

Private Equity Small is Beautiful

FOCUS OP KLEINE
PRIVATE EQUITY BEDRIJVEN
IN EUROPA

Inhoud

Grote hoeveelheid aan investeringsmogelijkheden	4
Het kruit droog houden	5
Aantrekkelijke waarderingen	7
Kleine private equitybedrijven gebruiken minder schuldkapitaal dan grotere bedrijven	8
Waardecreatie in plaats van 'Financial Engineering'	10
Kleine buy-outs hebben betere rendementen gerealiseerd dan grote buy-outfondsen	11
Conclusie	14
Literatuurlijst	15

Private Equity Small is Beautiful

Veel van wat we vandaag de dag consumeren, of het nu goederen of diensten zijn, wordt ontwikkeld, geproduceerd en geleverd door kleine en middelgrote bedrijven. Volgens Eurostat zijn de overgrote meerderheid (99,8%) van de binnen de EU actieve ondernemingen kleine en middelgrote ondernemingen, het gaat om ongeveer 23,3 miljoen bedrijven. Bovendien zijn ze goed voor twee van de drie banen en 57,4% van de toegevoegde waarde binnen de economie¹

Er zijn verschillende manieren om kleine en middelgrote bedrijven te definiëren (bijv. op basis van ondernemingswaarde, aantal werknemers of omzet). Over het algemeen maken de meeste spelers in de private equity-sector de onderverdeling op basis van 'Enterprise Value' ofwel ondernemingswaarde (aandelenkapitaal plus vreemd vermogen). De meeste deelnemers in de private equitymarkt definiëren bedrijven met een ondernemingswaarde groter dan € 500 miljoen, als grote bedrijven. Bedrijven met een waarde van € 250 miljoen tot € 500 miljoen worden gezien als bedrijven in het hogere middensegment ('Upper mid-market'). Bedrijven met een ondernemingswaarde van € 100 miljoen tot € 250 miljoen, als de kernmiddenmarkt ('Core mid-market') en bedrijven tussen € 50 miljoen tot € 100 miljoen als een lager middensegment ('Lower mid-market'). Small-cap private equitybedrijven worden gedefinieerd als ondernemingen met ondernemingswaarden tot € 50 miljoen².

We hebben dit samengevat in de onderstaande tabel.

TABEL 1 Ondernemingswaarden

SEGMENT	ONDERNEMINGSWAARDE BEDRIJVEN
× Grote private equitybedrijven	> €500m
× Upper mid-market	€250m tot €500m
× Core mid-market	€100m tot €250m
× Lower mid-market	€50m tot €100m
× Small-cap private equitybedrijven	< €50m

Het 'kleine buy-outsegment'

In dit document zullen we het kleine en lagere middensegment combineren (alle bedrijven met een ondernemingswaarde tot € 100 miljoen) en voor het leesgemak zullen we deze categorie aanduiden als het kleine buy-outsegment. De bedrijven in dit segment leveren een belangrijke bijdrage aan de Europese economie

¹ Eurostat (European Commission), Key Figures on Europe, 2017 edition

² European Private Equity and Venture Capital Association (2018)

volgens de cijfers gepubliceerd door de Europese Commissie³. Bovendien hebben zelfs de meest succesvolle bestaande grote bedrijven een groot deel van hun vroege bestaan als snelgroeiende kleine bedrijven doorgebracht. Als gevolg hiervan willen veel beleggers doorgaans proberen te profiteren van het groeipotentieel aan de onderkant van de markt. Het is echter een uitdaging om deze kansen te benutten. Dergelijke bedrijven zijn meestal niet genoteerd aan publiek toegankelijke effectenbeurzen en de informatie over deze bedrijven is doorgaans veel moeilijker te verkrijgen. Daarom kan beleggen met private equityspecialisten die zich richten op kleine buy-outbedrijven soms een aantrekkelijke manier zijn om toegang te krijgen tot het potentiële rendement dat dit segment biedt. Maar aangezien veel van deze kleinere specialisten 'onder de radar' werken, zijn ze zelf ook moeilijker te vinden. Bovendien hebben deze private equityspecialisten doorgaans een beperkte capaciteit in hun fondsen⁴ en zijn ze uiterst gedisciplineerd bij het aantrekken van vermogen onder beheer en vermijden ze teveel kapitaal aan te trekken. Daarom is dit segment moeilijk toegankelijk, zelfs (misschien wel vooral) voor grotere institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en staatsfondsen, die gewoon te veel geld beschikbaar hebben om dit in private equity aan het werk te zetten.

Dit document heeft als doel meer duidelijkheid verschaffen over het hoe en waarom toegang te krijgen tot de potentieel aantrekkelijke kleine buy-out private equitymarkt.

Grote hoeveelheid aan investeringsmogelijkheden

Het kleine buy-outsegment binnen de private equitymarkt is enorm groot, met een aanzienlijk aantal potentiële investeringsmogelijkheden. Volgens Eurostat heeft de EU ongeveer 230.000 investeerbare bedrijven specifiek in dit segment. En dit aantal wordt elk jaar groter. Het Verenigd Koninkrijk heeft 27.000 investeerbare kleine bedrijven, Duitsland ca. 60.000 en de Benelux heeft bijvoorbeeld bijna 13.000 van dergelijke bedrijven⁵.

Opvallend; veel meer kleine transacties

Het aantal buy-outtransacties dat is afgerond met een ondernemingswaarde van minder dan € 500 miljoen, is meer dan vijf keer het aantal deals met bedrijven groter dan € 500 miljoen⁶. Binnen deze groep is het aantal uitgevoerde buy-outs met kleine bedrijven (ondernemingswaarde tot € 100 miljoen) zelfs 15 keer het aantal deals boven de drempel van € 100 miljoen. Dit is de afgelopen tien jaar altijd zo geweest en we denken dat het in de toekomst waarschijnlijk niet zal veranderen.

³ Eurostat (European Commission), Key Figures on Europe, 2017 edition

⁴ De definitie van kleine buy-outfondsen zijn alle fondsen met een totaal gecommiteerd kapitaal van minder dan \$ 500 miljoen, volgens gegevensprovider Preqin. Dit zijn de kleinste private equityfondsen. Mid-market buy-outfondsen hebben vermogen onder beheer van \$ 500 miljoen tot \$ 1,5 miljard en grote buy-outfondsen worden door Preqin gedefinieerd als fondsen met een vermogen onder beheer van meer dan \$ 1,5 miljard.

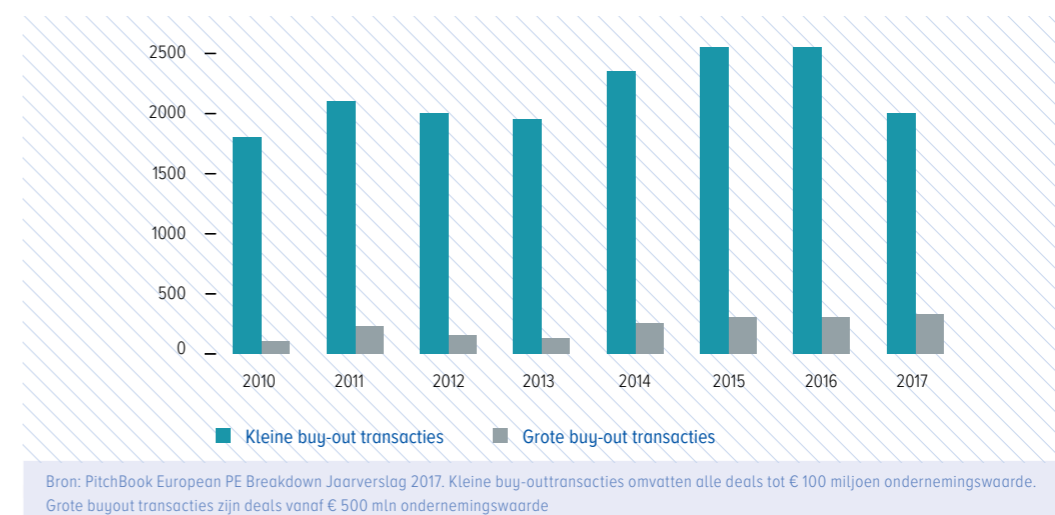
⁵ Eurostat (2015)

⁶ PitchBook. Data as at November 2018

Opvallend is dat deze bedrijven vaak nog steeds gerund worden door de families die de bedrijven oorspronkelijk hebben opgericht. Vaak hebben ze tot nu toe geen enkele institutionele eigenaar of private equitypartij aan tafel gehad. In onze ervaring is er dan nog veel potentieel voor verdere groei door professionalisering, digitalisering, operationele efficiëntie en internationalisering, zoals we later in dit paper zullen beschrijven. De oprichters en directeur/grotaandeelhouders staan ook steeds meer voor opvolgingsissues, wat investeringskansen creëert, vooral gezien de toenemende vergrijzing van onze Europese bevolking. Bovendien hebben deze bedrijven vaak veel mogelijkheden om uit te breiden naar nieuwe markten en productlijnen, terwijl conglomeraten van nature voortdurend mogelijkheden voor een spin-out zullen bieden.

Met zo'n breed en divers universum van bedrijven zijn er duidelijk een groot aantal bedrijven met een aanzienlijk groeipotentieel, maar die momenteel niet goed bekend zijn onder beleggers: de uitdaging is om deze te vinden.

FIGUUR 1 Aantal Europese private equitytransacties per bedrijfsomvang in euro



Het kruit droog houden

Er is momenteel een recordhoeveelheid van toegezegd, maar nog niet geïnvesteerd kapitaal beschikbaar in de private equitymarkt. Dit wordt ook wel 'dry powder' genoemd. Deze situatie wordt voornamelijk gedreven door de grotere fondsen die nieuw kapitaal ophalen⁷. We merken echter op dat er de afgelopen jaren een enorme hoeveelheid aan kapitaal naar bijna elke risicodragende vermogenscategorie is gevloeid, eenvoudigweg als gevolg van de zoektocht naar rendement door wereldwijd lage renteniveaus. We merken ook op dat

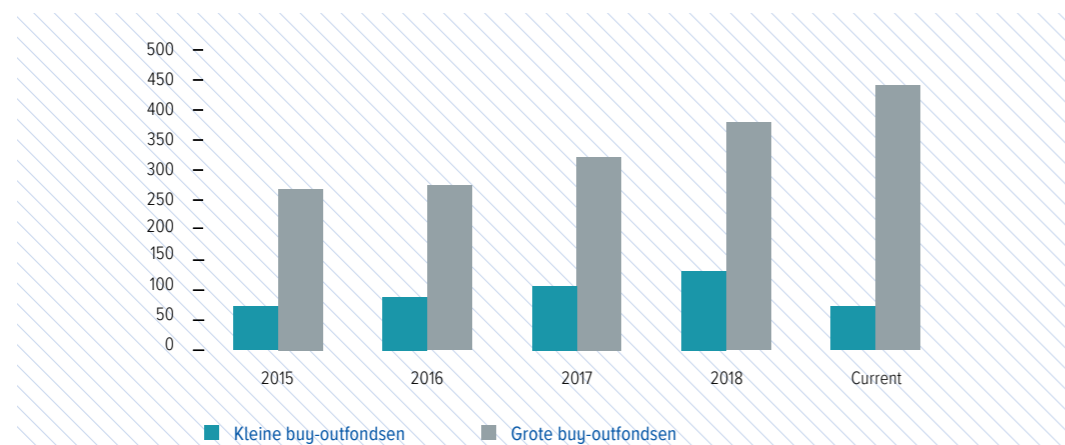
⁷ Preqin Q3 2018 Fundraising Update

de private equitymarkt in de loop van de tijd sterk is gegroeid en dat de hoeveelheid beschikbaar kapitaal (dry powder) als percentage van het geïnvesteerde kapitaal in private equity in het afgelopen decennium aanzienlijk is afgenomen⁸.

Hoewel de totale hoeveelheid nieuw opgehaald vermogen voor private equity in 2018 niet zo hoog was als in 2017, ligt het tempo nog steeds op hetzelfde niveau als in 2015 en 2016. Bovendien wordt het geld in toenemende mate geconcentreerd bij een beperkt aantal zeer grote private equityfondsen. Dit is een trend die we eerder hebben opgemerkt, maar die lijkt te versnellen volgens Preqin. Ter illustratie: de tien grootste fondsen die in het derde kwartaal van 2018 geld ophaalden, hebben samen een vermogen van \$66 miljard opgebracht, wat neerkomt op een recordhoeveelheid van 55% van het totale kapitaal dat door de gehele private equity-industrie werd opgehaald in 2018⁹.

Voor kleine buy-outfondsen¹⁰, groeit het toegezegde kapitaal in een langzamer tempo dan in de rest van de markt in de afgelopen drie jaar¹¹. Met minder beschikbaar kapitaal om te investeren blijft de vraag-aanbod verhouding relatief gunstig aan de onderkant van de markt; Het enorme aantal investeerbare bedrijven is meer dan voldoende om het beschikbare kapitaal op te vangen, vinden wij.

FIGUUR 2 Toegezegd maar nog niet geïnvesteerd kapitaal in private equity buy-outfondsen, in miljarden euro's



Bron: Preqin, cijfers vanaf juni 2018.

OPMERKING: alleen buy-outfondsen. Preqin definieert kleine buy-outfondsen als fondsen met minder dan \$500 miljoen vermogen onder beheer. In onze ervaring investeren de fondsen in dit segment doorgaans in ondernemingen met bedrijfswaarden die niet groter zijn dan € 100 miljoen (dat wil zeggen kleine buy-outbedrijven in termen van bedrijfswaarde). Als zodanig kunnen we stellen dat dit segment van buy-outfondsen zich richt op kleine buy-outbedrijven, precies zoals wij het definiëren. Grote buy-outfondsen worden door Preqin gedefinieerd als fondsen met een vermogen onder beheer van \$ 1,5 miljard en meer.

We merken op dat de bovenstaande grafiek buy-outfondsen omvat in alle regio's, dus dit vertegenwoordigt niet alleen Europa. Op basis van onze analyse van Preqin-gegevens zien we echter dat de hoeveelheid beschikbaar kapitaal in de VS historisch gezien (over de laatste vijf jaar) twee keer zo groot was als de hoeveelheid kapitaal dat in de Europese markt beschikbaar was¹².

⁸ Preqin Private Equity dry powder figures as of January 2019

⁹ Preqin Q3 2018 Fundraising Update

¹⁰ Fondsen tot \$500 miljoen groot; Bron: Preqin

¹¹ Bron: Preqin, Juni 2018

¹² Preqin Private Equity dry powder figures as of January 2019

Aantrekkelijke waarderingen

Bij private equitytransacties wordt doorgaans de prijs voor een onderneming bepaald door een bepaald aantal keer de EBITDA¹³ te nemen als leidraad om een belang in een bedrijf te kopen. Deze zogenaamde 'multiple' ten opzichte van de EBITDA, of instapwaardering, varieert door de tijd heen. Gemeten aan de hand van deze multiple t.o.v. EBITDA-basis, hebben kleine buy-outbedrijven in Europa die worden aangekocht door private equityfondsen doorgaans aanzienlijk lagere instapwaarderingen dan grote buy-outbedrijven. Ook zijn de instapwaarderingen van kleine buy-outbedrijven over het algemeen stabiel door de tijd heen, terwijl grote deals de neiging hebben meer in tandem te bewegen met de aandelenmarkt en de beschikbaarheid van schuldkapitaal.

Interessant is dat de kloof tussen de waarderingen van kleine en grote transacties over de afgelopen vijf jaar is toegenomen, zoals te zien is in de grafiek op de volgende pagina.

FIGUUR 3 Gemiddelde historische instapwaardering (Ondernemingswaarde gedeeld door EBITDA)



Bron: PitchBook 2017 Global PE Deal Multiples, December 2017 & Kempen, januari 2018¹⁴

We merken op dat dit slechts gemiddelden zijn met uitschieters aan de bovenkant en aan de onderkant, en hoewel er verschillen zijn per bedrijf, hangt het waarderingniveau ook grotendeels af van de sector. Zo worden transacties in zorgbedrijven en snelgroeiende IT-bedrijven veelal op hogere waarderingen uitgevoerd dan typische 'ouderwetse' industriële maakbedrijven. We onderschrijven echter wel de algemene tendens dat kleinere deals over het algemeen lagere waarderingen hebben dan grote bedrijven. We hebben een stippellijn getrokken voor de gemiddelde historische aankoopwaarderingmultiple van specifiek de kleine buy-outdeals die na verloop van tijd nauw bewegen rond de 6 x EBITDA¹⁵.

¹³ EBITDA staat voor 'Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization' en is een maatstaf voor de brutowinst minus aftrek van overheadkosten van een bedrijf. De Nederlandse vertaling is inkomsten voor aftrek van interest, belastingen, afschrijvingen op activa en afschrijvingen op leningen en goodwill. Het wordt gebruikt als maatstaf voor de winst die een onderneming haalt met haar operationele activiteiten zonder dat hier kosten en opbrengsten van de financiering in verwerkt zitten.

¹⁴ Grote buy-outdeals omvatten alle bedrijven met ondernemingswaarde van meer dan € 500 miljoen. Mid-marketdeals omvatten alle bedrijven met ondernemingswaarde tussen € 500m tot € 100m. Kleine deals zijn alle bedrijven tot € 100 miljoen. We merken op dat we nog niet over volledige gegevens voor 2018 beschikken.

¹⁵ De details van kleinere deals worden vaak niet in databases vermeld, waardoor er geen onafhankelijk bewijs van het gemiddelde historische cijfer publiek op de markt beschikbaar is. Echter, op basis van onze eigen ervaring, waarbij we due diligence hebben gedaan naar de waarderingen van tientallen kleine private equityfondsen en hun transacties door de tijd heen, beschouwen we deze gemiddelde cijfers als een goede historische proxy/indicatie.

Risico van kleine bedrijven

Dit waarderingsverschil is gedeeltelijk te verklaren doordat kleinere bedrijven als risicovoller worden beschouwd, bijvoorbeeld omdat deze bedrijven een beperktere en minder gespreide inkomstenstroom hebben. Ook wordt veelal als reden aangedragen dat kleinere bedrijven minder ervaren of minder hoogstaande managementteams hebben. Daarnaast is een kenmerk dat de balansen wellicht minder sterke activa hebben, die eventueel nog iets op kunnen brengen in geval van een herstructurering. Tot slot is een argument voor een hoger risico en/of een lagere waardering het feit dat kleinere bedrijven eenvoudigweg minder efficiënt worden aangestuurd. Dit is echter in de praktijk niet altijd bij alle kleine bedrijven het geval en naar onze mening verklaart een potentieel hoger risico slechts een deel van het waarderingsverschil.

Met veel meer beschikbaar 'dry powder' in grote buy-outfondsen en een beperkter universum van potentiële bedrijven om op te focussen, is de concurrentie voor deals in de grote buy-outmarkt steeds intenser geworden. Bovendien worden grotere deals vrijwel zonder uitzondering door financiële adviseurs bemiddeld. Deze adviseurs organiseren vaak concurrerende veilingen om deze bedrijven te verkopen om zodoende de (potentiële) prijs te maximaliseren. Dit heeft een opwaarts drukkend effect op de waarderingsverschil van deze grote deals.

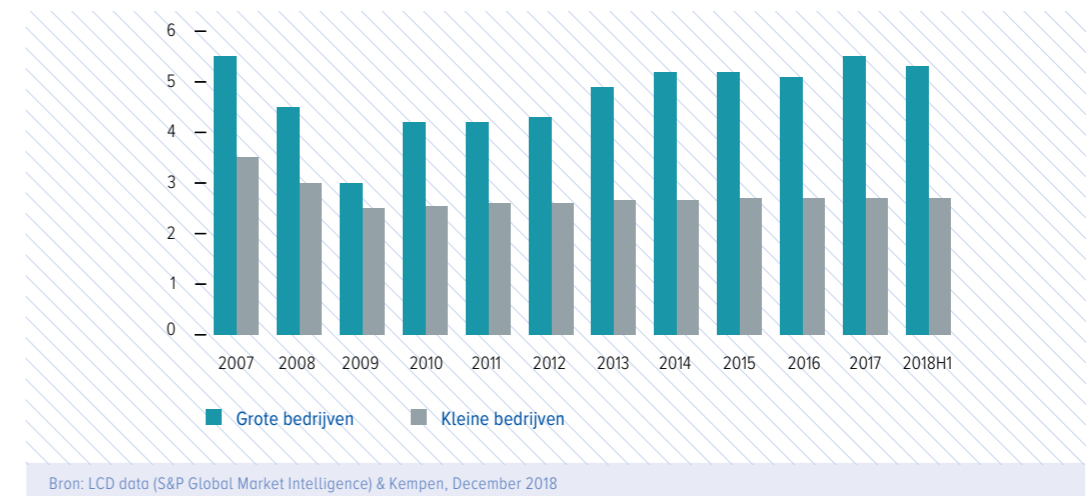
In plaats van concurrerende veilingen, worden kleine bedrijven doorgaans door kleinere private equityfirma's gesourced via het eigen netwerk, waar lokale kennis en relaties centraal staan. Een eigenaar of directeur, vaak nog steeds de oprichtersfamilie, hecht meestal meer waarde aan factoren zoals de cultuur en strategie van een nieuwe koper. Het bedrijf is al generaties lang in de familie en daarbij een belangrijke werkgever in de lokale gemeenschap. Als gevolg hiervan is de transactieprijs niet de enige overweging en er wordt dan ook niet als zodanig gestreefd naar maximalisatie van de prijs van de deal. In de praktijk stoppen de oorspronkelijke eigenaars een aanzienlijk deel van de transactieopbrengst in het eigen bedrijf (herbeleggen). De bestaande managementteams kopen zich in de meeste gevallen ook met eigen geld in. Dit biedt wat ons betreft zekerheid dat de waarderingsverschil redelijk zijn en de belangen gelijkgeschakeld.

Kleine private equitybedrijven gebruiken minder schuldkapitaal dan grotere bedrijven

Kleine bedrijven hebben historisch gezien aanzienlijk minder hefboomwerking (eveneens gemeten op basis van een aantal keer EBITDA) dan grote buy-outbedrijven¹⁶, omdat zowel banken als kleine buy-out private equityfondsen doorgaans voorzichtiger zijn ten aanzien van het gebruik van schuldkapitaal voor kleinere bedrijven.

16 Bron: LCD gegevens (S&P Global Market Intelligence) & Kempen, December 2018

FIGUUR 4 Gemiddelde historische schuld / EBITDA-ratio voor kleine vs. grote buy-outbedrijven



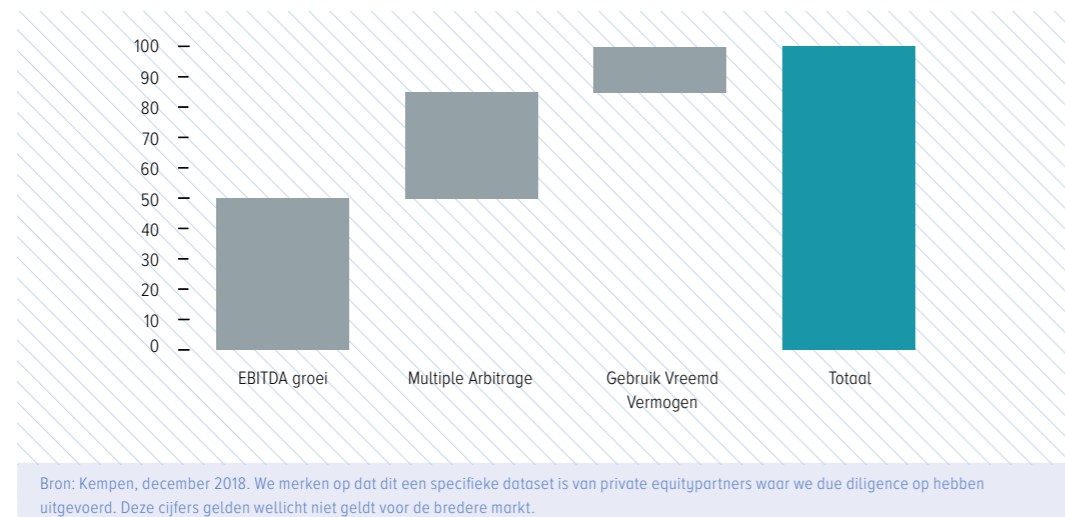
Anders gemeten, bijvoorbeeld in termen van vreemd vermogen versus totaal vermogen, geeft hetzelfde beeld. Kleine buy-outbedrijven werken veelal in een range van 30-40% vreemd vermogen, terwijl grote buy-outdeals boven de 50% schuldkapitaal zitten.

De lagere schuld niveaus van kleinere bedrijven betekent dat ze voldoende buffer hebben in moeilijke tijden. Dit is met name van belang wanneer laat in de economische cyclus wordt ingestapt in private equity. Daarnaast maken lagere leverage en eenvoudiger kapitaalstructuren het gebruik van preferente aandelen en/of aandeelhoudersleningen mogelijk bij kleine bedrijven. Het is gebruikelijk in de markt dat kleine buy-outtransacties met behulp van dit soort instrumenten worden gestructureerd. Ze bieden een beetje bescherming tegen het mogelijk hogere risico van kleinere bedrijven, terwijl een aanzienlijk deel van het opwaarts potentieel van de investering wordt behouden. Het minderheidsbelang van de oorspronkelijke oprichtersfamilie en het managementteam (in geval van een management buy-out of management buy-in) komt dan achter in de rangorde ten opzichte van het kapitaal van de private equity-investeerder. Dit geeft een extra buffer in geval van een tegenvallende ontwikkeling binnen het bedrijf. Deze lagere leverage en de typisch wat meer defensieve dealstructuur, met behulp van preferente eigen-vermogensinstrumenten, is een van de redenen dat small buy-out private equity niet noodzakelijkerwijs risicovoller is dan beleggen in large buy-out private equity.

Waardecreatie in plaats van ‘Financial Engineering’

Aangezien private equity-investeerdere in kleine bedrijven beperkt schuldkapitaal gebruiken en dus minder financiële hefboom gebruiken om rendement te genereren, zien we dat dit soort beleggers doorgaans gericht zijn op ‘echte’ waardecreatie door een focus op bedrijfsgroei en operationele verbeteringen. Op basis van een analyse van de waardecreatie van de historische investeringen van de diverse small buy-out private equity-partners waarmee we al jarenlang samenwerken, werd ongeveer de helft van de waardecreatie bij de private equitybedrijven gedreven door EBITDA-groei. Een verdere 35% werd gedreven door ‘multiple-arbitrage’ (verkoop op een hogere multiple versus de instapwaardering), terwijl slechts 15% voortkwam uit het gebruik van leverage¹⁷. Voor grote bedrijven was in onze ervaring het grootste deel van de waardecreatie afkomstig van het gebruik van leverage¹⁸, terwijl de meeste EBITDA-groei voortkwam uit kostenbesparingen en operationele efficiëntie en minder uit organische groei.

FIGUUR 5 Gemiddelde historische bronnen van waardecreatie in het kleine buy-outsegment (Kempen dataset)



In onze ervaring investeren grote buy-out private equitypartijen vaak in bedrijven die al eerder een private equity-eigenaar hebben gehad of anderszins een financieel gedreven sponsor, wat vaak betekent dat ‘de citroen al grotendeels is uitgeperst’ en het potentieel voor waardecreatie over het algemeen beperkter zal zijn. Kleine buy-outbedrijven hebben vaak nog wel veel laaghangend fruit om te plukken. Ten eerste is er meestal ruimte om een klein bedrijf te professionaliseren door het managementteam op te waarderen: bijvoorbeeld door een voorzitter of commissaris aan te stellen met concrete ervaring in de sector waarin het bedrijf actief is. Gewoonlijk werkt private equity samen met het managementteam om tot een duidelijke strategie te komen en hen te helpen een goed bedrijfsplan voor de komende jaren te ontwikkelen, op basis van ambitieuze maar haalbare doelen. Het kan ook nuttig zijn om een toegewijde, ervaren Chief Financial Officer in dienst te nemen

¹⁷ Analyse uitgevoerd door KCM per December 2018. We merken op dat dit een specifieke dataset van private equitymanagers is op wie wij due diligence hebben uitgevoerd en dat dit misschien niet geldt voor de bredere markt; dit kan ook in de toekomst anders zijn.

¹⁸ Bijvoorbeeld profiteren van goedkope schuldfinanciering en van het feit dat de rentelasten de belastingverplichtingen beperken.

om meer transparantie te krijgen over de financiële rapportage: om beter grip te krijgen op de bedrijfskosten, waaraan deze worden besteed en waarop de marges worden gemaakt. Dit kan helpen om veranderingen door te voeren zoals het verbeteren van de verkoop-efficiëntie, het vinden van nieuwe markten of het lanceren van nieuwe producten, uiteindelijk om groeimogelijkheden te ontwikkelen en de algemene efficiëntie voor het bedrijf te verbeteren.

Daarnaast zullen sterke private equitybedrijven beschikken over een netwerk van professionals en operationele partners, waarmee zij eerder hebben samengewerkt. Deze professionals kunnen worden ingeschakeld om te helpen de opgestelde bedrijfsplannen tot uitvoering te brengen.

Organische groei of ‘buy & build’

Het stimuleren van organische groei is typisch een van de belangrijkste pijlers van waardecreatie in dit segment van de private equitymarkt. We hebben al een aantal manieren beschreven om dit doel te bereiken, maar meer specifiek zien we internationalisering en geografische uitbreiding, digitalisering of procesverbeteringen vaak als de belangrijkste manier om de organische groei van het bedrijf te stimuleren. Bovendien zien we dat er een consolidatieproces gaande is in verschillende sectoren en juist hier zien we potentiële waarde om toe te voegen, bijvoorbeeld door bedrijven in staat te stellen te groeien en te profiteren van kostensynergieën. Kleine bedrijven kunnen over het algemeen ook een ‘buy & build’-strategie volgen, waarbij concurrenten worden overgenomen en geïntegreerd, zonder daarbij problemen te ondervinden met mededingingsautoriteiten.

Tot slot, meestal betaalt een volgende koper een premie voor een bedrijf dat goed wordt gerund, dat volwassen is en in omvang en winst is gegroeid. Goed uitgevoerde operationele verbeteringen resulteren dus in waardecreatie door omzetgroei, EBITDA-groei en multiple arbitrage.

Kleine buy-outs hebben betere rendementen gerealiseerd dan grote buy-outfondsen

Bovenstaande factoren hebben historisch gezien geleid tot betere rendementen voor kleine private equityfondsen die gericht zijn op de kleine buy-outbedrijven vergeleken met grote buy-outfondsen. Dit wordt aangevoerd door onafhankelijk onderzoek van derden¹⁹ en door ons eigen onderzoek, dat we hieronder presenteren.

¹⁹ Een onderzoek uitgevoerd door de European Private Equity en Venture Capital Association in december 2012 op basis van Thomson Reuters-gegevens toont een stevige historische outperformance van kleine buyout fondsen versus de bredere private equity-markt. Het onderzoek was gebaseerd op de gepoolde gemiddelde IRR van Europese private-equityfondsen na aftrek van alle kosten en vergoedingen, voor alle fondsen met vintage jaren tussen 1990-2011

Eigen onderzoek

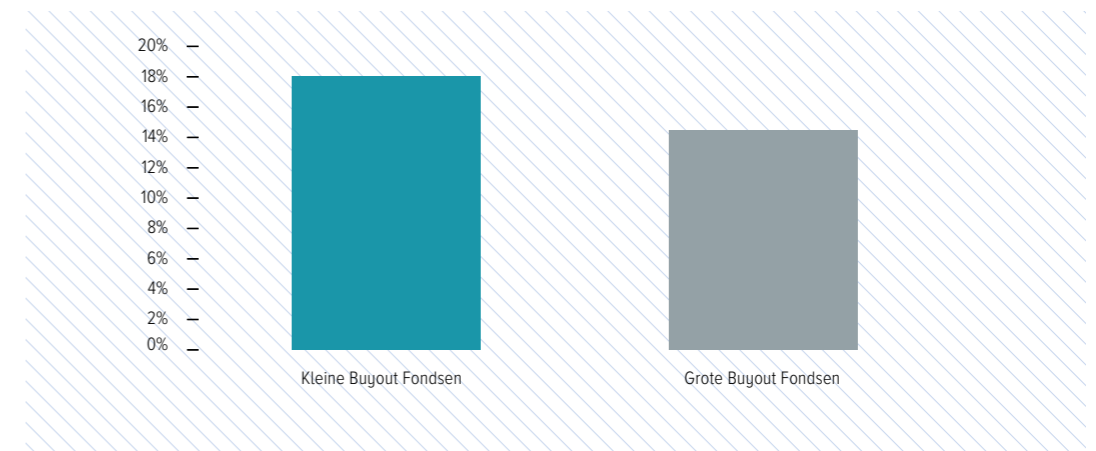
We hebben de Preqin-database gehanteerd voor ons onderzoek, dit is een veel gebruikte institutionele database voor het vergelijken van historische private equityrendementen²⁰. We hebben de rendementsgegevens ingedeeld in twee groepen; de historische prestaties van alle kleine buyout-fondsen (alle fondsen met een vermogen onder beheer van minder dan \$ 500 miljoen) enerzijds en anderzijds de rendementsgegevens van de grotere fondsen (alle fondsen met vermogens van meer dan \$ 500 miljoen). We hebben gekeken naar alle vintage jaren²¹ in de afgelopen 30 jaar, specifiek van 1985 tot 2014, maar we merken op dat er niet heel veel historische data-observaties zijn in de periode 1985-1995. We hebben de fondsen met jongere vintage jaren (gestart na 2014) buiten beschouwing gelaten, omdat het percentage geïnvesteerde kapitaal over het algemeen nog steeds klein is voor deze fondsen en daarom is het nog te vroeg om de prestatiecijfers van deze fondsen goed te kunnen beoordelen. In totaal hebben we 1763 private equityfondsen geanalyseerd. De steekproef bevatte 1013 kleine buy-outfondsen en 750 grotere fondsen met een lange termijn track record²².

Uit ons eigen onderzoek blijkt dat de IRR van kleine buy-outfondsen gemiddeld 18% netto per jaar bedroeg, gemeten over de eerder genoemde historische 20-jaars periode, terwijl de gemiddelde IRR van grotere fondsen in dezelfde periode 14,5% netto per jaar bedroeg. Als we alleen naar Europese fondsen kijken, zijn de cijfers grotendeels vergelijkbaar met de cijfers van de gehele dataset; gemiddeld 18,5% netto IRR voor kleine buy-outfondsen, versus 15,4% netto IRR voor grotere fondsen²³.

Verder zijn er mogelijk interessante bevindingen te trekken als de zogenaamde 'kwartielen' worden geïsoleerd. Door de top 25%, ofwel de best presterende kleine Europese buy-outfondsen te isoleren en het gemiddelde rendement van deze topfondsen te berekenen, krijgen we een zeer significante netto IRR van 47% per jaar. Door hetzelfde te doen voor de grotere Europese buy-outfondsen over dezelfde periode, vinden we een beperktere, maar nog steeds zeer respectabele historische netto IRR van 31% per jaar. Natuurlijk merken we op dat dit historische gemiddelde rendementen zijn, met uitschieters aan de boven en onderkant en dit geeft geen garantie voor de toekomst.

Als we kijken naar de 25% slechtst presterende fondsen, dan komen we op 4,3% netto rendement per jaar, gemiddeld genomen voor de kleine Europese buy-outfondsen. De slechtst presterende grote Europese buy-outfondsen hebben gemiddeld genomen 3,9% netto per jaar gerealiseerd. Dit toont aan dat het neerwaartse risico historisch gezien gemiddeld genomen grotendeels hetzelfde was, onafhankelijk van de fondsomvang.

FIGUUR 6 Historisch gemiddelde IRR van kleine buy-outfondsen versus grotere buy-outfondsen



Bron: Kempen analyse van Preqin gegevens per december 2018. Betreft buy-outfondsen met vintagejaren 1985 tot 2014. N.B. De prestaties worden gemeten en getoond in Amerikaanse dollar, omdat dit de rapportagebasisvaluta van de Preqin database is. Kleine buy-outfondsen vertegenwoordigen de fondsen met minder dan \$500 miljoen vermogen onder beheer en de categorie grote buy-outfondsen omvatten alle andere fondsen, d.w.z. alle buy-outfondsen met meer dan \$ 500 miljoen vermogen onder beheer. De waarde van uw belegging kan fluctueren. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

²⁰ Zoals bij alle databases zijn de gegevens bij Preqin niet compleet voor de gehele markt en bevatten de gegevens mogelijk enkele beperkingen. We merken echter op dat Preqin niet alleen gegevens verzamelt direct van private equity-fondsen / General Partners ('GP's'), omdat dit tot zelf-rapportage leidt, maar ook gegevens rechtstreeks bij private equity-investeerders, de zogenaamde Limited Partners ('LP's'). Bovendien doet Preqin een beroep op de 'freedom of information act' om historische prestatiegegevens te verkrijgen van bijvoorbeeld Amerikaanse en Britse pensioenfondsen om de dataset te voltooien.

²¹ Een vintage jaar is het jaar waarin een private equity fonds is begonnen met investeren

²² De precieze methode om de gegevens te verkrijgen was als volgt: Binnen de Preqin private equity database is 'geavanceerd zoeken' geselecteerd. Vervolgens werden de volgende filters toegepast: Vintage (Alle fondsen tot 2014), Soort investering: Buyout, en voor de Europese analyse hebben we ook de filter voor Geografie / Fund Focus (Europa) toegevoegd. De output tabel hebben we in tweeën gesplitst: de eerste met fondsen kleiner dan \$ 500 miljoen en de tweede voor de rest

²³ De prestaties worden gemeten in Amerikaanse dollar, omdat dit de rapportagebasisvaluta van de Preqin database is. De waarde van uw belegging kan fluctueren. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

Conclusie

Kleine bedrijven zijn een belangrijk onderdeel van de totale Europese economie. Ze vormen naar onze mening een vruchtbare voedingsbodem voor de marktleiders van morgen. Ons onderzoek toont aan dat private equity-deals met het hoogste rendementspotentieel worden gevonden in het kleinere segment, in tegenstelling tot de grotere bedrijven. Aantrekkelijke waarderingen, beperkt vreemd vermogen en veel verschillende manieren om waarde te creëren, leiden bij elkaar tot aantrekkelijke investeringsmogelijkheden binnen het kleine buy-out-segment.

Gezien de grote hoeveelheid aan investeringsmogelijkheden en om de gebruikelijke valkuilen te vermijden, vinden wij het belangrijk om samen te werken met lokale private equity-specialisten, die het best gepositioneerd zijn om de meest aantrekkelijke deals te vinden, te analyseren en te investeren. Deze specialisten beheeren meestal kleine buy-outfondsen die onder de radar opereren. Het vereist vaardigheid, ervaring en een toegewijd netwerk om deze specialisten te vinden.

Wij vertrouwen erop dat dit schrijven zal bijdragen aan een beter begrip van private equity in het algemeen en meer specifiek van het kleine buy-outsegment. Aarzel niet om contact met ons op te nemen als u nog vragen heeft over de inhoud van dit document of graag meer informatie wilt ontvangen.

Heeft u vragen of wilt u meer weten over private equity bij Kempen?

Neem contact met ons op.



Sven Smeets

sven.smeets@kempen.nl



Edzard Potgieser

edzard.potgieser@kempen.nl



Marvin de Jong

marvin.dejong@kempen.nl



Bram Bikker

bram.bikker@kempen.nl



Richard Jacobs

richard.jacobs@kempen.nl

Literatuurlijst

- × European Private Equity and Venture Capital Association (2012). European Mid-Market Private Equity; Delivering The Goods.
- × Eurostat European Commission Pocketbooks (2011). Key figures on European business, with a special feature on SMEs.
- × Harris, Jenkinson and Kaplan (2014). Private Equity Performance. What Do we Know? The Journal of Finance (Volume 69, Issue 5, p. 1851-1882).
- × Florencio Lopez-de-Silanes, Ludovic Phalippou, and Oliver Gottschalg (2012). Giants at the gate: Investment returns and diseconomies of scale in private equity.
- × Invest Europe (2017). European Private Equity Activity, Statistics on Fundraising, Investments & Divestments.
- × PitchBook (2017). European PE Breakdown 2017 Annual Report.
- × PitchBook (2017). Global PE Deal Multiples Report.
- × Preqin (Q3 2018). Private Capital Fundraising Update.
- × Prof. Oliver Gottschalg HEC Paris and PERACS, Dr. Ralf Gleisberg, Ramun Derungs, Akina Ltd. (2015). Size matters – small is beautiful, The Impact of Portfolio Diversification and Selection on Risk and Return in Private Equity.

Kempen Capital Management N.V. (KCM) heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten.

Dit document wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. Dit document bevat geen beleggingsadvies, geen beleggingsaanbeveling, geen research, noch een uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument, en mag dan ook niet als zodanig geïnterpreteerd worden.

**Kempen
Asset Management**

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam

Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T 020 348 8700
F 020 348 8750

www.kempen.com

HANDELSREGISTER AMSTERDAM 33181992
KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT NV IS
ONDERDEEL VAN VAN LANSCHOT KEMPEN



Kantoor Parijs
16 Cours Albert 1er
75008 Parijs
Frankrijk

T +33 1 8375 6273

Kantoor Londen
Octagon Point
5 Cheapside
Londen EC2V 6AA
Verenigd Koninkrijk

T +44 203 636 9400

www.kempen.com

