

Waarom en hoe investeren in private equity

Informatie voor beleggers

november 2005



European Private Equity &
Venture Capital
Association

Deze brochure is een geactualiseerde en uit het Engels vertaalde versie van de publicatie “Why and How to Invest in Private Equity”, opgesteld door het EVCA Investor Relations Committee en Alex Bance (JPMorgan Cazenove) in maart 2004. Aan de totstandkoming van deze uitgave is de grootst mogelijke zorg besteed. Voor informatie die nochtans onvolledig of onjuist is opgenomen, aanvaarden EVCA, Alex Bance noch NVP aansprakelijkheid.

Inhoud

05 I Introductie en achtergrond van de asset class

- 05 1 Introductie
- 05 2 Definitie van private equity
- 06 3 Historische ontwikkeling van de industrie
- 07 4 Wie zijn de belangrijkste beleggers in private equity?

09 II Waarom beleggen in private equity?

- 09 1 Historische meeropbrengst op de lange termijn
- 09 2 Doelgerichte aandelselectie ten tijde van lage inflatie en lage economische groei
- 09 3 Absolute rendementen
- 09 4 Portefeuillediversificatie vermindert het risico en de volatiliteit
- 10 5 Middelen onder beheer
- 10 6 Openstaan voor de markt voor kleinere ondernemingen
- 10 7 Toegang tot rechtmatige inside information
- 10 8 Mogelijkheid om ondernemers te steunen
- 11 9 Invloed op management en implementatie van de strategie
- 11 10 Hefboomeffect buiten de balans om

12 III Portefeuillesamenstelling

- 12 Beslissing 1 - Omvang van de private equity-belegging
- 12 Beslissing 2 - Aantal private equity-fondsen
- 12 Beslissing 3 - Diversificatiemogelijkheden
 - 12 a Fases
 - 12 b Geografie
 - 13 c Manager
 - 13 d Aanvangsjaar
 - 13 e Industrie
- 13 Beslissing 4 - Implementatie van de strategie
- 14 Beslissing 5 - Hoe de volatiliteit van de kasstromen te plannen: De J-curve

15 IV De praktische aspecten van beleggen

- 15 1 De belangrijkste varianten van private equity-beleggingen
 - 15 a Directe investeringen in bedrijven
 - 15 b In-house investeringsprogramma
 - 15 c Outsourcing
- 16 2 Structuur van private equity-fondsen
 - 16 a Juridische en fiscale aspecten
 - 17 b Liquiditeit
 - 17 c Nieuwe vormen
 - 18 d Gebruikelijke voorwaarden van private equity-fondsen

19 V Due diligence

- 19 1 Het belang van managementkeuze
- 19 2 Punten van aandacht bij het beleggen in een fonds
 - 19 a Investeringsstrategie en marktkansen
 - 19 b Track record
 - 20 c Investeringssteam
 - 20 d Kernvaardigheden
 - 21 e Investeringsproces, begeleiding en exit
 - 21 f Aantal en verscheidenheid van onderliggende investeringen
 - 21 g Portefeuille fit
 - 21 h Kwaliteit van klantbehandeling, rapportage en administratie

22 VI Portefeuillebeheer en resultatenmeting

- 22 1 Portefeuillebeheer
- 22 2 Resultatenmeting
 - 22 a IRR en multiple
 - 22 b Peer group-vergelijking
 - 23 c Vergelijking met andere beleggingsvormen

24 Bijlage 1 Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen

25 Bijlage 2 Begrippenlijst private equity

I Introductie en achtergrond van de asset class

1 Introductie

Private equity wordt gezien als een vooraanstaande categorie in het segment van alternatieve beleggingen en is heden ten dage algemeen geaccepteerd als een vast onderdeel van vele institutionele portefeuilles. De bedragen die in Europa belegd zijn in private equity-fondsen zijn de laatste tien jaar enorm gestegen. Veel investeerders met nauwelijks of geen belangen in private equity overwegen daarom hun portefeuille uit te breiden of een private equity-programma te starten.

2 Definitie van private equity

Een ruime definitie van het investeren in private equity is “het investeren in aandelen middels een onderhandelingsproces”.

De meerderheid van private equity-investeringen wordt gedaan in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Bij het investeren in private equity behoort een actieve betrokkenheid gekenmerkt door het leveren van toegevoegde waarde. Het vergt een speciale deskundigheid die in hoofdstuk V verder aan de orde

Alternatieve beleggingen			
Private equity	Hedge-fondsen	Onroerend goed	Overige
<ul style="list-style-type: none"> ■ Venture capital ■ Buyout ■ Mezzaninekapitaal ■ Speciale situaties 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Long/short ■ Mondiaal macro ■ Gebeurtenis gedreven ■ Markt neutraal ■ Arbitrage ■ Opkomende markten 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Kantoorgebouwen ■ Winkels ■ Woningen ■ REITs 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Commodities ■ Valuta's ■ Rente ■ Grondstoffen

Dit document is geschreven om zulke investeerders vertrouwd te maken met de kenmerken van private equity-investeringen en toe te lichten hoe een private equity-portefeuille het best kan worden samengesteld. Informatie over private equity is, door haar aard, moeilijker te verkrijgen dan informatie over de aandelenmarkt. Dit maakt het minder eenvoudig om de dynamiek van deze beleggingsmogelijkheid te begrijpen en te bepalen hoe het best een beleggingsstrategie te ontwikkelen.

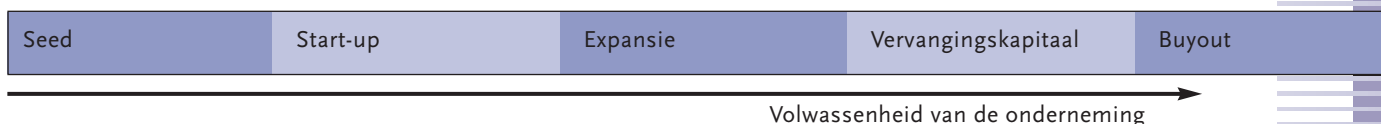
Private equity wordt vaak ingedeeld in de categorie “alternatieve beleggingen”, bestaande uit verschillende investeringstechnieken, strategieën en mogelijkheden die aanvullend zijn op de traditionele beleggingen zoals aandelen en obligaties.

Bovenstaande tabel bevat een overzicht van alternatieve beleggingen.

komt en die hét aandachtsgebied vormt bij de beoordeling van een fondsmanager door een belegger. Buyout- en venture capital-investeringen vragen om verschillende vaardigheden aangezien zij verschillende fasen van de levensloop van de onderneming betreffen.

Private equity-investeringen worden vaak verdeeld in de categorieën die in onderstaande figuur zijn weergegeven.

Iedere categorie heeft haar eigen subcategorieën en dynamiek. Dit is weliswaar een vereenvoudiging, maar desalniettemin een bruikbare basis voor portefeuille-samenstelling, welke besproken wordt in hoofdstuk III. In deze publicatie wordt private equity gedefinieerd als het geheel van alle venture capital- en buyout-investeringen, ongeacht of deze investeringen gedaan worden middels fondsen, een fund of funds of in de vorm van zogenaamde secondary investments.



Venture capital

Met als omschrijving de “business of building businesses” betekent venture capital het investeren in ondernemingen die onderontwikkelde of nader te ontwikkelen producten of inkomsten hebben. Venture capital is met name gericht op startende ondernemingen en minder volwassen bedrijven.

Seed fase Financiering voor het onderzoeken, testen en ontwikkelen van een nieuw concept voordat een bedrijf de start-up fase bereikt heeft.

Start-up fase Financiering van productontwikkeling en initiële marktverkenning. Ondernemingen zijn bijna gestart of zijn net begonnen en hebben nog geen producten op commerciële basis verkocht en maken nog geen winst.

Expansie fase Financiering van groei en expansie van een onderneming die (nog) geen winst maakt of al winstgevend is. Het kapitaal wordt aangewend ter financiering van verhoogde productiecapaciteit, markt- of productontwikkeling, en/of om meer werkkapitaal te verschaffen. Deze fase omvat ondermeer brugfinancieringen, ondersteunings- en turnaroundinvesteringen.

Vervangingskapitaal Herplaatsing van aandelen bij een andere investeerder.

Buyout

Een buyout-fonds stelt zich ten doel een aanzienlijk deel van of een meerderheidsdeelneming in een bedrijf te verkrijgen, waarbij het bedrijf doorgaans overgaat in andere handen. Normaliter investeren buyout-fondsen in meer volwassen bedrijven met bestaande businessplannen om uitbreiding, consolidatie, turnarounds, het afstoten van divisies of dochtermaatschappijen te financieren. Het verschaffen van expansiefinanciering ten behoeve van meerdere acquisities wordt vaak een “buy and build” (koop en bouw)-strategie genoemd.

De investeringsfocus kan behoorlijk variëren, van groei tot waardecreatie en van jonge tot volwassen bedrijven. Bovendien kunnen buyout-fondsen een actieve of passieve managementrol spelen.

Speciale situaties

Het investeren in speciale situaties kent vele varianten, zoals distressed debt (noodkrediet), schuld gerelateerd aan het eigen vermogen, projectfinanciering, eenmalige situaties veroorzaakt door veranderingen in industriële trends of overheidsregels en leasing. Deze categorie omvat achtergestelde schuld, ook wel mezzanine-financiering genoemd, waarbij de schuldhouders waardevermeerdering van het aandelenbelang probeert te realiseren door conversierechten, warrants en opties.

3 Historische ontwikkeling van de industrie

De uitdrukking “private equity” werd wijd verspreid vanaf het eind van de tachtiger jaren door de groeiende belangstelling voor leveraged buyout (“LBO”)-fondsen, met name in de Verenigde Staten. De private equity-markt vindt haar oorsprong ten tijde van het ontstaan in Europa van ondernemingen als Charterhouse Development Capital in 1934 en 3i in 1945 en, in de Verenigde Staten, American Research Corporation (“ARD”) in 1946.

3i (oorspronkelijk Industrial and Commercial Finance Corporation genoemd) werd opgericht door Engelse clearing banken en de Bank of England om te voorzien in de behoefte van kleinere ondernemingen om te beschikken over langetermijnkapitaal voor ontwikkeling. ARD daarentegen probeerde in de oorlog ontwikkelde technologieën te vercommercialiseren door institutioneel kapitaal te verwerven middels een openbaar verhandelbare investeringsmaatschappij. Bij het beoordelen van bedrijven maakten beide nieuwe investeerders gebruik van industriële ervaring.

De bredere private equity-markt bleef echter nog een tijd gefragmenteerd en bestond grotendeels uit investeringen in jonge ondernemingen door vermogende particuliere investeerders (bekend als

“business angels”) en, in mindere mate, door stichtingen, universiteiten en overheidsinvesteringsprogramma's. Voorbeelden van bekende, met venture capital gesponsorde ondernemingen zijn Digital Equipment Corporation (ging naar de beurs in 1968 tegen een waardering van US \$ 37 mln na een oorspronkelijke investering van US \$ 70.000 in 1959), Federal Express en Apple Computer.

De belangrijkste stroomversnellingen in de ontwikkeling van de private equity-sector, zowel in Europa als in de Verenigde Staten, vonden plaats in de jaren zeventig. In het Verenigd Koninkrijk bracht de ommezwaai naar het Competition and Credit Control beleid in 1971 de banken een flexibeler beleggingsbeleid. De verduidelijking in de Verenigde Staten van de “prudent man”-regel in 1978, opgesteld door het US Labor Department, bezorgde institutionele pensioenfondsen een grotere vrijheid om te beleggen in private equity en andere alternatieve beleggingsvormen.

Daarop volgden structurele en juridische veranderingen in Europa. Zo hebben veranderingen in de regelgeving, die van toepassing is op pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, voor een toegenomen belangstelling van institutionele beleggers gezorgd. Bovendien hebben fiscale herzieningen in Europa, waardoor vermogenswinsten aantrekkelijker behandeld worden, gewerkt als een katalysator.

De overgang van vastrentende waarden naar aandelen en andere producten werd eind jaren '90 versneld door de lage inflatie. Dit klimaat heeft een duidelijke behoefte gecreëerd aan groeiaandelen en heeft ertoe geleid dat de aandacht werd gevestigd op een belangrijke vaardigheid van succesvolle private equity-managers, namelijk het scheppen van voorwaarden voor de groei van portefeuilleondernemingen.

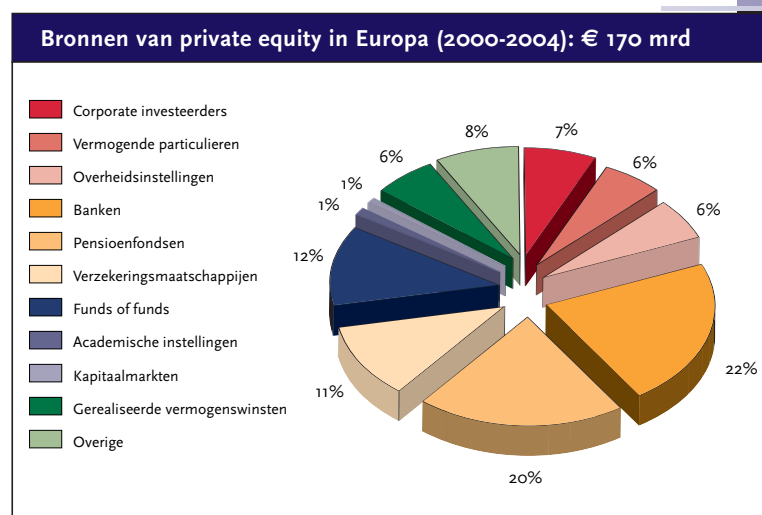
In de jaren '90 maakte de private equity-sector een periode van snelle internationale groei door. De wereldwijde fondsenwerving door private equity-fondsen heeft in 2004 een omvang bereikt van € 104 miljard.

4 Wie zijn de belangrijkste beleggers in private equity?

Het spectrum van private equity-beleggers is snel uitgebreid met verschillende soorten beleggers met veelal een langetermijnhorizon. In het algemeen trekken private equity-fondsen beleggers aan uit hun eigen regio. Hierin komt echter geleidelijk verandering naarmate beleggers behoefte krijgen om hun private equity-portefeuilles meer geografisch te spreiden.

Het aantal en de aard van institutionele beleggers die geïnvesteerd hebben in private equity-fondsen in Europa en de omvang van middelen die zijn aangewend om portefeuilles op te bouwen, bewijzen (samen met de snelle groei van de markt) de volwassenheid en status van private equity in Europa.

De figuur hiernaast illustreert de diversiteit van beleggers in Europese private equity-fondsen, uitgesplitst naar type belegger. Geografisch wordt meer dan 70% van de funding door Europese beleggers verschaft.



Bron: EVCA

II Waarom beleggen in private equity?

De fundamentele reden om te beleggen in private equity is het verbeteren van het risico/rendementsprofiel van een beleggingsportefeuille.

Beleggen in private equity biedt de investeerder de gelegenheid een hogere opbrengst te genereren en tegelijkertijd de diversificatie van zijn portefeuille te verbeteren.

1 Historische meeropbrengst op de lange termijn

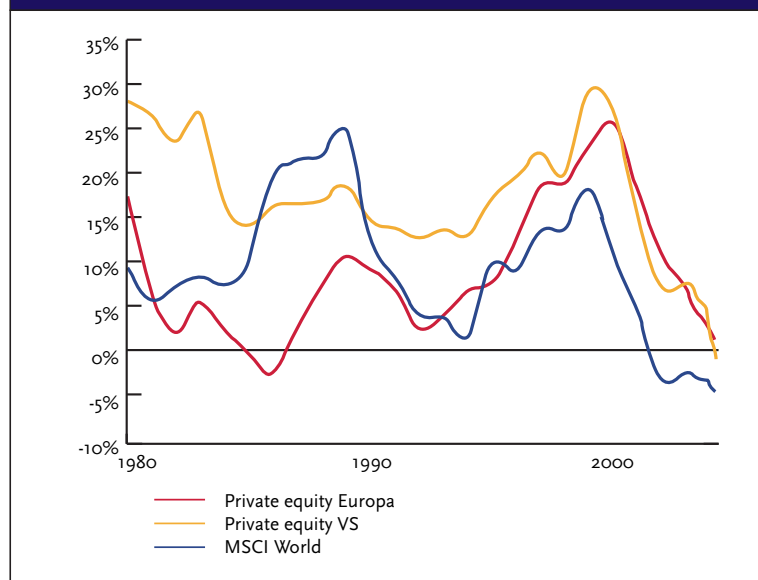
De langetermijnopbrengst van private equity biedt een premie boven de resultaten van beursgenoteerde aandelen. Al meer dan 20 jaar is dit het geval in de Verenigde Staten. Dit geldt de afgelopen tien jaar tevens voor Europa, sinds de toename van het aantal private equity-fondsen.

Veel institutionele beleggers zien het hogere rendement als voldoende rechtvaardiging voor het bijbehorende risicoprofiel. Groei van de Europese markt voor private equity-fondsen werd gestimuleerd door de bovengemiddelde opbrengsten die gegenereerd werden met private equity op de lange termijn in de Verenigde Staten en recentelijk eveneens in Europa.

2 Doelgerichte aandeleselectie ten tijde van lage inflatie en lage economische groei

Ten tijde van lage inflatie gaat de aandacht meer uit naar groeiaandelen om zodoende een bovengemiddeld rendement te behalen. Een van de belangrijkste vaardigheden van een private equity-investeerder is het selecteren van ondernemingen met groeipotentieel en het creëren van voorwaarden om die groei tot stand te brengen. Aangezien private equity-fondsen grote, vaak controlerende belangen hebben in ondernemingen, hebben andere private equity-managers meestal geen toegang tot dezelfde bedrijven. Vandaar dat private equity-managers echte "stock pickers" zijn, in tegenstelling tot beleggingsfondsen die vergeleken met hun referentiegroep vaak min of meer dezelfde samenstelling hebben, met slechts marginale variaties in de wegen om enkele basispunten additioneel rendement te genereren.

Vijfjaarlijkse rendementen: private equity vs. MSCI World



Bron: Venture Economics / Datastream

3 Absolute rendementen

Buitensporige volatiliteit en tegenvallende rendementen in de publieke markten (waar vele beleggers de index of een andere benchmarkstrategie volgden) hebben geleid tot een grotere nadruk op absolute rendementen.

Demografische ontwikkelingen hebben de wenselijkheid van een dergelijke verandering versterkt. De groeiende noodzaak om te zorgen voor een ouder wordende bevolking heeft veel beleggers genoodzaakt om te focussen op absolute rendementen teneinde te kunnen blijven voldoen aan toekomstige verplichtingen.

Private equity-managers zijn juist op zoek naar absolute rendementen. Hun winstdelingsstructuur, de "carried-interest", is ook in hoge mate afhankelijk van het behalen van absolute resultaten voor beleggers.

4 Portefeuillediversificatie vermindert het risico en de volatiliteit

De introductie van private equity kan leiden tot een meer gediversifieerde en evenwichtige portefeuille. Ofschoon de correlatie tussen de opbrengsten van private equity en beursgenoteerde beleggingen nog ter

Correlatie tussen private equity en andere beleggingsvormen

	Aandelenmarkten		Obligaties	
	Lange termijn	Korte termijn	Lange termijn	Korte termijn
Per jaar ¹	0,57 tot 0,59	0,49 tot 0,58	-0,18 tot 0,12	-0,37 tot -0,07
Per kwartaal ²	0,58 tot 0,59	0,58 tot 0,61	0,00 tot -0,11	-0,22 tot 0,03

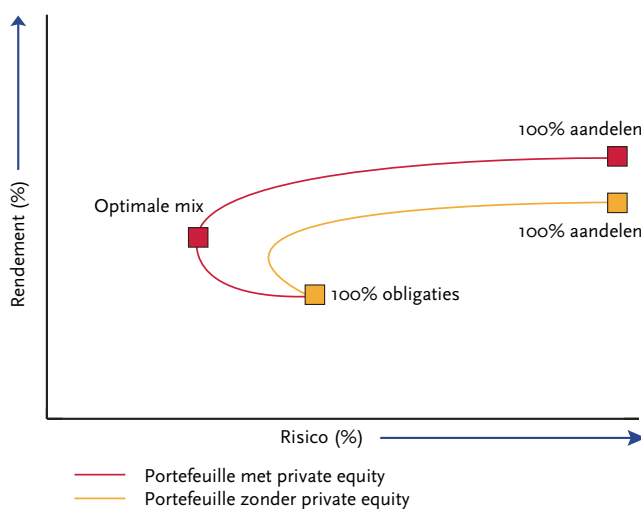
- 1 Langetermijnhorizon 30 jaar, kortetermijnhorizon 19 jaar. Correlatiereeksen van aandelen van grote en kleine ondernemingen, overheidspapier en bedrijfsobligaties.
- 2 Lange termijn 24 jaar, korte termijn 16 jaar. Correlatiereeksen van aandelen van grote en kleine ondernemingen, overheidspapier en bedrijfsobligaties.

Bron: Venture Economics, Investment Benchmarks Report: Venture Capital (2002 Edition)

discussie staat en verder onderzoek vereist, geven de data in de bovenstaande tabel, deels gebaseerd op nog niet gerealiseerde investeringen, een lage correlatie aan.

Dientengevolge kan private equity bijdragen tot het creëren van een evenwichtige portefeuille met minder volatiliteit en een verbetering van het risicoprofiel. Hierdoor kan een hoger rendement bereikt worden bij eenzelfde risiconiveau, of een lager risico bij eenzelfde rendement.

Diversificatie en de afruil tussen risico en rendement



5 Middelen onder beheer

Er zijn nog voldoende groeimogelijkheden in deze beleggingsvorm en tal van fondsen waaruit men kan kiezen. Dit geldt met name in Europa waar investeringen in private equity-fondsen een kleiner gedeelte uitmaken van het BNP dan in de Verenigde Staten.

6 Openstaan voor de markt voor kleinere ondernemingen

De private equity-sector heeft corporate governance bij kleinere ondernemingen geïntroduceerd en biedt een aantrekkelijke manier om toegang te krijgen tot een groeisector die midden jaren negentig, vanwege de beperkte liquiditeit, uit de gratie raakte bij investeerders in beursgenoteerde aandelen.

7 Toegang tot rechtmatige inside information

Private equity-managers verzamelen veel informatie over geplande investeringen door ondernemingen. Dit helpt hen om de haalbaarheid van het businessplan van een onderneming te beoordelen en prognoses te maken over de toekomstige strategie en resultaten. Het feit dat men beter geïnformeerd is, draagt bij aan het verlagen van het risico van private equity-investeringen. Vergelijkbare informatie in de publieke markten zou bestempeld worden als "inside information". Beleggers in publieke markten weten per definitie minder over de ondernemingen waarin ze beleggen.

8 Mogelijkheid om ondernemers te steunen

De sterke ontwikkeling in Europa van ondernemers als belangrijke schakel in de economie is te danken aan een periode van bedrijfsrationalisaties. De Verenigde Staten heeft vergelijkbare ontwikkelingen doorgemaakt

die bijvoorbeeld in de jaren negentig de snelle groei van technologische innovatie hebben gevoed en substantiële extra voordelen voor de economie hebben opgeleverd. Ondernemers stonden aan de wieg van soortgelijke ontwikkelingen in Europa en creëerden waarde in zowel de traditionele als de hightech-industrie. Private equity biedt de mogelijkheid in aanraking te komen met de meest ondernemende sectoren van de economie.

9 Invloed op management en implementatie van de strategie

Private equity-managers willen vaak actief betrokken worden bij de strategische keuzes van de onderneming, van de ontwikkeling van het bedrijfsplan tot het aantrekken van personeel voor hogere managementfuncties, introductie van mogelijke klanten, de fusie-strategie en het identificeren van mogelijke kopers van de onderneming. Voorts kan implementatie van de gewenste strategie gewoonlijk efficiënter verlopen omdat kritiek vanuit de markt en de daarbij behorende regelgeving ontbreken. Deze flexibiliteit maakt het mogelijk het risico bij private equity-investeringen te verminderen.

10 Hefboomeffect buiten de balans om

Vooraf buyout-managers kunnen efficiënt gebruik maken van het hefboomeffect. Zij proberen de financiering van iedere onderneming in portefeuille zo efficiënt mogelijk te structureren, gebruikmakend van verschillende soorten leningen zoals vreemd vermogen met onderpand, mezzanine-kapitaal of leningen met een hoge rentecoupon. Door de financiering van een bedrijf optimaal te regelen, kan het rendement op het eigen vermogen worden verhoogd. Daar komt nog bij dat de sterkte van het hefboomeffect door de onderneming en niet door het fonds wordt bepaald, zodat er een bijkomend voordeel ontstaat. Als een onderneming in portefeuille verzaakt haar leningen terug te betalen, heeft dat geen nadelige invloed op de rest van de portefeuille. Daarmee heeft de investeerder het effectieve voordeel van de hefboomwerking met minder neerwaarts risico.

Een aantal aspecten vereist nadere uitleg, aangezien ze in beginsel minder aantrekkelijk overkomen.

I) Langetermijnbelegging

Over het algemeen beslaat de periode tussen investeren en realiseren drie jaar of langer (maar dit kan ook korter zijn als het klimaat voor bijvoorbeeld een beursgang goed is). Aangezien de onderliggende participaties in portefeuille minder liquide zijn en de structuur van een fonds normaal besloten van aard is, betekent dit dat de belegger niet of nauwelijks in staat is zijn belang van de hand te doen gedurende de looptijd. Gedurende de looptijd van het fonds kan de belegger weliswaar kasstromen tegemoet zien, maar de timing daarvan is meestal onzeker. Liquiditeitsrisico is daardoor een van de belangrijkste kenmerken van deze beleggingsvorm. Private equity moet daarom beschouwd worden als een langetermijnbelegging.

II) Meer kennis en ervaring nodig

Het beoordelen van de verdiensten van private equity-fondsmanagers is aanzienlijk complexer dan van managers van beursgenoteerde fondsen, vanwege de actieve betrokkenheid en de vertrouwelijke aard van de investeringsinformatie. Daarom is beleggen in private equity veel arbeidsintensiever dan het investeren in beursgenoteerde bedrijven. Dienovereenkomstig is voor het volgen van de resultaten van een private equity-fonds na de investering ook veel meer aandacht en tijd vereist. Kennis en aantal mensen zijn belangrijke elementen bij de ontwikkeling van een adequaat private equity-programma. Dit wordt nog eens benadrukt door de grotere spreiding van de resultaten van private equity-managers in vergelijking met public equity-managers.

III) "Blind pool" beleggen

Een verplichting aan een private equity-fonds bestaat gewoonlijk uit het verschaffen van vermogen op afroep door de fondsmanager. Ofschoon de juridische documentatie de investeringsstrategie en voorwaarden beschrijft, geven de beleggers een grote mate van vrijheid aan de manager om ondernemingen te selecteren waarin zij zullen gaan participeren. In tegenstelling tot onroerendgoedpartnerships kunnen normaliter toekomstige investeringen niet ruim van tevoren onder de loep worden genomen, omdat ze nog niet geïdentificeerd zijn. Bovendien hebben beleggers beperkte mogelijkheden om alsnog af te zien van participatie in het fonds als dit eenmaal is opgericht.

III Portefeuillesamenstelling

De portefeuillesamenstelling weerspiegelt de hoofdoelen van het beleggen in private equity zoals besproken in hoofdstuk I, te weten de blik op langetermijnrendementen en portefeuillediversificatie door een verminderde correlatie met de publieke aandelenmarkten. Niet alleen de correlatie met andere beleggingsvormen is relevant, maar ook die tussen private equity-beleggingen onderling.

Beslissing 1 - Omvang van de private equity-belegging

Beleggers in private equity moeten in staat worden geacht het illiquide karakter van hun belegging te accepteren. Vandaar dat de mate waarin liquiditeit vereist is, vaak een factor is bij de omvang van de toewijzing. Dit is de reden waarom beleggers die het grootste deel van hun vermogen in private equity investeren diegenen zijn die voor langetermijn-

beleggingen kiezen en geen specifieke verplichtingen hebben. Hierbij moet gedacht worden aan schenkingsdoelen, liefdadigheidsinstellingen en stichtingen. Pensioenfondsen zijn vaak omvangrijke investeerders in deze beleggingsvorm. Een toonaangevend onderzoek in 2003 constateerde dat de gemiddelde toewijzing aan private equity door institutionele beleggers in de Verenigde Staten 7,5% en in Europa 4,0% bedroeg.

Afhankelijk van de wens om rendementen te verhogen en/of volatiliteit te verlagen zal de belegger bepalen welk deel van zijn portefeuille hij wil beleggen in private equity.

Beslissing 2 - Aantal private equity-fondsen

De uitdaging voor beleggers ligt in het spreiden van risico's en het verminderen van de volatiliteit. Het is goed om enige diversificatie na te streven. De grafiek hiernaast geeft aan dat diversificatie kan worden bereikt als de portefeuille minstens 10 private equity-fondsen bevat.

Beslissing 3 - Diversificatiemogelijkheden

a Fases

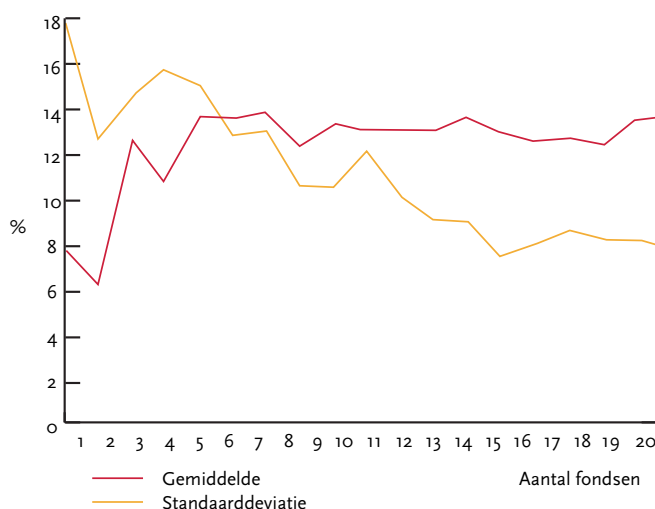
Er bestaat een beperkte correlatie tussen rendementen behorende bij de verschillende fases van private equity. Diversificatie kan in deze zin bijdragen aan een verlaagd risico binnen een private equity-portefeuille en is daarom een belangrijke overweging.

Zoals vermeld in hoofdstuk I, kan venture capital verder onderverdeeld worden in categorieën die variëren van de seed fase tot late fase-investeringen. Wat betreft buyouts kan onderscheid gemaakt worden tussen grotere, middelgrote en buyouts gecombineerd met groei.

b Geografie

Geografische diversificatie kan in Europa bereikt worden door gebruik te maken van landspecifieke, regionale of pan-Europese fondsen. Beleggings-

Voorbeeld van de volatiliteit van rendementen bij verschillende aantallen fondsen in portefeuille



Bron: Venture Economics / UBS

Correlatie tussen buyouts en venture capital

Per jaar	0,36
Per kwartaal	0,47

Jaarlijkse correlatie gebaseerd op 19 jaar;

Correlatie per kwartaal gebaseerd op 16 jaar.

Bron: Venture Economics Investment Benchmarks
Report: Venture Capital (2002 Edition)

mogelijkheden buiten Europa zijn ruimschoots voorhanden met name in Amerikaanse fondsen maar ook in bijvoorbeeld Israël, Latijns-Amerika en Azië.

Een eenvoudig diversificatiemodel (waarvan de wegen voor ieder segment niet noodzakelijk gelijk zijn) zou er uit kunnen zien zoals hiernaast.

c Manager

Het kiezen van meerdere managers vermindert het managergebonden risico.

d Aanvangsjaar










De timing is van invloed op de prestaties van het fonds, omdat investerings- en desinvesteringkansen beïnvloed worden door externe economische omstandigheden. Daarom is het relevant de performance van fondsen op eenzelfde moment te vergelijken. Er kunnen duidelijke rendementsverschillen tussen verschillende beleggingsperioden bestaan. Om de kans te vergroten dat wordt belegd in de betere jaren wordt er over het algemeen voor gekozen te beleggen gedurende een aantal jaren in plaats van te voorspellen welk aanvangsjaar de beste resultaten zal opleveren.

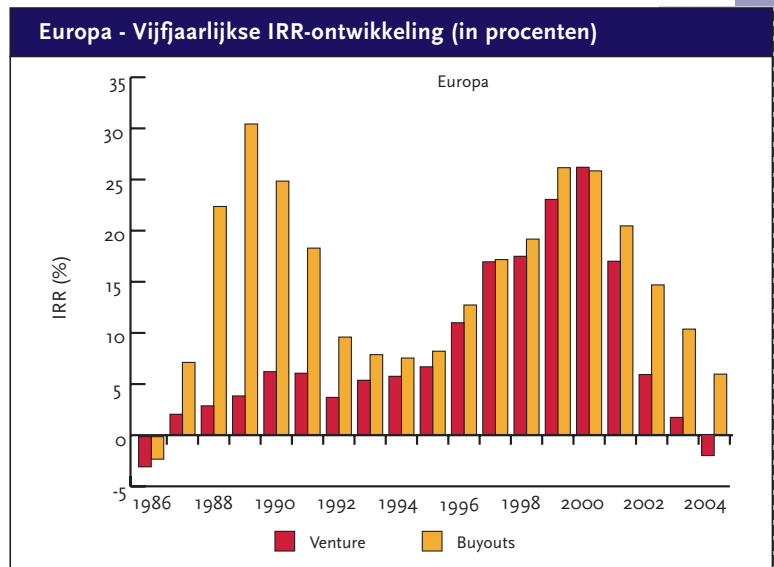
e Industrie

Bij venture capital-investeringen wordt het accent gelegd op technologie-intensieve bedrijfstakken. Deze kunnen bijvoorbeeld onderverdeeld worden in gezondheidszorg/biowetenschappen, informatietechnologie en communicatie. Buyout-fondsen zijn geneigd zich minder op technologie te richten en te kijken naar sectoren als financiële instellingen, detailhandel en consumentenproducten, transport, machinebouw en chemie. Sommigen richten zich op een specifieke sector.

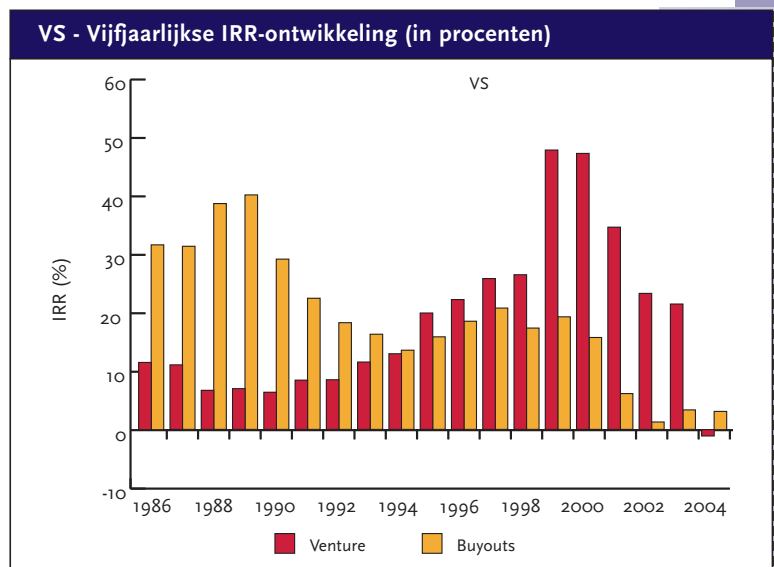
Beslissing 4 - Implementatie van de strategie

Vanwege de vereiste minimuminvestering in private equity-fondsen vergt het samenstellen van een gediversifieerde portefeuille een minimumniveau van

	Grotere buyouts	Middenmarkt/ Speciale situaties	Venture capital
VS			
Europa			
Rest van de wereld			



Bron: Venture Economics / EVCA



Bron: Venture Economics / EVCA

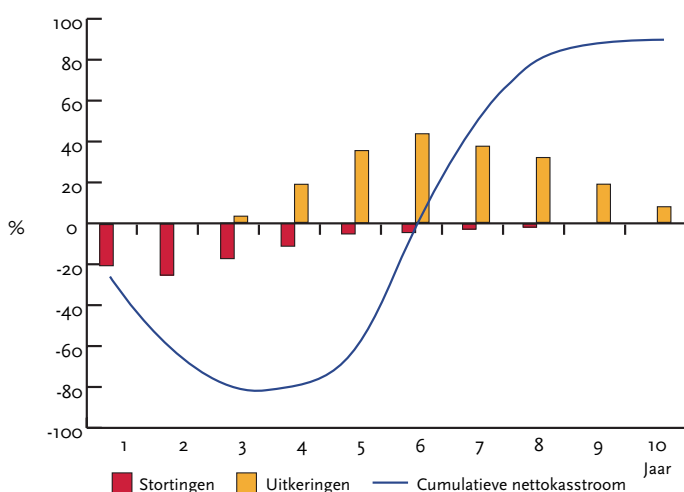
kapitaalsverplichtingen. Het zal ook tijd kosten om de portefeuille samen te stellen vanwege de diversificatie naar aanvangsjaar en aangezien de beste managers op een bepaald gebied moeten worden geselecteerd. Hoofdstuk IV behandelt deze en andere praktische aspecten van het beleggen.

Beslissing 5 - Hoe de volatiliteit van de kasstromen te plannen: De J-curve

Gewoonlijk hoeft een belegger bij het begin maar een klein percentage van het door hem toegezegde kapitaal ter beschikking te stellen. De eerste storting wordt gewoonlijk gevolgd door verdere stortingen (het tijdstip en de grootte worden meestal 2 tot 3 weken van tevoren aan de investeerder bekendgemaakt). Just-In-Time (JIT) stortingen worden gebruikt om zo kort mogelijk ongeïnvesteerde middelen in kas te hebben, zodat een negatieve invloed op de performance van het fonds wordt voorkomen. Beleggers moeten voldoende liquide middelen ter beschikking hebben om op afroep aan hun stortingsverplichtingen te voldoen. Bij te late storting kan men een boete oplopen of, in extreme gevallen, het belang in het fonds verliezen. In de beginjaren kunnen beleggers een laag of negatief resultaat verwachten, met name veroorzaakt door het aanvankelijk gering geïnvesteerde bedrag ten opzichte van de gebruikelijke oprichtingskosten, managementvergoedingen en operationele kosten.

Naarmate de bedrijven in portefeuille groeien en er bedrijven uit de portefeuille verkocht worden, worden opbrengsten uitgekeerd. Dit gebeurt meestal een paar jaar na de eerste investering en, zoals ook met de investeringen het geval is, zullen de tijdstippen en bedragen wisselend zijn. Als de investeringen en opbrengsten gecombineerd worden tot nettokasstromen vertaalt zich dit normaliter in een J-curve (zie onderstaande grafiek). Uitkeringen vinden met enige regelmaat plaats vóór het gehele toegezegde bedrag is opgevraagd, waardoor het ongebruikelijk is dat het hele bedrag waartoe een belegger zich heeft verplicht, uiteindelijk ook beheerd wordt door de manager. In de onderstaande figuur bereiken de netto belegde middelen hun hoogste punt op 80% van het commitment.

Karakteristieke jaarlijkse kasstromen voor beleggers in een fonds



IV De praktische aspecten van beleggen

1 De belangrijkste varianten van private equity-beleggingen

Deze zijn:

- a Directe investeringen in bedrijven.
- b Beleggen in private equity-fondsen
- c Selectie van private equity-fondsen door derden, bijvoorbeeld middels een fund of funds

a Directe investeringen in bedrijven

Het is soms het uiteindelijke doel van beleggers om directe investeringen in ondernemingen te doen, in plaats van fondsbeleggingen. Dit vereist echter meer kapitaal (om een vergelijkbare diversificatie en exposure te bereiken), andere vaardigheden, meer kennis en andere waarderingsmethodieken. Ofschoon dit deels kan worden ondervangen door te co-investeren met een fonds en de opbrengsten hoog kunnen zijn, gaat dit gepaard met een hoger risico en de mogelijkheid om het geïnvesteerde kapitaal geheel te verliezen. Deze strategie wordt slechts aan doorgewinterde private equity-beleggers aanbevolen.

b In-house investeringsprogramma

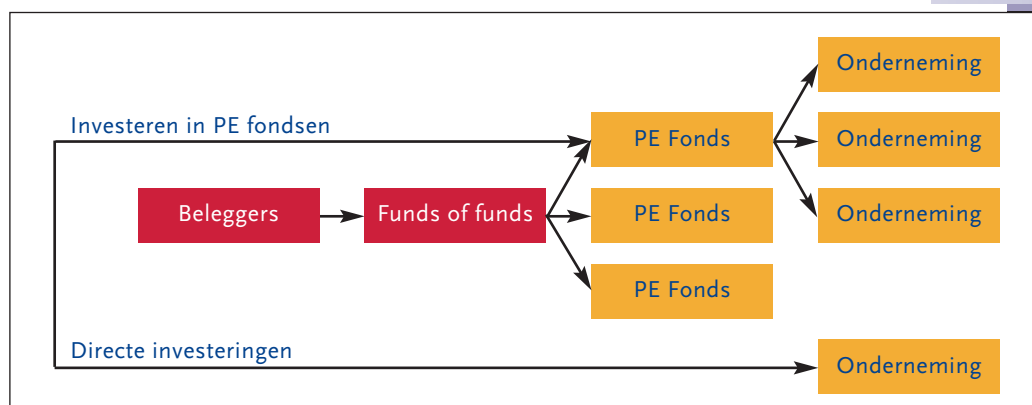
Beleggers verwachten doorgaans betere resultaten te bereiken met een portefeuille van private equity-fondsen die opgebouwd wordt door professionals die gespecialiseerd zijn in het identificeren, analyseren, investeren, managen en realiseren van private equity-investeringen. Door een gediversifieerde portefeuille wordt het risico het totaal belegd vermogen in het fonds te verliezen betrekkelijk klein vergeleken met directe investeringen in niet-beursgenoteerde

ondernemingen. In vergelijking tot beursgenoteerde aandelenfondsen investeren private equity-fondsen in relatief geconcentreerde portefeuilles; een typische buyout-portefeuille bevat 10 tot 15 participaties en een venture capital-portefeuille 20 tot 40. Een aantal factoren die beleggers bij het selecteren van een fonds in overweging dienen te nemen, wordt besproken in hoofdstuk V.

c Outsourcing

Fund of funds

Een fund of funds is een fonds opgebouwd uit verschillende fondsen, waarbij de manager evalueert, selecteert en kapitaal toewijst aan een aantal private equity-fondsen. Aangezien veel funds of funds bestaande relaties hebben met toonaangevende private equity-fondsen, en omdat verplichtingen worden aangegaan namens een grotere groep beleggers in plaats van één partij, kan dit een attractieve manier zijn voor beleggers om toegang te krijgen tot fondsen met een hogere minimum inleg of tot zwaar overtekende fondsen. Veel funds of funds zijn “blind pools”, wat betekent dat zicht op de onderliggende fondsen niet gegarandeerd is. De belegger vertrouwt meer op de staat van dienst van de manager om geschikte fondsen te selecteren. Sommige funds of funds maken daarentegen een voorgeselecteerde lijst van investeringsfondsen bekend. Beleggers moeten de extra managementvergoedingen en -kosten van het fund of funds afzetten tegen de kosten van eigen mensen die zij nodig zouden hebben bij het selecteren en managen van een portefeuille. Funds of funds



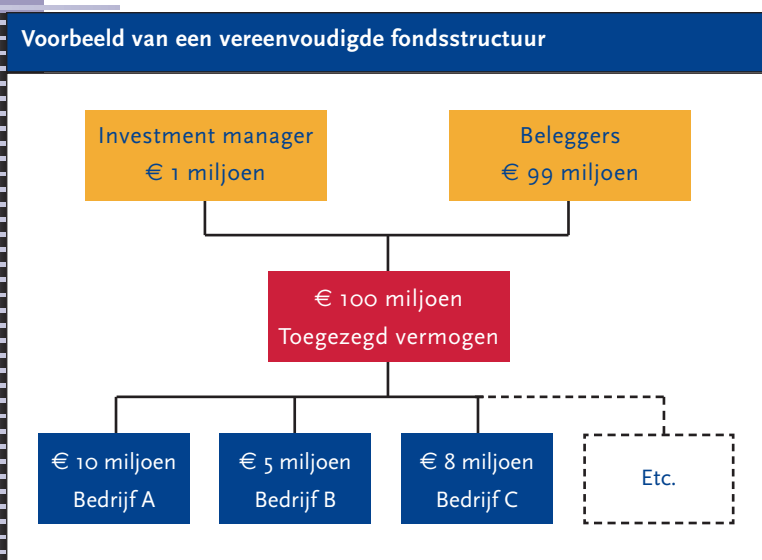
maken het mogelijk om efficiënt toegang te krijgen tot de diversificatiemogelijkheden vermeld in hoofdstuk III met een kleinere hoeveelheid kapitaal en door managers die streng geselecteerd worden. Het vermindert eveneens de noodzaak van voortdurende interne begeleiding, kasstroommanagement, rapportage en administratie.

Adviseurs

Adviseurs bieden een vergelijkbare deskundigheid als fund of funds-managers, en kunnen een scala aan adviesdiensten aanbieden. Dit laatste vergemakkelijkt de samenstelling van een portefeuille op maat, in tegenstelling tot het beleggen in een "blind pool" samen met andere beleggers. Adviseurs kunnen afzonderlijke in plaats van samengestelde fondsen aanbieden. Adviesdiensten worden ook door sommige fund of funds-managers aangeboden.

2 Structuur van private equity-fondsen

Het onderstaand schema geeft een voorbeeld van een vereenvoudigde fondsstructuur.



a Juridische en fiscale aspecten

De vele jurisdicties binnen Europa maken het moeilijk een fondsstructuur te ontwerpen die zowel in juridisch als in fiscaal opzicht efficiënt is voor iedere belegger. Vaak is het noodzakelijk om twee of meer entiteiten in te richten met verschillende structuren of vestigingsplaatsen om het beleggers in verschillende landen mogelijk te maken te investeren in een gemeenschappelijke portefeuille. Twee van de belangrijkste aspecten van elke fondsstructuur zijn:

- de structuur moet voor de belegger geen fiscale risico's meebrengen; en
- beleggers moeten het voordeel hebben van beperkte aansprakelijkheid.

Met betrekking tot het aspect belastingen is het belangrijk dat er geen additionele heffing wordt opgelegd op het niveau van het fonds, of dat beleggers onderhevig zijn aan belasting in een ander land ten gevolge van de activiteiten van het fonds. Dientengevolge zijn fondsstructuren vaak gebaseerd op het principe van "fiscale transparantie". Met andere woorden, beleggers worden behandeld alsof zij direct investeren in de onderliggende portefeuille-ondernemingen. Een algemene structuur die internationaal gebezigd wordt, is de Amerikaanse of Engelse Limited Partnership. Ofschoon gebaseerd op het principe van transparantie, worden deze Limited Partnerships toch niet altijd erkend als transparant in bepaalde jurisdicties. Sommige van de meest gebruikte structuren die beantwoorden aan de criteria van transparantie en beperkte aansprakelijkheid in verschillende jurisdicties zijn:

Finland	Limited Partnership
Frankrijk	FCPR en FCPI
Duitsland	GmbH & Co KG
Nederland	CV (partnership)
Zweden	Limited Partnership
Engeland	Limited Partnership

Daarenboven zijn er vele andere structuren die meer of minder geschikt zijn voor verschillende soorten beleggers afhankelijk van het betreffende land.

b Liquiditeit

Beleggen in private equity is een langetermijnactiviteit en daarom leggen private equity-managers over het algemeen aanzienlijke restricties op aan de overdraagbaarheid van belangen in hun fondsen. Uit liquiditeitsoverwegingen kunnen beleggers daarom afzien van een investering. Er zijn echter manieren om dit te omzeilen.

Beursgenoteerde private equity-fondsen

Er zijn een aantal private equity-fondsen van goede kwaliteit in Europa, die tevens genoteerd zijn aan belangrijke Europese aandelenbeurzen. Ofschoon vele hiervan opgericht werden om fiscale voordelen te behalen (bijvoorbeeld vrijstelling van vermogensbelasting voor genoteerde investment trusts in Engeland) komen ze minder vaak voor dan niet-genoteerde entiteiten.

Redenen hiervoor zijn onder meer:

- de tendens dat genoteerde investeringsfondsen worden verhandeld tegen een disagio ten opzichte van hun nettovermogenswaarde. Deze nettovermogenswaarde kan vervolgens fluctueren, het rendement aantasten of aldus het rendement minder voorspelbaar maken.
- de beperkte mogelijkheden tot uitkering in contanten. Dit betekent dat wanneer investeringen worden gerealiseerd, de opbrengst in de vorm van liquide middelen in het fonds blijft en het resultaat drukt tot deze geherinvesteerd kan worden.

Echter, sommige beleggers kunnen alleen investeren in genoteerde aandelen vanwege bepaalde regelgeving en voor deze beleggers blijven genoteerde private equity-fondsen een goede optie.

Ontwikkeling van de onderhandse (secondary) markt

Er bestaat een zich snel ontwikkelende onderhandse markt voor belangen in bestaande private equity-fondsen, de zogeheten “secondaries”. Het aanbod van een secondary kan een heel fonds van directe investeringen omvatten of, meer voorkomend, een portefeuille van belangen in een aantal verschillende fondsen. Er is een groeiend aantal vermogende investeerders die zich specialiseren in het opkopen van belangen van beleggers in bestaande fondsen.

Voor grotere secondary portefeuilles is het gebruikelijk een koper te zoeken via een veiling. Kleinere transacties worden veelal gedaan in besloten kring, waar soms de koper en verkoper bij elkaar gebracht worden door de manager van het fonds of door een tussenpersoon.

Bij een secondary transactie is de goodwill van de betrokken manager belangrijk. Vaak is de manager in een positie om de overdracht te weigeren of te beperken. Voorts wordt de waardering van de onderliggende activa vergemakkelijkt door de medewerking van de manager.

Nu institutionele private equity-programma's omvangrijker worden en tot wasdom komen, kan het voor beleggers aantrekkelijk worden om sommige bestaande beleggingen te gelde te maken teneinde cash te genereren voor toekomstige beleggingen. Dit is een van de factoren die de ontwikkeling van de markt voor secondaries bespoedigt.

c Nieuwe vormen

Gestructureerde producten

Gespecialiseerde fondsstructuren maken het mogelijk om private equity-producten aan te bieden aan verschillende typen beleggers. Door securitisatie kunnen geïncorporeerde fondsen belangen aanbieden aan beleggers in de vorm van waardepapieren, bijvoorbeeld obligaties met een kredietbeoordeling of converteerbare aandelen. Belangen in deze speciale vehicles kunnen ook gepaard gaan met garanties voor

de gehele of gedeeltelijke restitutie van de geïnvesteerde hoofdsom. Tot op heden zijn zulke producten, gewoonlijk funds of funds, gestructureerd als “evergreens”, dat wil zeggen dat de gerealiseerde opbrengsten niet worden uitgekeerd aan aandeelhouders maar worden geherinvesteerd. Ook worden stortingen doorgaans aan het begin gedaan in plaats van op afroep (JIT). Deze funds staan meestal aan de beurs genoteerd.

Vermogende particuliere investeerders

Vermogende particuliere investeerders zijn een belangrijke en actieve groep in de markt aan het

worden. Aangezien het voor velen niet praktisch is om aan meerdere funds verbonden te zijn, rekening houdend met de minimum inleg, kan aan deze groep een verscheidenheid aan gecombineerde funds worden aangeboden. Zo zijn er speciale funds voor privé-investeerders die startkapitaal aanbieden. Een variatie hierop is een samengesteld fonds, dat bestaat uit meerdere (bijvoorbeeld tussen 4 en 6) geselecteerde funds. Beleggers kunnen ook hun investeringsbeslissingen door anderen laten nemen (zoals boven besproken) door te investeren in een fund of funds voor vermogende particulieren.

d Gebruikelijke voorwaarden van private equity-funds

Gebruikelijke voorwaarden van private equity-funds

Minimum investeringsbedrag	Vaak tussen de € 5 miljoen en € 10 miljoen
Investering managers	Managers investeren vaak ook met eigen geld in het fonds naast de beleggers. Dit schept vertrouwen. Beleggers vinden tenminste 1% van het totale fonds een geloofwaardige investering.
Looptijd fonds	De looptijd voor de meeste private equity-funds ligt tussen de 7 en 10 jaar, met de mogelijkheid tot verlenging. Het belegde bedrag is gewoonlijk illiquide gedurende deze tijd, behoudens uitkeringen wanneer belangen in ondernemingen worden verzilverd.
Tijdsduur investeringsperiode	Gemiddeld investeren funds het toegezegde kapitaal gedurende een periode van 3 tot 6 jaar.
Managementvergoeding	De jaarlijkse managementvergoeding bedraagt normaliter 1,5% tot 2,5% van het toegezegde kapitaal. Dit bedrag komt in grote lijnen overeen met de werkelijke beheerskosten van het fonds.
Winstdeling	Een deel, gewoonlijk 20% van de totaal gerealiseerde overwinst te betalen aan management. Ook wel “carried interest” genoemd.
Preferent rendement	De carried interest wordt pas uitgekeerd nadat het fonds een vooraf bepaald jaarlijks rendement over het ter beschikking gestelde bedrag aan de beleggers heeft uitgekeerd.

V Due diligence

1 Het belang van managementkeuze

Het belangrijkste criterium voor het kiezen van een private equity-fonds is de reputatie van het management. Het verschil in resultaten behaald door managers die tot het hoogste kwartiel (de 25% beste) behoren en die tot het laagste kwartiel (de 25% slechtste) behoren is in de private equity-industrie aanzienlijk veel groter dan in de markt van genoteerde aandelen en de obligatiemarkt. De grafiek hiernaast illustreert het belang van managerselectie in private equity.

2 Punten van aandacht bij het beleggen in een fonds

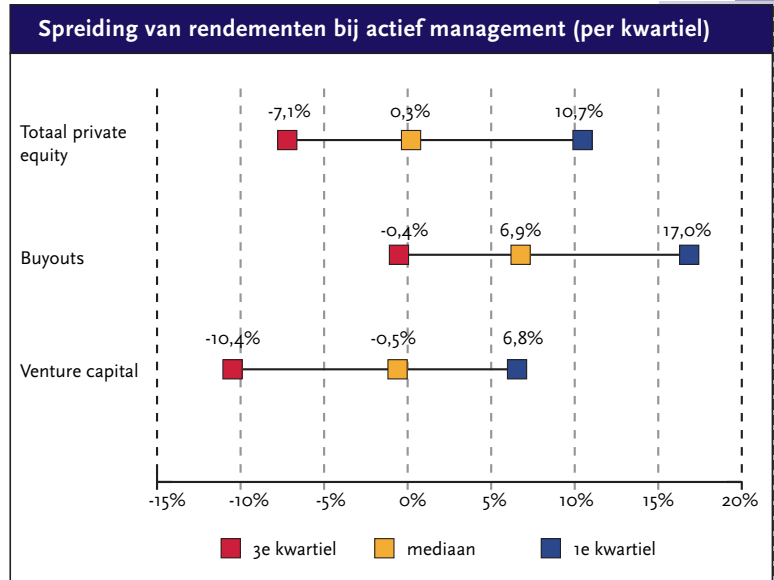
Beleggers moeten de geloofwaardigheid van iedere manager beoordelen en precies nagaan wat hun track record en reputatie is. Onderzoek heeft aangetoond dat het track record een indicatie van toekomstig succes kan zijn, daar er een verband bestaat tussen de rendementen die managers weten te behalen in opeenvolgende perioden. Belangrijke overwegingen bij het maken van een keuze zijn:

a Investeringsstrategie en marktkansen

De investeringsstrategie van een fonds moet helder zijn en goed aansluiten op het track record van de manager. Het track record moet getuigen van een gedisciplineerde aanpak en het vermogen vast te houden aan een voorgenomen strategie. De ter beschikking gestelde middelen moeten overeenstemmen met de beoogde investeringen en organisatie van het management. De investeringsstrategie moet rekening houden met de algemene economische situatie, daar deze van invloed is op de geboden kansen.

b Track record

Statistieken zijn meer en meer betrouwbaar geworden als het gaat om de behaalde resultaten van fondsen per sector en per aanvangsjaar. Toekomstige beleggers moeten zowel de IRR (Internal Rate of Return) op investeringen analyseren alsook het aantal malen dat een investering wordt terugverdiend (multiples of



Bron: Venture Economics

original cost realised). Een consistente performance in het hoogste kwartiel en een flink aantal succesvol afgeronde investeringen verdienen de voorkeur. Rendementen worden vaak opgevoerd op een “bruto” en “netto” basis. Het brutorendement vertegenwoordigt de ROI (Return On Investment = rendement op geïnvesteerd vermogen) van een fonds en houdt geen rekening met de vergoedingen en onkosten, noch resultaatdrukkende effecten van in kas gehouden middelen. Het nettorendement geeft het rendement van de belegger weer en wordt daarom ook wel “cash on cash” rendement genoemd. Bovendien wordt vaak onderscheid gemaakt tussen rendementen op gerealiseerde investeringen (exits) en ongerealiseerde investeringen (nog in portefeuille). Beleggers moeten er op letten welk deel van de exits in de portefeuille gerealiseerd is. Wat betreft niet gerealiseerde investeringen moeten beleggers de waarderingsgrondslagen in ogenschouw nemen. Een analyse van de verscheidenheid van rendementen per investering illustreert de volatiliteit die consistent moet zijn met de strategie. Buyoutrendementen behoren bijvoorbeeld minder volatiel te zijn dan venture capital-rendementen.

Een andere manier om het track record te meten, is door de waardecreatie te bepalen. Portefeuillerendementen kunnen bijvoorbeeld toegeschreven worden aan verschillende onderdelen van de strategie, zoals omzetgroei, kostenreducties, betere koers/winst-

verhoudingen en verbetering van balansverhoudingen. Een track record dat rendementsverbetering door groei in resultaten laat zien is vaak populair.

c Investeringssteam

De beoordeling of management eerder behaalde resultaten kan herhalen zal afhangen van de leden van het team, hun winstdelingsstructuur en de continuïteit van het team. Het belangrijkste aspect van de achtergrond van ieder teamlid is zijn gedegen ervaring als private equity-manager. Andere vaardigheden, zoals relevante operationele, sector- of wetenschappelijke ervaring helpen daarbij. Het is belangrijk dat de kern van het team al een lange tijd heeft samengewerkt en weinig mensen uit de kern zijn vertrokken. Hierdoor kunnen resultaten duidelijker met dit team geïdentificeerd worden en het geeft enig vertrouwen dat het team in de toekomst blijft bestaan. Gewoonlijk helpt het om met vertegenwoordigers aan de andere kant te spreken (bijvoorbeeld de directie van participaties in portefeuille of andere private equity managers), aangezien zij een beeld kunnen geven van de dynamiek binnen het team. De verdeling van de carried interest kan ook een rol spelen bij het creëren van zekerheid voor de toekomst. Over het algemeen moeten de belangrijkste managers een redelijk deel

van de carried interest ontvangen en idealiter moet het goed verdeeld worden binnen het team. Dit geeft vertrouwen in de kracht en standvastigheid van het team. Het bewijst ook dat er nagedacht is over de toekomstige senior managementverantwoordelijkheden binnen het team.

Tenslotte vormen persoonlijke participaties van managers in het fonds, voor bedragen die een significant deel uitmaken van hun persoonlijke vermogen, een duidelijke indicatie van hun betrokkenheid.

d Kernvaardigheden

Succesvolle private equity-managers kunnen laten zien dat ze een aantal kernvaardigheden in huis hebben, zoals bijvoorbeeld de volgende.

Focus op ondernemingsplan Bedrijfsplannen worden nauwkeurig samengesteld en geanalyseerd voor iedere investering. Het bestuderen van een bedrijfsplan en het mede creëren van de voorwaarden voor een efficiënte uitvoering is een van de belangrijkste gebieden waarin private equity-managers van toegevoegde waarde kunnen zijn voor participaties.

Selectie en specialisatie Goede private equity-managers zien een groot aantal potentiële transacties per jaar, waardoor ze zeer selectief kunnen zijn en alleen die deals selecteren die meerwaarde kunnen opleveren. Een gedegen technologische en operationele kennis ten aanzien van deze mogelijkheden wordt steeds belangrijker in deze groeiende industrie.

Speelruimte om te onderhandelen In tegenstelling tot de belegger in beursgenoteerde bedrijven hoeft een private equity-fonds niet enkel en alleen op grond van de prijs te beslissen. Een private equity-manager kan zijn rendement op verschillende manieren beïnvloeden, zoals door uitsluiting van aansprakelijkheden, aanvullende waarborgen en prijsaanpassingen achteraf.



Inside information Anders dan bij beursgenoteerde aandelen mag de private equity-manager inside information, zoals bijvoorbeeld prognoses van het management gebruiken bij het investeringsproces.

Sterk management Sterk management, zowel bij private equity-managers als bij de participaties zelf zijn cruciaal voor het succes van een investering. De private equity-manager is in hoge mate afhankelijk van het management van de onderneming voor de dagelijkse bedrijfsbeslissingen.

Focus op toegevoegde waarde Aandeelhouderschap en management worden op één lijn gebracht, vaak op een meer intensieve wijze dan in geval van een beursgenoteerd bedrijf. Daarbij raakt de private equity-manager betrokken bij de strategische richting en risicobeheersing van de onderneming. Het aangaan van schulden, wat gebruikelijk is bij buyouts, maakt het opstellen van agressieve bedrijfsplannen noodzakelijk.

Bestuur / Controle In tegenstelling tot de organisatiestructuur van een beursgenoteerde onderneming heeft de private equity-manager een zekere mate van controle en invloed en kan hij, indien nodig, op strategisch of operationeel niveau, ingrijpen.

e Investeringsproces, begeleiding en exit

Beleggers wensen een goed gefundeerde strategie en een strakke procedure voor het beoordelen van investeringen. Daarbij hoort beoordeling van het bedrijfsplan, de voorziene exitroute en het verwachte rendement. Er moet aantoonbare discipline bestaan bij de leidinggevenden van het fonds daar waar het gaat om de toepassing van beslissingscriteria. Dit speelt onder meer bij de prijsbepaling. Het is aanbevelingswaardig als managers kunnen aantonen eerdere transacties op grond van de prijs te hebben afgewezen. Bij venture capital kijken beleggers naar de bereidheid om verlies te nemen bij slecht presterende

participaties in plaats van door te investeren. Bij buyouts is het kunnen arrangeren van een daarop toegesneden schuldfinanciering van belang. Het hebben van alternatieve exitstrategieën is belangrijk bij alle vormen van private equity en de manier waarop exits gepland worden is cruciaal.

f Aantal en verscheidenheid van onderliggende investeringen

Hoe groter het aantal onderliggende investeringen, hoe groter de risicospreiding. Als investeringen beperkt zijn in aantal of gericht zijn op een bepaalde regio, sector of activiteit, dan wordt het risico ook groter. Private equity-managers zijn echter doorgaans sterk betrokken bij hun participaties. Vandaar dat het aantal deals dat een team kan behandelen, beoordelen, managen en realiseren gelimiteerd is.

g Portefeuille fit

Bij de opbouw van een gediversifieerde portefeuille moet een belegger zich ervan vergewissen dat het soort fonds en de gevoerde strategie past in de bredere portefeuillestrategie.

h Kwaliteit van klantbehandeling, rapportage en administratie

Transparantie en regelmatige rapportage zijn noodzakelijk voor beleggers om de ontwikkelingen binnen hun portefeuille te volgen. Het belang dat managers hieraan hechten, kan variëren.

VI Portefeuillebeheer en resultatenmeting

1 Portefeuillebeheer

Als een belegger actief betrokken is bij het volgen van de activiteiten van een fonds, kan dit een tijdrovende exercitie zijn. Grotere beleggers kan een plaats in de Raad van Advies worden geboden, die zich gewoonlijk richt op beleggersissues en potentiële belangenconflicten.

Sommige beleggers onderzoeken in detail ieder investeringsvoorstel. In sommige gevallen bestaat de mogelijkheid van co-investeren.

Het bewerkstelligen van een goede samenwerking met een fondsmanager is een langetermijndoel, dat beter inzicht geeft in de sterke en zwakte punten van de investeringsstrategie van een manager.

Beleggers die nauwe samenwerking wensen met het fondsmanagement moeten voldoende tijd en inspanning kunnen leveren. Veel beleggers zullen daarom een relatie aangaan met een beperkt aantal managers aan wie zij fondsen toevertrouwen.

Zoals gezegd, een regelmatige en overzichtelijke rapportage door de manager is essentieel voor het daadwerkelijk volgen van een portefeuille. Deze omvat gedetailleerde financiële overzichten van het fonds, een financieel verslag betreffende de investeringen en een overzicht van de status van iedere participatie inclusief voorziene realisaties.

Beleggers moeten ervan uitgaan dat de rapportages over hun fondsen IRR's laten zien die een J-curve vertonen, zoals besproken in hoofdstuk III.

2 Resultatenmeting

a IRR en multiple

Resultaten over een bepaalde tijdsperiode behaald, worden gewoonlijk gemeten via de IRR-methode en absolute meerwaarde wordt gemeten als een multiple (veelvoud) van de originele kostprijs. Door beide methodieken naast elkaar te hanteren, is het mogelijk de herkomst van het rendement te analyseren. Een hogere multiple, bijvoorbeeld gecombineerd met een

lagere IRR, duidt erop dat de rendementen behaald zijn over een langere periode. Daarentegen wijst een hogere IRR over een kortere periode mogelijk op een geringe absolute vermogenstoename. Het is van belang dat beleggers zich realiseren dat het niet ongebruikelijk is dat afwijkende en inconsistente IRR's gerapporteerd kunnen worden gedurende de beginfase van een fonds, dit als gevolg van opwaarderingen. Voorts zullen vroeg gerealiseerde omvangrijke exits een aanzienlijke invloed hebben op de uiteindelijke IRR van het fonds, ofschoon de gemiddelde multiple niet evenredig indrukwekkend is. Daarom verdient het de voorkeur dat beide metingen naast elkaar worden gelegd.

De IRR wordt gedefinieerd als de discontovoet waartegen uitgaande kasstromen, behorende bij de investering(en), worden verdisconteerd, zodat deze gelijk worden aan de ingaande kasstromen. De ingaande kasstromen hangen samen met geheel of gedeeltelijk gerealiseerde exits of met de te verwachten waarde van de belegging aan het eind van de periode. De IRR-berekening beslaat alleen de periode waarin het kapitaal daadwerkelijk is geïnvesteerd. De wegingsfactoren zijn overeenkomstig de omvang van de geïnvesteerde bedragen op de verschillende tijdstippen.

b Peer group-vergelijking

Wanneer de resultaten van een fonds met andere private equity-fondsen worden vergeleken, is het belangrijk soort met soort te vergelijken. Eerst moeten fondsen in dezelfde sector vergeleken worden. Het is bijvoorbeeld zinloos om een buyout-fonds met een venture capital-fonds te vergelijken. Twee mid-market pan-Europese buyout-fondsen met elkaar vergelijken heeft wel zin.

Sectorfondsen vergelijken die in hetzelfde jaar zijn opgericht heeft ook zin. Aangezien fondsen normaliter het beschikbare vermogen gedurende een periode van 3 tot 6 jaar investeren en hun opbrengsten genereren tussen de 3 en 10 jaar kan geen betekenis worden gehecht aan de vergelijking van een fonds in zijn eerste jaar met bijvoorbeeld een fonds in zijn zesde jaar. Zo heeft het ook weinig zin om fondsen met verschillende aanvangsjaren te vergelijken, omdat

deze zijn geconfronteerd met geheel andere economische en investeringsomstandigheden.

Terwijl private equity-fondsen gewoonlijk hun rendementen niet publiceren, zullen funds of funds en consultants hun eigen database met rendementgegevens hebben ingericht en moeten zij in staat worden geacht vergelijkingen te maken. Bovendien zijn steeds nauwkeuriger statistieken te verkrijgen die de gemiddelde rendementen van de best presterende fondsen laten zien, gegroepeerd naar startjaar, geografische focus en sector.

c Vergelijking met andere beleggingsvormen

De IRR-berekening is gelijk aan de berekening van een investering met een vaste coupon over de looptijd daarvan. Zij verschilt echter van de tijdgewogen IRR-berekening die standaard wordt toegepast op beleggingsfondsen en hedge-fondsen, aangezien de verschillen in timing en in- en uitgaande bedragen bij private equity-fondsen een dergelijke vergelijking niet mogelijk maken.

Daarom is de vergelijking met andere beleggingsvormen niet gemakkelijk. Een methode is het kiezen van een vergelijkende index en de kasstromen af te zetten tegen die van een belegging van dezelfde omvang in deze index. Wanneer bijvoorbeeld een fonds cash opvraagt, wordt het beschouwd als een aankoop van de vergelijkbare index voor hetzelfde bedrag. Wanneer distributie plaats vindt, wordt het beschouwd als de verkoop van een denkbeeldig belang. Als het fonds beter presteert dan de index zal het denkbeeldige belang tot nul gereduceerd zijn voordat het fonds zijn laatste uitkering heeft gedaan. Fondsen vergelijken op basis van gemiddelden is ook een optie.

Bijlage 1 Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen

De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) behartigt de belangen van de participatiemaatschappijen in Nederland. De doelen van de NVP zijn:

- Samen met de overheid werken aan adequate regelgeving voor de private equity-sector en haar klanten
- Beleggers informeren over de kenmerken van private equity als asset class
- Ondernemers informeren over de mogelijkheden van private equity voor ondernemingsfinanciering
- De bekendheid en het imago van private equity verbeteren om bovengenoemde doelen te bereiken
- Bijdragen aan verdere professionalisering van de private equity-sector

De NVP heeft ruim vijftig leden en zeventig geassocieerde leden. De leden zijn participatiemaatschappijen die als hoofdactiviteit hebben het verstrekken van risicodragend vermogen aan niet-beursgenoteerde vennootschappen. De investeringsactiviteiten van de NVP-leden strekken zich uit van financiering van de seed- en startfase, tot expansiefinanciering, tot financiering van buyouts en andere late-fase financieringen. Een aantal leden is onderdeel van een bank, verzekeraar of pensioenfonds. Anderen zijn onafhankelijk. Ook regionale ontwikkelingsmaatschappijen zijn aangesloten bij de NVP. In totaal komen 95% van het aantal private equity-investeringen en ongeveer 80% van de in Nederland geïnvesteerde bedragen voor rekening van leden van de NVP.

Meer informatie over de activiteiten van de NVP en haar leden is te vinden op www.nvp.nl.

Bijlage 2 Begrippenlijst private equity

De volgende begrippen worden veel gebruikt in rapporten en artikelen over private equity.

Aanvangsjaar (Vintage year) Oprichtingsjaar van een fonds en eerste kapitaalstorting.

Acquisitie (Acquisition) Het verkrijgen van controle, bezit of eigendom van een onderneming.

Afboeking (Write-off) Afboeken van een waardeloos geworden investering.

Afschrijving (Write-down) Waardevermindering van een onderneming.

Begin (Inception) Het startpunt waarop IRR-calculaties van een fonds berekend worden; meestal het startjaar of de datum van de initiële investering.

Brugfinanciering (Bridge financing) Mezzanine-financiering voor een bedrijf, dat verwacht binnen 6 tot 12 maanden naar de beurs te gaan of ter overbrugging van de periode voor een nieuwe financieringsronde.

Buyout De koop van veelal een meerderheidsbelang in een gevestigde en volwassen onderneming.

Captive funds Investeringsfonds dat (deels) onderdeel is van een grotere financiële instelling.

Carried interest Aandeel in de winst op gerealiseerde investeringen in een fonds te ontvangen door de managers (meestal 20%). Gewoonlijk wordt carried interest pas betaald als beleggers hun oorspronkelijke inleg hebben terugverdiend en er daarnaast een voorafgesproken rendement is behaald.

Conditie en voorwaarden (Terms and conditions) De financiële en beheersvoorwaarden die op een fonds van toepassing zijn.

Corporate venturing Venture capital dat door grote ondernemingen ter beschikking wordt gesteld om hun eigen strategische doelen na te streven.

Derde financieringsronde (Third stage/round)

Financieringsronde ten behoeve van een aanzienlijke expansie van een onderneming, waarvan de verkopen groeien en die kostendekkend of winstgevend opereert.

Due diligence Het onderzoeken en evalueren van een managementteam, investeringsfilosofie, track record en voorwaarden alvorens een verplichting tot kapitaalstorting aan te gaan.

Eerste financieringsronde (First stage/round) De eerste financieringsronde na de start van de onderneming waarbij een institutioneel venture capital-fonds is betrokken.

Eerste kwartiel (Lower quartile) De 25% minst presterende leden van een groep.

Equity kicker Optie voor private equity-beleggers om aandelen tegen een lagere prijs te kopen.

Exitstrategie (Exiting strategy) De voorgenomen aanpak van een fonds om haar aandelenbelangen op diverse wijzen te gelde te maken en tevens een maximaal rendement te realiseren.

Fonds (Fund) Investeringsentiteit, vaak een besloten vennootschap, waaraan beleggers kapitaal verschaffen.

Fondsfocus (Fund focus) De specialisatie van een private equity-fonds.

Fondskapitalisatie (Fund capitalisation) Het totale investeringsbedrag in een fonds, waartoe beleggers zich verplichten.

Fund of funds Een fonds dat minderheidsbelangen neemt in andere fondsen. Als de focus primair gericht is op het beleggen in nieuwe fondsen dan wordt dit een primair fund of funds genoemd en als het accent ligt op volwassen, bestaande fondsen dan wordt dit een secondary fund of funds genoemd.

Gemiddelde IRR (Average IRR) Het rekenkundige gemiddelde van de Internal Rates of Return.

General partner Een partner (vennoot) in een limited partnership (vennootschap) die verantwoordelijk is voor het dagelijks beheer van het fonds.

Gerealiseerde multiple (Realised multiple) De verhouding van de cumulatieve opbrengsten en (verliezen) tot de kostprijs van de gerealiseerde investeringen.

Gespreid (Balanced) Een private equity-fondsstrategie die investeringen omvat in bedrijven in verschillende fasen van hun ontwikkeling.

Gestort kapitaal (Paid-in capital) Het deel van het gecommiteerd kapitaal dat een belegger daadwerkelijk heeft overgemaakt naar het fonds. Ook bekend als “cumulative takedown amount”.

Gewogen gemiddelde IRR (Capital Weighted Average IRR) De gemiddelde IRR waarbij fondsen worden gewogen in verhouding tot de fondsgrootte.

Herstructurering (Turnaround) Financiering voor een onderneming die aanzienlijke operationele of financiële problemen ondervindt met de bedoeling de resultaten te verbeteren.

Horizon rendement (Horizon return) Een IRR berekening tussen tijdstippen waar het beginpunt variabel en het eindpunt vastgesteld is. Bijvoorbeeld rendementen over 3, 5, en 10 jaren eindigend per 31/12/2005.

Informal investor (Business angel) Een vermogende particulier, die investeert in private equity (veelal jonge net gestarte bedrijven).

IPO (Initial Public Offering) De initiële publieke plaatsing van aandelen met een beursintroduktie als doel.

IRR (Internal Rate of Return) De discountvoet waarbij de NPV (Net Present Value = netto contante waarde) van de inkomende kasstromen en de NPV van de uitgaande kasstromen (inclusief de verwachte eindwaarde) aan elkaar gelijk zijn.

Kapitaalverbruik (Burn rate) De snelheid waarmee een onderneming kapitaal verbruikt.

Kwartiel (Quartile) Segment van 25% van de waarnemingen van een groep. (De eerste 25% is het eerste kwartiel, etc.)

Laatste kwartiel (Upper quartile) De 25% best presterende leden van een groep.

Latere fase (Later stage) De fase van een onderneming waarin de verdergaande expansie van een onderneming wordt gerealiseerd.

LBO (Leveraged buyout) De koop van een onderneming of een onderdeel daarvan, van een wel of niet aan de beurs genoteerde eigenaar, met gebruikmaking van een aanzienlijke hoeveelheid schuld.

Leidende investeerder (Lead investor) Lid van een syndicaat van private equity-investeerders dat gewoonlijk het grootste belang heeft, zich bezighoudt met de bancaire financiering en het meest actief is in het hele project.

Limited partner Een belegger in een limited partnership.

Limited partnership De juridische structuur die door de meeste (Angelsaksische) fondsen gebruikt wordt. Vaak investeringsentiteiten voor een bepaalde periode. De general partner (beherend vennoot) of managementfirma voert het beleid over de partnership aan de hand van een beleidsplan zoals vastgelegd in de Partnership Agreement (Aandeelhoudersovereenkomst). Deze overeenkomst omvat voorwaarden, vergoedingen, structuren en andere afspraken tussen de limited partners (vennoten) en general partners (beherend vennoten).

Liquidatie (Liquidation) De verkoop van de activa van een participatie aan een of meer kopers waarbij de investeerders een gedeelte van de opbrengst krijgen.

Looptijd (Holding period) De periode dat een investering in portefeuille is.

Management buyin (MBI) Het overnemen van een onderneming door extern management.

Management buyout (MBO) Het overnemen van een onderneming door het zittend management.

Managementvergoeding (Management fee)
Vergoeding voor het managen van de activiteiten van het fonds, gewoonlijk per kwartaal betaald aan de behorend vennoot of managementvennootschap.

Mezzanine Achtergestelde leningen: de financiering die voorrang heeft boven aandelenkapitaal maar achtergesteld is aan andere schulden.

Ontmanteling van activa (Asset stripping) Het ontmantelen van een gekochte onderneming door verkoop van operationele en/of financiële activa.

Opwaardering (Write-up) Een opwaardering van een investering gebaseerd op de actuele gang van zaken.

Plaatsingsagent (Placement agent) Een financiële tussenpersoon aangesteld door een private equity-fonds om de fondsenwerving te bevorderen.

Pooled IRR Een methode om tot een samengestelde IRR te komen door de kasstromen van de verschillende fondsen bij elkaar op te tellen en van de samengestelde kasstroom de IRR te berekenen.

Poortwachters (Gatekeepers) Gespecialiseerde adviseurs die institutionele beleggers assisteren bij hun beslissingen over private equity-toewijzing.

Portefeuilleonderneming (Portfolio company) Een onderneming waarin een fonds direct investeert.

Ratchet Een afspraak waarbij de uiteindelijke waarde van een over te nemen onderneming achteraf wordt bepaald op basis van resultaten die nog moeten worden gerealiseerd.

Realisatie ratio (Realised ratio) De som van alle uitkeringen gedeeld door het geïnvesteerde kapitaal.

Restricted securities Beperkt verhandelbare effecten.

Restwaarde (Residual value) De waarde van het resterend belang van een belegger in een fonds.

Secondary buyout/sale Buyout waarbij de participatie wordt overgenomen door een andere participatiemaatschappij.

Seed stage De zeer vroege fase van een bedrijf dat nog geen commerciële activiteiten heeft ontwikkeld en nog bezig is met onderzoek en ontwikkeling.

Strategische verkoop (Trade sale) Verkoop van een portefeuilleonderneming aan een andere onderneming, meestal actief in dezelfde sector

Tweede financieringsronde (Second stage/round) Financieringsronde die verstrekt wordt voor de vroegtijdige expansie van een onderneming.

Uitkering (Distribution) Cash of het equivalent in aandelen uitgekeerd aan beleggers na een realisatie.

Uitkeringen op gestort kapitaal (Distributions to paid-in capital) Het bedrag dat is uitgekeerd aan beleggers in vergelijking tot het totale gestorte kapitaal in het fonds.

Venture capital Investerings in jonge, snel groeiende (technologie)-bedrijven, waaraan relatief hoge risico's verbonden zijn.

Vermogen onder beheer (Capital under management) De hoeveelheid kapitaal onder beheer waarover een managementteam kan beschikken voor private equity-investeringen.

Vermogenswinsten (Capital gains) Vermogenswinsten als gevolg van de verkoop van activa.

Verplichting (commitment) De verplichting van een belegger om een bepaalde hoeveelheid kapitaal ter beschikking te stellen voor het fonds.

Verwatering (Dilution) Een verkleining van het aandelenbelang van zittende aandeelhouders als gevolg van een nieuwe financieringsronde, waaraan zij niet meedoen.

Volwassen fondsen (Mature funds) Fondsen die gedurende tenminste vijf jaar investeren.

Voorkeursrendement (Preferred return) (i) Het vastgestelde rendement dat de beleggers moeten ontvangen voordat het management deelneemt in uitkeringen, of (ii) een bepaalde netto vermogenswaarde die bereikt moet worden alvorens management deelgerechtigd wordt in uitkeringen.

Vroege fase (Early stage) De investeringsstrategie van een fonds dat investeert in bedrijven die bezig zijn met productontwikkeling en initiële marketing, productie en verkoopactiviteiten.

Waarborg (Warranty) Verklaring van verkoper inzake de voorwaarden van een voorgestelde transactie.

Waarderingsmethode (Valuation method) Richtlijnen die de private equity-managers hanteren om portefeuillebedrijven binnen een portefeuille te waarderen.

NVP

Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen

Breitnerstraat 3
1077 BL Amsterdam

Postbus 75129
1070 AC Amsterdam

T (020) 571 22 70
F (020) 670 83 08
E info@nvp.nl
W www.nvp.nl