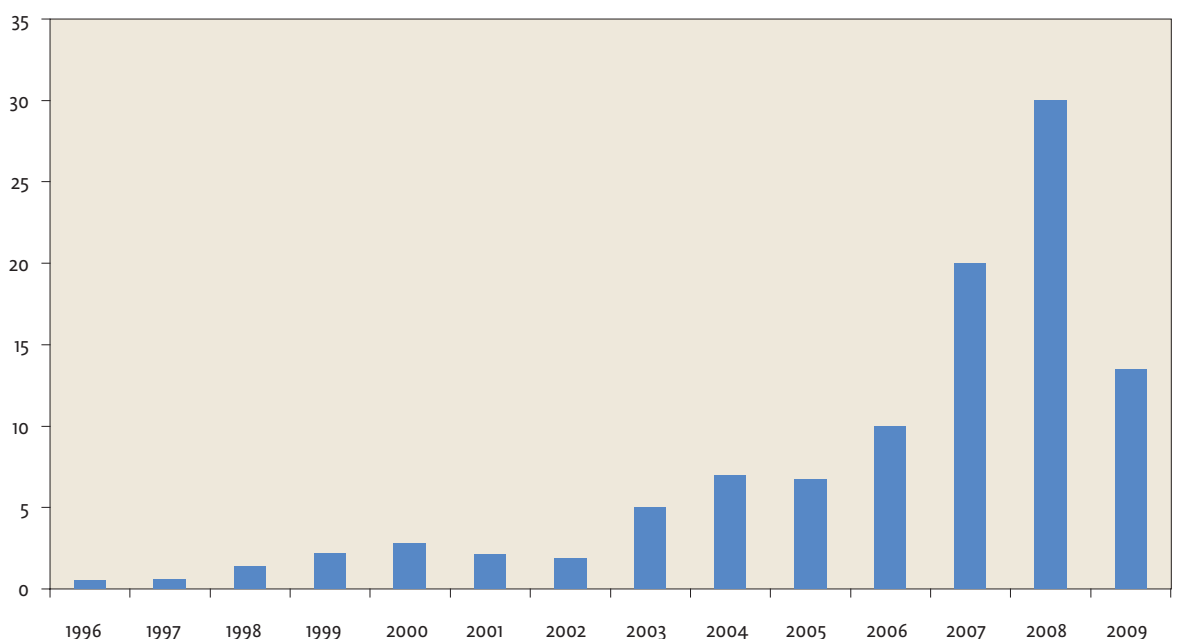
liggen dan normaal het geval zou zijn omdat de belangen van secondary investeerder en fondsbeheerder dan niet parallel lopen (voor een secondary investeerder is het niet noodzakelijk lonend te investeren om een reeds afgeschreven investering te redden). Ook dit effect leidde tot lagere prijzen.

Ten slotte waren de gevolgen voor sommige fondsbeheerders zodanig dat serieus getwijfeld kon worden aan het voortbestaan van betreffende manager (bijvoorbeeld omdat door slechte resultaten de kans klein was dat een volgend fonds opgehaald zou kunnen worden). Dit zou tot gevolg kunnen hebben dat zelfs relatief goede investeringen niet tegen optimale waarde gerealiseerd worden. De belangen van investeerders en fondsbeheerder lopen in dergelijke situaties uit elkaar omdat de fondsmanager niet langer gebaat is bij een succesvolle verkoop, maar bijvoorbeeld liever zo lang mogelijk de investering aanhoudt omdat hij na verkoop zonder werk en inkomsten zit (de beheersvergoeding vervalt dan immers).

Figuur 2 laat het effect van de crisis op dealvolumes zien.

Figuur 2

\$ miljard



Bron: Cogent Partners

Toekomstige ontwikkeling van de secundaire markt

De korte termijn gevolgen van de crisis waren anders dan de markt had verwacht. Er is echter reden om aan te nemen dat een grote hoeveelheid aan transacties in de secundaire markt op den duur alsnog plaats zal vinden.

In eerste instantie is de primaire markt zodanig hard gegroeid dat als men de secundaire markt omvang voorspelt als een vast percentage van de primaire markt, de secondary groei een weerspiegeling zal zijn van de groei van de primaire markt in recente jaren. Dit vaste percentage zou echter sterk kunnen stijgen als gevolg van de crisis.

Ten tweede heeft de crisis tot gevolg dat met name banken nu actief hun balansen aan het opschoonen zijn. In eerste instantie werd gefocussed op het opruimen van de leningen portefeuilles (hypotheken en andere kredieten), maar ook op gebied van private equity hebben banken in het algemeen meer exposure dan dat op dit moment optimaal geacht wordt (als gevolg van een hoog investeringstempo in de periode direct voorafgaand aan de crisis). Dit opschoonen van bank balansen leidt naar verwachting op korte termijn tot significante deal flow voor secondary investeerders.

De crisis heeft verder gezorgd voor grote veranderingen in regelgeving. Denk aan de Volcker Rule in Amerika die banken beperkt in de hoeveelheid 'principal investments' (en daarmee private equity) die op balance sheets mag worden aangehouden. Verder beperken nieuwe versies van Basel (voor banken) en Solvency regelgeving (voor verzekeraars) de vrijheid van banken en verzekeraars om in private equity te beleggen. Overigens zal de vernieuwde regelgeving ook in negatieve zin invloed kunnen hebben op de secundaire markt, want het aantrekken van kapitaal door secondary investeerders wordt hier ook potentieel door bemoeilijkt (alhoewel zich dit eventueel pas op de middellange termijn zal manifesteren doordat er in recente jaren zoveel kapitaal is opgehaald). Verder is de grote onzekerheid met betrekking tot bedrijfswinsten en het voorspellen van kasstromen uit fondsen grotendeels verdwenen. Dit zorgt er voor dat kopers hogere prijzen kunnen bieden en dat het gat tussen prijsverwachtingen van koper en verkoper slinkt.

Ten slotte heeft de crisis in veel gevallen tot aangepaste strategische allocaties geleid, waardoor een

grotere behoefte aan de secundaire markt als portfolio management tool bestaat.

Conclusie

De secundaire markt voor private equity is in recente jaren stevig gegroeid. Het lag in de lijn der verwachting dat als gevolg van de crisis deze groei nog zou versnellen, maar de crisis heeft bewezen dat het moeilijk is om voorspellingen te doen over hoe de PE markt in het algemeen en de secundaire markt in het bijzonder zich zal ontwikkelen.

Activiteit is gedurende de crisis op een lager niveau geweest dan verwacht met name als gevolg van grote onzekerheid met betrekking tot de ontwikkeling van bedrijfswinsten, hetgeen tot uiting kwam in een prijsniveau waarop kopers en verkopers elkaar zeer moeilijk vonden. De hoeveelheid geworven fondsen in de primaire markt gekoppeld aan veranderende regelgeving (m.n. voor banken en verzekeraars) duidt er op dat activiteit in de secundaire markt zal toenemen. Tel daar bij op dat de markt steeds efficiënter en transparanter wordt door een toename van het aantal intermediairs en sterke groei valt te verwachten.

De relatieve rust in de secundaire markt lijkt daarmee van tijdelijke aard te zijn en marktfactoren duiden er op dat potentiële verkopers transacties slechts hebben uitgesteld. Nu het er op begint te lijken dat de crisis achter ons ligt stijgen prijzen en beginnen kopers en verkopers elkaar weer te vinden.

De secundaire markt als *tool* om private equity portefeuilles actief te beheren komt door de verhoogde activiteit nu weer beschikbaar en daarmee zou het tegelijkertijd een geschikt moment kunnen zijn voor investeerders om zich op secondary private equity te richten.