

Doorgaans hebben pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen veel moeite om hun private equityportefeuille de gewenste omvang te geven, omdat hun werkwijze niet aansluit op de structuur van de private-equitymarkt. Zo krijgen zij te maken met langetermijncontracten (tien jaar of langer) die gangbaar zijn, en het gebrek aan liquiditeit van hun beleggingen. Ik ontwikkel in mijn proefschrift *Empirical studies on financial markets: Private equity, corporate bonds and emerging markets* een strategie die hiervoor een oplossing biedt. Welke belegger droomt er niet van om de eerste investeerder in Google geweest te zijn? Het rendement op deze investering staat immers bijna gelijk aan het winnen van de loterij. Mede vanwege deze hoge rendementen beleggen veel institutionele

beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, tegenwoordig een deel van hun vermogen in private equity. Private equity omvat het gehele spectrum van investeringen in ondernemingen die geen publieke beursnotering hebben. Institutionele beleggers streven naar een gewenste portefeuilleomvang die vastgelegd is in de strategische asset-allocation. Echter, het kenmerk van private equity is dat beleggingen niet eenvoudig gekocht of verkocht kunnen worden. Er is immers geen beurs waar de prijsvorming plaatsvindt. Hierdoor is het voor institutionele beleggers geen sinecure om de private-equityportefeuille op te bouwen en de omvang van de portefeuille te sturen.

Institutionele beleggers beleggen meestal niet zelf in individuele ondernemingen, maar in private-equityfondsen. Hiermee maken zij gebruik van de kennis, ervaring, specialisatie en het netwerk van de beheerders. Nu sluit de structuur van deze private-equityfondsen niet naadloos aan op de werkwijze van institutionele beleggers. Private-equityfondsen kennen namelijk een eindige looptijd, variërend van tien tot vijftien jaar. Verder is het tijdstip waarop zij daadwerkelijk een onderneming kopen onzeker, evenals het moment waarop het belang weer wordt verkocht. Dit laatste kan bijvoorbeeld door een overname of een beursintroductie (IPO). Kortom, de omvang van de daadwerkelijke belegging in private ondernemingen fluctueert door tijd en de kasstromen van en naar het fonds zijn onzeker. Een fonds roept namelijk alleen geld op als het een onderneming gevonden heeft om in te investeren en keert de opbrengsten van verkochte beleggingen onmiddellijk weer uit. Hiernaast kunnen institutionele beleggers alleen participeren in een fonds als zij vooraf aangeven voor



Zwart, G. de (2008) *Empirical studies on financial markets: Private equity, corporate bonds and emerging markets*. Rotterdam: Erasmus Research Institute of Management.

welk bedrag zij maximaal willen beleggen in dat fonds. Hiermee gaan de institutionele beleggers een verplichting aan, terwijl zij weinig invloed kunnen uitoefenen op de snelheid waarmee ondernemingen gekocht en later weer verkocht worden. Dikwijls is het, middels juridische contracten, niet toegestaan om het belang in een fonds door te verkopen aan andere (institutionele) beleggers. In zijn geheel staat deze structuur bijna haaks op het beleid van pensioenfondsen om de portefeuille regelmatig in lijn te brengen met de strategische asset-allocation. Desalniettemin laten verschillende studies zien dat deze structuur van de private-equitymarkt optimaal is om de belangen van institutionele beleggers en fondsbeheerders met elkaar in lijn te brengen.

Zo zijn de fondsen gebaat bij stabiele beleggers en wordt de fondsmanager gemotiveerd om het hoogste rendement te behalen.

Ondanks het enthousiasme van institutionele beleggers is er nog bijzonder weinig onderzoek gedaan naar private-equitybeleggingsstrategieën voor institutionele beleggers. Dit proefschrift vult deze hiaat en ontwikkelt een herbeleggingstrategie voor deze beleggers. De strategie streeft ernaar om het gewicht van private equity in een beleggingsportefeuille constant te houden en bovendien rekening te houden met het illiquide karakter van private equity. Historische simulaties (1980–2005) laten zien dat deze dynamische strategie in staat is om een constant portefeuillegewicht dicht bij de gewenste allocatie in stand te houden. Dit resultaat wordt niet alleen gevonden voor portefeuilles zonder restricties, maar ook voor portefeuilles die zijn beperkt tot alleen *buy-out of venture capital*, een specifieke regio (Europa of de Verenigde Staten), of de ervaring van de fondsmanager. Dit resultaat is van grote waarde voor institutionele beleggers. In hun strategische asset-allocation streven zij immers dikwijls naar een constante allocatie naar verschillende beleggingscategorieën.

Het bovenstaande verhaal vormt een samenvatting van een van de vijf studies uit mijn proefschrift.

Iedere studie staat op zichzelf en kan afzonderlijk gelezen worden. In essentie laat het proefschrift zien dat er nog veel informatie niet benut wordt door beleggers en analisten.

GERBEN DE ZWART

Senior quantitative analyst bij ING Investment Management Europe