

## Ook in private markten eerste scheurtjes te zien

Lenneke Arts – 13 juni 2022



**De storm die op de publieke markten woedt, begint ook zijn sporen na te laten in de private markten. De deal-activiteit neemt af en de discrepantie tussen hetgeen de koper wil betalen en de verkoper wil hebben, wordt groter.**

Dat zegt partner Paul van Hastenberg van multi family office Clavis, dat sinds 2010 in bijna 100 private markten fondsen (veelal private equity en venture capital) heeft geïnvesteerd.

In het eerste kwartaal van dit jaar ging het eigenlijk nog 'best oké', constateert Van Hastenberg. 'In mei hebben we de meeste rapportages over het eerste kwartaal gehad. Daarin zagen we nog weinig effect. Maar door de vertraging in de rapportages van fondsen in private markten is sprake van een vertekend beeld. In de rapportages over het tweede kwartaal - die komen vanaf juli - gaan we waarschijnlijk meer effect zien.'

Private markten vormen een belangrijke investeringscategorie voor het Bossche Clavis, dat zo'n 150 families bedient. Momenteel zijn private markten goed voor ongeveer de helft van het belegd vermogen, en Van Hastenberg ziet dat nog wel verder groeien. 'Nog nooit heeft deze categorie bij ons zoveel aanloop gehad als in de eerste vijf maanden van dit jaar.'

En terecht, volgens Van Hastenberg, blijkt zijn verwachting dat de rendementen in private markten de komende tien jaar gemiddeld hoger zullen zijn dan die in publieke markten.

'Structurele trends zijn deze markten goed gezind, zo wordt bedrijfsschuld steeds vaker privaat gefinancierd.'

### Uitvraag

Maar dat wil volgens hem dus niet zeggen dat de private markten grote thema's als de oplopende inflatie en stijgende rente niet voelen. Clavis heeft uitvraag gedaan bij meer dan tien partijen uit haar netwerk, vertelt hij. 'Een dwarsdoorsnede van fondsen in venture capital tot onroerend goed en private debt: 'wat zien jullie gebeuren?''

Managers van private equity fondsen zien de investeringsactiviteit afnemen, vertelt Van Hastenberg. 'Met name bij snelgroeiende bedrijven die miljarden waard zijn en richting een IPO werken: de latere fase van venture capital. Verkopers hebben nog een waardering van zes maanden geleden in het hoofd, kopers willen de prijs van vandaag betalen. Dat gat is groot.'

Clavis investeert binnen venture capital vooral in fondsen die vroeger in de cyclus investeren, dus in bedrijven die soms nog geen noemenswaardige omzet maken en de ruimte hebben om flink te groeien. Van Hastenberg: 'Daar is vooralsnog weinig effect. Ook binnen buy-out zien we dit. Grote bedrijven zijn meer afhankelijk van leverage en zijn hoger gewaardeerd omdat ze minder bedrijfsrisico lopen. Een kleine onderneming is in de basis risicovoller, maar heeft ook meer potentie. De prijsdruk bij deze eerste categorie is groter. Spreiding is bij kleinere bedrijven wel essentieel om het risico beheersbaar te houden.'

Vastgoed en private debt kunnen juist profiteren van het huidige beursklimaat, vervolgt hij. Vastgoed omdat dat een inflatiecorrectie kan toepassen, private debt vanwege de stijgende rente - mits het fonds werkt met een variabele rente of een groot deel van haar kapitaal nog uit moet zetten. Verder is Clavis voor de korte termijn extra kritisch op het investeringstempo van fondsen. 'Moeten we wel in fondsen stappen die een flink deel van het vermogen al geïnvesteerd hebben?', vraagt Van Hastenberg zich hardop af.

‘Misschien hebben ze te duur ingekocht. Daar zijn we extra scherp op. Een fonds dat nú geld ophaalt en technologydeals 30 procent goedkoper kan doen, is mogelijk interessanter.’

### Andere aanpak

Voor haar investeringen in privaat kiest Clavis een directe route, anders dan vermogensbeheerders die feeder- of fund of funds structuren aanbieden. Het multi family office kan op die manier per klant een op maat gemaakte portefeuille van fondsinvesteringen samenstellen. Hiermee bouwt Clavis een langjarige klantrelatie op. ‘Als onze relaties hun na een aantal jaar ontvangen uitkeringen uit portefeuille weer herinvesteren, is dat ook voor ons interessant.’

Wat bovendien anders is ten opzichte van funds of funds, is dat Clavis factureert over de marktwaarde van de portefeuille in plaats van over het totaal toegezegd kapitaal. Van Hastenberg: ‘Op dag één is de marktwaarde nul en zijn de kosten voor onze relaties dus nul, buiten een eenmalige vergoeding voor onze inschrijving in een fonds. Pas na de eerste capital call gaan de kosten lopen.’

Dat houdt Clavis meer gelijkgeschakeld met de klanten, legt Vast Hastenberg die keuze uit. ‘Het voelt voor klanten oncomfortabel om te betalen over iets wat er nog niet is. Daarbij leert de ervaring dat mensen het bij een regulier private markten fonds wel normaal vinden om vooraf een rekening te krijgen via een management fee, ook al weten ze niet waar in geïnvesteerd gaat worden. Onze vergoeding loopt pas op naarmate de portefeuilles van onze relaties tastbaarder worden en meer waarde krijgen, dat vinden ze prettig.’

### Instapdrempel

Clavis schrijft vervolgens iedere klant apart in, om hen autonoom te houden. Omdat het multi family office dat voor veel families tegelijk doet, haalt de firma met gemak de instapdrempel die bij veel fondsen geldt. Van Hastenberg: ‘In die twaalf jaar heeft slechts één aanbieder geweigerd; deze manier van werken levert hen natuurlijk extra administratie op. Voor dat specifieke fonds hebben we onder onze trustvergunning een feeder opgericht.’

Zeker bij grote private fondsen verwacht Van Hastenberg vaker een harde drempel van 10 tot 20 miljoen euro per ticket. ‘Onze trustvergunning is dan de oplossing, maar gelukkig voelen we ons sowieso beter bij het kleinere segment. Bij fondsen van 500 tot 700 miljoen euro is toegang geen issue en kunnen wij bovendien van grotere meerwaarde zijn via onze selectie. De dispersie tussen goede en slechte fondsen is groter dan in het grotere segment.’

Die aanpak heeft door de jaren heen een gemiddeld jaarrendement over geïnvesteerd kapitaal opgeleverd van 26 procent (internal rate of return) over de 94 gedane investeringen, in het geval van een gelijkgewogen berekening. Van Hastenberg: ‘En waar we misschien nog wel trotser op zijn, is dat we in alle 94 gevallen nooit geld toe hebben hoeven leggen. Op iedere investering hebben we een positief rendement behaald.’

### Van publiek naar privaat

Met de vooruitzichten die toch gunstig lijken voor private markten, zou een switch vanuit publieke markten een mogelijkheid kunnen zijn. Toch zegt Van Hastenberg dat die wisseling in de realiteit niet gemaakt wordt onder Clavis-klanten. ‘Ik zie in de praktijk nauwelijks afbouw van een liquide portefeuille om een illiquide portefeuille op te bouwen. De opbouw van een private markten portefeuille komt veelal uit beschikbare liquiditeiten.’ Liever bouwt Clavis binnen de publieke portefeuille op andere manieren bescherming in, bijvoorbeeld door weinig renterisico te nemen, zich te richten op kwaliteitsnamen of via putopties op aandelen. Alsnog hebben de aandelenportefeuilles van Clavis het year to date moeilijk, vooral vanwege de traditionele voorkeur voor groei-aandelen. ‘Waar we van 2017 tot 2021 ieder jaar ruim boven de benchmark presteerden, hebben we het dit jaar wat lastiger en bewegen we met onze aandelenportefeuille beneden de benchmark.’ De totale portefeuille doet het overigens beter dan de benchmark, dankzij de keuzes aan de vastrentende zijde. Van Hastenberg: ‘We hebben gekozen voor een flink kortere duratie. De staatsleningenmarkt zit op gemiddeld acht á negen jaar, wij onder drie jaar. Daarbij hebben we heel veel leningen met een variabele rente. De obligatiebenchmark staat dit jaar op -9 procent, wij op -2 procent.’

Dit artikel is afkomstig van de redactie van Investment Officer, een journalistiek platform voor professionals werkzaam in de beleggingsindustrie.

[www.investmentofficer.com](http://www.investmentofficer.com)