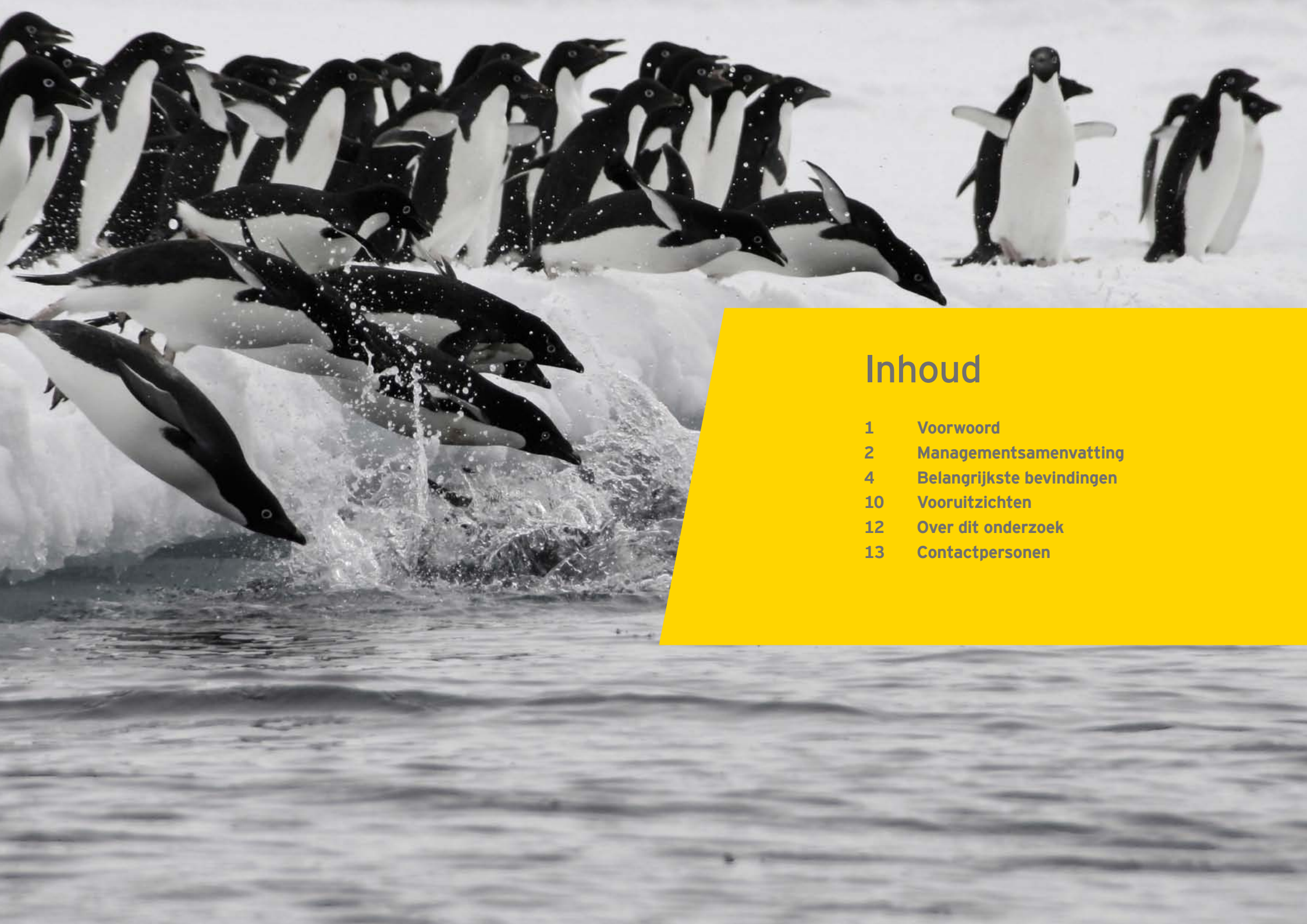




# Terug naar een milder klimaat

Een onderzoek naar Europese exits in 2010



## Inhoud

- 1 Voorwoord
- 2 Managementsamenvatting
- 4 Belangrijkste bevindingen
- 10 Vooruitzichten
- 12 Over dit onderzoek
- 13 Contactpersonen

# Voorwoord

Het zesde en meest recente onderzoek van Ernst & Young naar de vraag hoe private equity-investeerders waarde creëren, biedt nieuw empirisch bewijs voor de stelling dat de waarde die met PE-investeringen wordt gecreëerd meerdere conjunctuurcycli kan overleven. Het doet mij deugd om dit belangrijke onderzoek namens de European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) ter lezing te kunnen aanbevelen.

Onderdeel van de missie van de EVCA is het bieden van een platform aan de PE-sector om zich aan de samenleving te presenteren. De hoogwaardige gegevens uit dit onderzoek, in combinatie met de diepgaande en onafhankelijke analyse van Ernst & Young, ondersteunen ons in dit streven door inzicht te bieden in de manier waarop de PE-sector rendement genereert.

Het onderzoek toont aan dat dit proces al lang vóór de feitelijke investering begint met een intensieve analyse van afzonderlijke bedrijven, hun management en hun markten. In die zin gaat het bij PE niet om het nemen van risico's, maar juist om het mitigeren daarvan. Na deze fase blijkt de bemoeienis van private equity een opvallend positief effect te hebben op tal van ondernemings-indicatoren en te leiden tot nieuwe productlijnen, nieuwe markten en strategieën die bedrijven verbeteren en ingrijpend hervormen.

Voor pensioengerechtigden en spaarders - uiteindelijk de begunstigden van private equity - is extra rendement natuurlijk welkom. Wat ons echter vooral opvalt, is dat dit extra rendement met name voortvloeit uit autonome groei. Het aanjaageffect van die groei op andere sectoren van de economie komt uiteindelijk de hele samenleving ten goede.

De economische omstandigheden zijn op het moment niet gunstig. Op de financiële markten wordt gevreesd voor systeemrisico's en de aandelenmarkten zijn uitermate volatiel. Juist nu biedt private equity een solide mechanisme voor bedrijfsfinanciering en een verantwoord investeringsbeleid dat zowel grote als kleine ondernemingen goede diensten kan bewijzen - in goede en in slechte tijden. Zodra de door marktturbulentie veroorzaakte brandjes zijn geblust, zal blijken dat Europa behoefte heeft aan bedrijvigheid die groei, rendement en welvaart genereert. Dit uitstekende onderzoek van Ernst & Young laat zien dat private equity vooral uit is op het creëren van blijvende waarde en daarmee duidelijk bijdraagt aan het vervullen van die behoefte.

**Dörte Höppner**  
**Secretaris-generaal**  
**European Private Equity and Venture Capital Association**

# Managementsamenvatting

## Verbeterende omstandigheden

Ons zesde onderzoek, 'Terug naar een milder klimaat', vond plaats tegen de achtergrond van een aantrekkende economie na de diepste recessie sinds mensenheugenis.

In 2010 ging er op de markt weer een wat mildere wind waaien. We hebben het aantal exits door PE-investeerders sterk zien toenemen, van 31 in 2009 tot 57 in 2010. De omstandigheden werden gunstiger en de sector wist daar duidelijk van te profiteren.

Dat was onder meer te danken aan de grote stijging van het aantal exits via een beursgang. Dit gebeurde in 2010 maar liefst 11 keer - het hoogste aantal sinds 2006 - waardoor de PE-sector veel waarde wist te creëren.

Een andere factor van belang in 2010 was de opleving van exits naar een andere PE-investeerder, de *secondary buyouts*. PE-investeerders kregen weer vertrouwen in het doen van acquisities en banken werden minder terughoudend in het financieren daarvan. Het aantal exits naar schuldeisers echter, dat in 2009 een hoogtepunt bereikte, nam juist duidelijk af naarmate de economische omstandigheden verbeterden.

De exitcijfers zijn alles bij elkaar genomen erg bemoedigend en wijzen op een gestage normalisering voor de PE-sector, die ook in de eerste helft van 2011 standhield. Wat wel opvalt is de bescheiden rol van corporates onder de overnemende partijen in de PE-cijfers voor 2010. Slechts negen exits (16% van het totaal) gingen naar een strategische koper. Historisch gezien ligt dit cijfer drie keer zo hoog. We zien dat deze categorie kopers duidelijk voorzichtiger is geworden. De exitmarkt is pas echt weer hersteld als ook de investeerders in het bedrijfsleven de recessie geheel te boven zijn gekomen.

Ondanks de verbeteringen in 2010 hebben de moeilijke omstandigheden van de afgelopen drie jaar geleid tot verdere veroudering van de portefeuille. Bedrijven die in 2010 werden afgestoten waren gemiddeld al 4,7 jaar in portefeuille, vergeleken met 3,7 jaar voorafgaand aan de kredietcrisis (2005-2007). Dit heeft geleid tot neerwaartse druk op de IRR (internal rate of return).

---

“We hebben het aantal exits door PE-investeerders sterk zien toenemen, van 31 in 2009 tot 57 in 2010. De omstandigheden werden gunstiger en de sector wist daar duidelijk van te profiteren.”

---



Ons onderzoek toont aan dat PE-exits ook in moeilijke tijden beter renderen dan vergelijkbare, beursgenoteerde bedrijven, ongeacht sector of regio. Uit onze analyse van het rendement van exits sinds het begin van de kredietcrisis (2008-2010) blijkt dat zelfs waar de bijdrage van extra leverage en aandelenrendement negatief is, het rendement van PE dankzij strategische en operationele verbeteringen duidelijk positief blijft. Het bruto-rendement voor alle PE-exits in de periode 2005-2010 is drie keer zo hoog als het rendement op de beurs. Wat betreft het creëren van waarde doen bedrijven van PE-investeerders het op alle fronten beter dan beursgenoteerde bedrijven: groei van de EBITDA, werkgelegenheid en productiviteit en verbetering van de waarderingmultiples.

In het onderzoek van dit jaar hebben we onze analyse van de bedrijfsprestaties uitgesplitst om te achterhalen waarom bedrijven in handen van PE-investeerders zo duidelijk in waarde stijgen. Daarbij werd bevestigd wat we in de markt al hadden opgevangen: autonome omzetgroei was met 46% van het totaal gedurende de hele onderzoeksperiode (en zelfs nog meer voor de exits in 2010) de grootste oorzaak van de winstgroei.

Ook blijkt - en dat is wellicht nog opvallender - dat PE-investeerders die autonome omzetgroei niet alleen bereiken dankzij een deskundig investeringsbeleid en een neus voor de juiste markten, maar ook dankzij fundamentele transformatie van de bedrijven in hun portefeuille. Een cruciale factor daarbij is de tijd die de PE-investeerder voorafgaand aan de deal besteedt om zich ervan te verzekeren dat het managementteam de vaardigheden heeft om de strategie ten uitvoer te kunnen brengen. Uit gegevens over de exits in 2010 kan worden opgemaakt dat PE-investeerders meer tijd besteden aan de bedrijven in hun portefeuille dan voorheen. Dit is deels een reactie op de recessie, maar wijst ook op groeiende aandacht voor het ontwikkelen en implementeren van winstverhogende strategieën.

PE-investeerders nemen niet alleen meer tijd voor zorgvuldige acquisitie en optimalisering van de bedrijfsresultaten, maar blijken ook meer tijd en energie te steken in de voorbereiding van de exit. In deze editie van het onderzoek vallen in dit verband twee dingen op. Ten eerste zien we dat er vaak al in een vroeg stadium contact wordt gelegd met het management, de potentiële nieuwe eigenaars en betrokken adviseurs - als een soort warming-up voor alle partijen. Ten tweede wordt er aan de zijde van de verkopende partij geïnvesteerd in degelijke informatieverstrekking. Daarbij wordt het bedrijf uitvoerig beschreven en worden eventuele onduidelijkheden effectief opgehelderd.

Hoewel 2010 een goed jaar was voor PE-exits en het aantal exits ook in de eerste helft van 2011 gestaag is blijven stijgen, heeft de huidige volatiliteit op de beurs waarschijnlijk wel invloed op de beursgang van bedrijven in handen van PE-investeerders. De kredietmarkt verruimt, deels onder invloed van een aantrekkelijke markt voor hoogrenderende obligaties, en de exits naar corporates komen langzaam weer op gang. En hoewel de markt er macro-economisch veel beter voorstaat dan in 2009, blijven er in Europa en daarbuiten onzekerheden aan de horizon. Zoals echter blijkt uit ons onderzoek is en blijft de PE-sector veel robuuster dan in 2008 werd verwacht. Ondernemingen die in handen zijn van PE-investeerders doen het immers nog steeds beter dan hun beursgenoteerde tegenhangers.

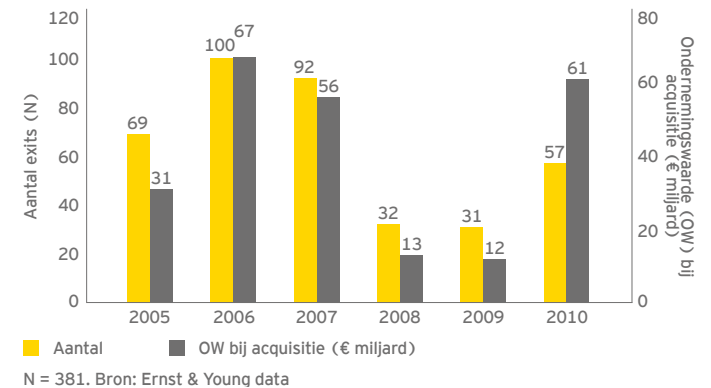
# Belangrijkste bevindingen

## Exits in 2010

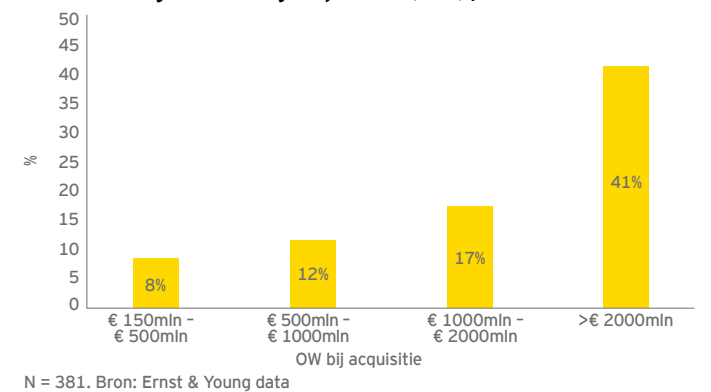
Het onderzoek van Ernst & Young over het jaar 2010 laat zien dat de exitactiviteit ten opzichte van de twee voorgaande jaren substantieel is toegenomen en zelfs de piek van 2006-2007 benadert. De PE-sector wist te profiteren van de verbeterende economische vooruitzichten in 2010, de toegenomen bedrijvigheid op de kapitaalmarkten en hernieuwd vertrouwen onder PE-investeerders bij de overname van hoogwaardige bedrijven. Dit ondersteunt een van onze bevindingen van ons onderzoek van vorig jaar, namelijk dat het PE-model bescherming biedt tegen kortetermijnrisico's en bedrijven in staat stelt de exit van hun investeringen optimaal te timen. Onze analyse wijst ook op een gestage opleving van de bedrijvigheid na de moeilijke jaren 2008 en 2009.

Er waren 57 exits in 2010, aanzienlijk meer dus dan de respectievelijk 31 en 32 exits die we in 2009 en 2008 telden. Deze toename kan vooral worden toegeschreven aan de stijging van het aantal exits naar de beurs. Voor in totaal 11 bedrijven in Europa werd deze route gekozen; dat is het hoogste aantal sinds 2006. Het ging daarbij bovendien om enkele van de grootste bedrijven qua ondernemingswaarde bij acquisitie: de exits naar de beurs namen qua aantal 19% van het totaal voor hun rekening, maar waren goed voor 56% van de totale ondernemingswaarde (bij acquisitie) van alle exits. De gemiddelde ondernemingswaarde (bij acquisitie) van exits naar de beurs lag in 2010 op ruim € 2,5 miljard, bijna het dubbele van de vorige piek in 2007. Dit bewijst eens te meer dat de beurs vooral voor grote ondernemingen een belangrijke exitroute is - een gegeven dat in 2010 overduidelijk werd bevestigd. Van alle exits via de beurs van bedrijven met een ondernemingswaarde (bij acquisitie) van meer dan één miljard in de periode 2005-2010 vond ruim de helft plaats in 2010. Opvallend daarbij is overigens dat niet één van die exits in het Verenigd Koninkrijk plaatsvond. Dit bevestigt het hardnekkige wantrouwen onder Britse investeerders ten aanzien van een beursgang.

**Figuur 1: PE-exits 2005-2010, naar aantal (N) en ondernemingswaarde bij acquisitie (OW)**



**Figuur 2: Percentage PE-exits via de beurs, naar ondernemingswaarde bij acquisitie (OW), 2005-2010**



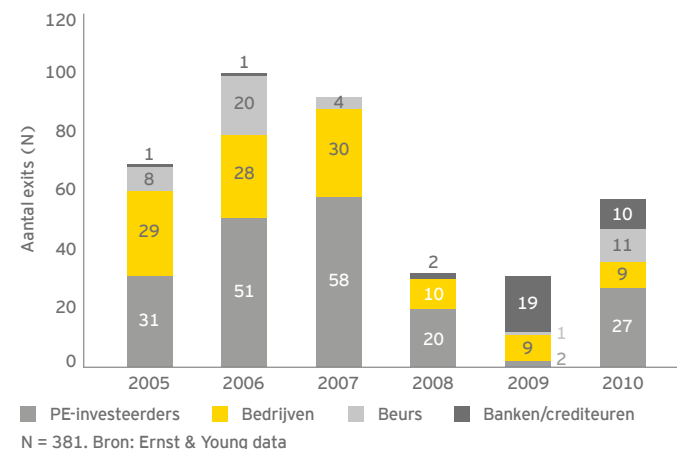


Een bijzonder bemoedigend teken is bovendien dat het aantal exits naar schuldeisers in 2010 zowel absoluut als procentueel sterk is gedaald ten opzichte van 2009. In de periode van zes jaar die het onderzoek beslaat, ging slechts 9% van de exits naar schuldeisers. Dat was veel minder dan bij aanvang van de crisis werd verwacht. In veruit de meeste gevallen ging het bovendien om een wijziging in de eigendomsverhouding onder invloed van lagere (maar nog altijd positieve) bedrijfswinsten en vooruitzichten, en dus niet om bedrijven die failliet waren gegaan of onder bewindvoering gesteld. We zien in het derde kwartaal van 2009 een piek in het aantal exits naar schuldeisers, precies toen bedrijven ongeacht hun eigendomsstructuur zwaar door de crisis werden getroffen. Sindsdien is dit aantal sterk gedaald, tot een bijzonder laag niveau in de tweede helft van 2010. Dit patroon is het spiegelbeeld van de groeicurve van het BBP tijdens de recessie, met een vertraging van circa een halfjaar. Tenzij ons een hernieuwde economische neergang te wachten staat, mogen we er dus van uitgaan dat de moeilijkste periode achter de rug is.

# € 2,5 miljard

De gemiddelde ondernemingswaarde (bij acquisitie) van exits via een beursgang lag in 2010 op ruim € 2,5 miljard - bijna het dubbele van de vorige piek in 2007.

**Figuur 3: PE-exitroutes 2005-2010, naar aantal (N)**



# Belangrijkste bevindingen vervolg

## PE-sector kooplustig

We zien in 2010 een significante toename van het aantal exits naar andere PE-investeerders. Het gaat om 47% van het totaal, vergeleken met maar 7% in 2009. Deze ontwikkeling weerspiegelt de verbeterde omstandigheden op de financieringsmarkt. Naarmate hun eigen situatie stabiliseerde, konden kredietverstrekkers immers ook meer betekenen voor de PE-sector in 2010. Dit fenomeen heeft echter ook te maken met een toegenomen interesse van private equity in nieuwe investeringsopties, nadat men zich twee jaar lang bijna uitsluitend had gericht op de eigen bestaande portefeuilles. Conform onze bevindingen in Noord-Amerika blijkt uit het onderzoek dat *secondary buyouts* historisch gezien goed presteren en vaak een bovengemiddeld rendement genereren. Daarmee is aangetoond dat ook bedrijven die van de ene PE-investeerder overgaan naar de andere nog significante waarde kunnen creëren.

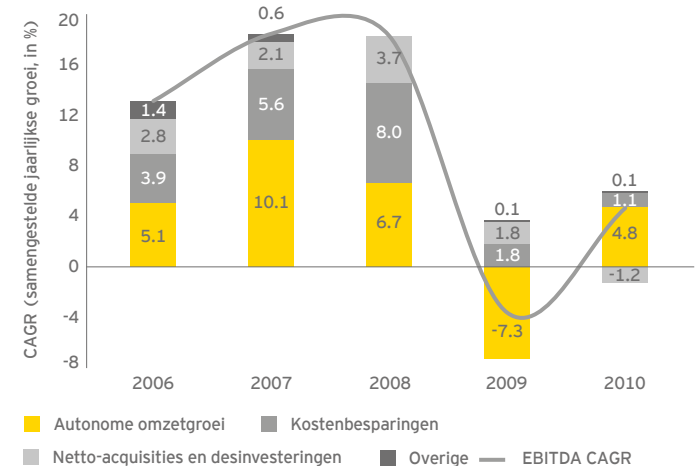
Van dat herstelde vertrouwen zagen we echter weinig terug onder strategische kopers. Die bleven in 2010 uiterst behoedzaam en namen in dat jaar slechts 16% van de exits voor hun rekening - veel minder dan de 30% in voorgaande jaren. De corporates keren blijkbaar minder enthousiast terug op de overnamemarkt dan PE-investeerders. Het onderzoek laat zien dat de transacties tussen de PE-investeerders en corporates - zowel koop als verkoop - duidelijk onder het historische niveau liggen en ook onder het niveau van andere PE-exitsscenario's.

## PE-rendement nog steeds bovengemiddeld

Nog bemoedigender is het feit dat private equity het consequent beter blijft doen dan beursgenoteerde bedrijven, zelfs in de moeilijke omstandigheden van de afgelopen tijd. Uit onze rendementsanalyse blijkt dat op de lange termijn 40% van het bruto-investeringsrendement van PE-exits afkomstig is van betere bedrijfsresultaten, 31% van het rendement op de aandelen en 29% van de extra leverage (ten opzichte van benchmarks van beursgenoteerde bedrijven). Anders gezegd, het brutorendement op PE-exits is meer dan drie keer zo hoog als het rendement op beursgenoteerde bedrijven. Als het gaat om het creëren van waarde zien we dat PE-exits het op alle fronten beter doen dan hun tegenhangers op de beurs: 2,1% beter ten aanzien van de groei van EBITDA, 0,1% beter op het gebied van werkgelegenheidsgroei en 0,7% beter qua productiviteit. Ook een uitsplitsing naar land, bedrijfstak en omvang van de deal wijst op een positief investeringsrendement en hogere prestaties voor de PE-sector.

Het onderzoek toont aan dat de PE-sector er zelfs in moeilijke tijden in slaagt hoger rendement te realiseren. Een analyse van de rendementscijfers in de periode 2008-2010 laat zien dat zelfs waar de andere bronnen van rendement - aandelen en extra leverage - vanwege de slechte economische omstandigheden op negatief staan, PE-investeerders positieve rendementscijfers kunnen realiseren dankzij hun vermogen om via strategische en operationele verbeteringen de waarde van de bedrijven in hun portefeuille te verhogen.

**Figuur 4: Bronnen van groei in EBITDA 2006-2010, naar exitjaar**



N = 188; exclusief 'geen mening'. Bron: Ernst & Young data



### Autonome omzetgroei bevordert rendement

Net als in Noord-Amerika zien we ook bij exits in Europa het toenemend belang van EBITDA-groei bij het creëren van waarde vergeleken met de jaren vóór de crisis. Dit vloeit deels voort uit het feit dat het lastiger is geworden rendement te genereren uit multiple arbitrage als gevolg van de moeilijke marktomstandigheden. We zien hierin echter ook overtuigend bewijs voor de inspanningen van PE-investeerders om de bedrijven in hun portefeuille te laten groeien. Hoewel dit voor private equity altijd al een belangrijk instrument is geweest om waarde te creëren, is de nadruk op groei de laatste tijd wel aanzienlijk toegenomen.

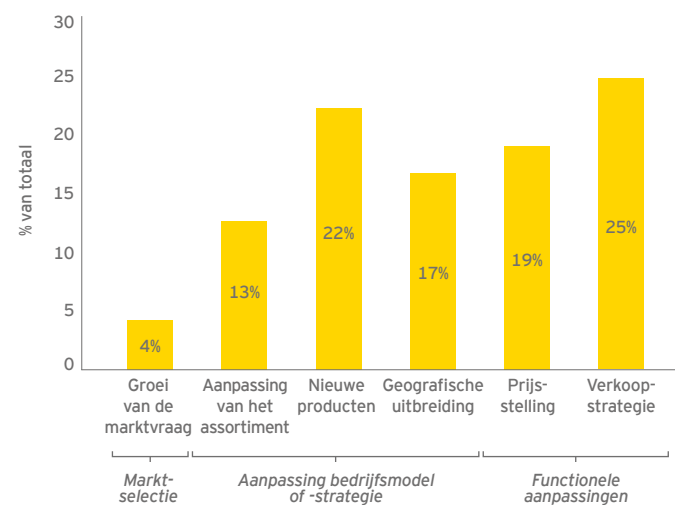
We hebben de exits in onze database geanalyseerd op de bronnen van EBITDA-groei. De meest opvallende bevinding daarbij is dat verhoudingsgewijs de grootste bijdrage van 46% van de winstgroei gedurende de onderzoeksperiode afkomstig is van autonome omzetgroei. Ook voor exits in 2010 was dit het geval. Kostenbesparingen en bolt-on-overnames speelden in deze vijf jaar – en met name in 2010 – een veel geringere rol bij de EBITDA-groei. De bijdrage van bolt-on-acquisities ligt op dit punt een factor 2,3 hoger dan die van desinvesteringen.

### PE-strategieën

PE-investeerders hanteren verschillende strategieën om autonome omzetgroei te bereiken. We hebben aanwijzingen dat bedrijven die in handen komen van deze investeerders fundamentele veranderingen ondergaan. Meer dan de helft van de autonome omzetgroei komt voort uit aanpassing van het bedrijfsmodel of de bedrijfsstrategie. Cruciale factoren bij het verhogen van de autonome omzetgroei, met name in 2010, waren bijvoorbeeld de aanpassing van het assortiment (door middel van herpositionering en ontwikkeling/verkoop van nieuwe producten) en uitbreiding naar andere regio's. Deze factoren zorgden bij elkaar zelfs voor meer autonome omzetgroei dan de meer functionele verbeteringen in prijsstelling en verkoopstrategie. Uit ons onderzoek blijkt dat vooral fundamentele veranderingen die PE-investeerders in hun bedrijven doorvoeren de meeste winstgroei opleveren. Het is weliswaar een moeilijker weg, maar deze levert wel het beste resultaat op voor het bedrijf in kwestie en daarmee uiteindelijk ook een hoger rendement voor de PE-investeerder zelf.

Het aandeel van de marktvrage in de groei ligt lager dan in voorgaande jaren. Hierin zien we het nadelige effect terug dat de recessie op een aantal ondernemingen heeft gehad.

**Figuur 5: Veroorzakers van autonome EBITDA-groei: PE-exits 2007-2010**



N = 124 (ongespecificeerde deals zijn niet meegerekend)  
 Bron: Ernst & Young data

# Belangrijkste bevindingen vervolg

## Zorgen voor verandering

Uit ons onderzoek blijkt dat PE-investeerders zich van uiteenlopende strategieën bedienen om fundamentele veranderingen teweeg te brengen. Net als in ons onderzoek in Noord-Amerika zijn er aanwijzingen dat zij nauwer zijn gaan samenwerken met de bedrijven in hun portefeuille. PE-investeerders lijken bereid en in staat te zijn om de strategie gericht op toekomstige groei van hun bedrijven te ondersteunen en om tijd te investeren in heroverweging en aanpassing van businessplannen als de veranderende economische omstandigheden daarom vragen.

---

“De exits van 2010 laten zien dat PE-investeerders proactief op zoek waren naar potentiële kopers en al ruim vóór de verkoop intensieve contacten met hen onderhielden.”

---

Zoals al bleek uit ons onderzoeksrapport van vorig jaar is een capabel managementteam, dat al direct na de overname operationeel is, cruciaal voor het succes van een investering en voor het verwezenlijken van autonome omzetgroei. De analyse van 2010 bevestigt dit. Het blijkt van het grootste belang te zorgen voor een eersteklas managementteam, bij voorkeur nog voordat de deal gesloten is. Wie hier niet in slaagt, lijdt ernstig nadeel. Op basis van exitcijfers in de periode 2005-2010 blijven bedrijven gemiddeld 1,6 jaar langer in portefeuille en leveren ze minder rendement op als het management tijdens de investeringsperiode moet worden vervangen. Wel is het zo dat het vermogen van de PE-investeerder om topmanagers te vervangen tot wezenlijke verbeteringen in de desbetreffende onderneming kan leiden. Zonder een dergelijke nauwe betrokkenheid zou het bedrijf in kwestie wellicht een slechter lot beschoren zijn, zeker in de moeilijke omstandigheden van de laatste jaren.

Het is hoe dan ook essentieel om van meet af aan over een kundig managementteam te beschikken. Dat geldt des te meer nu blijkt dat steeds meer PE-investeerders hun bedrijven ingrijpend willen herstructureren. Daar zet men verschillende strategieën voor in. Private equity blijkt vooraf behoorlijk veel tijd te investeren in het aanstellen van de juiste mensen door bijvoorbeeld het bedrijf - en met name het management - eerst goed te volgen alvorens het over te nemen. PE-investeerders knopen nauwe banden aan met directieleden om niet alleen hun sterke punten en ambities maar vooral ook hun zwakke punten in kaart te brengen.



In ons onderzoeksrapport van vorig jaar wezen we erop dat PE-investeerders steeds vaker gebruikmaken van 100-dagenplannen en van de diensten van operationele partners en consultants om winst en waarde van de overgenomen bedrijven te doen stijgen. Dit jaar hebben we geanalyseerd hoe het effect hiervan wordt gemaximaliseerd. Uit die analyse blijkt dat al deze initiatieven tot extra winstgroei hebben geleid voor de exits in 2009-2010. Daarbij vallen enkele interessante details op. Consultants werden in meer dan 60% van de exits ingehuurd, vooral bij de exits van grotere bedrijven. Operationele partners werden alles bij elkaar de helft minder vaak ingezet dan consultants en dan vooral wanneer het zittende managementteam werd gehandhaafd. De 100-dagenplannen zien we bij de aanvang van vele exits en met name in gevallen waarbij een nieuw managementteam werd geïnstalleerd.

### **Verbetering van het verkoopresultaat**

Het succes van een investering hangt in belangrijke mate af van een gunstig verkoopresultaat. Hoe sterk de bedrijfsprestaties tijdens de investeringsperiode ook zijn verbeterd, als het verkoopproces niet goed wordt aangepakt, kan een groot deel van die waarde weer verloren gaan. Dit geldt zeker als de economische omstandigheden ongunstig zijn.

De exits van 2010 laten zien dat er PE-investeerders proactief op zoek waren naar potentiële kopers en al ruim vóór de verkoop intensieve contacten met hen onderhielden. Al maanden en soms zelfs jaren voordat een eventuele deal in beeld kwam, moedigden PE-investeerders het management van hun bedrijven aan om roadshows te organiseren, contacten te onderhouden met adviseurs en contacten te leggen met potentiële kopers.

Ons onderzoek laat zien dat er bij de overgrote meerderheid van de bedrijven die in 2010 aan strategische kopers of PE-investeerders werden verkocht, sprake was van een gedegen informatievoorziening aan potentiële kopers en dat in ruim 80% van de gevallen een *vendor due diligence*-rapport was opgesteld. De gevallen waarin geen *vendor due diligence* werd uitgevoerd, althans waar het exits naar andere PE-investeerders of corporates betrof, waren die waarin de verkopende partij onverwacht werd benaderd door een koper of waarbij zich slechts één koper had aangediend.

De PE-sector laat niets aan het toeval over. Dankzij deze best practices zijn de PE-investeerders verzekerd van een gestroomlijnd verkoopproces waaraan uitsluitend geloofwaardige en serieuze bidders deelnemen. Dit vergroot niet alleen de kans op een optimaal verkoopresultaat, maar helpt PE-investeerders ook de zaken in hun ondernemingen goed op orde te hebben. Vroegtijdige betrokkenheid en een grondige voorbereiding zijn wezenskenmerken van succesvolle exits.

# 80%

Ons onderzoek laat zien dat er bij de overgrote meerderheid van de bedrijven die in 2010 aan strategische kopers of PE-investeerders werden verkocht, sprake was van gedegen informatievoorziening aan potentiële kopers en dat in ruim 80% van de gevallen een *vendor due diligence*-rapport was opgesteld.



## Vooruitzichten

Uit het onderzoek - gebaseerd op cijfers van de grootste Europese bedrijven in eigendom van PE-investeerders die tussen 2005 en 2010 zijn verkocht - blijkt de grote veerkracht van de PE-sector, zelfs als het economisch klimaat tegenzit.



Het PE-model is een robuuste en actieve vorm van eigendomsbeheer die de groei van de bedrijven in portefeuille bevordert door ze fundamenteel te transformeren. Dit is niet alleen goed voor de economie maar natuurlijk ook voor de PE-sector zelf, die volgens ons onderzoek consequent beter presteert dan beursgenoteerde bedrijven.

Veel van de exits tot dusver in 2011 zijn toe te schrijven aan secundaire buyouts, die door de ontdooiing van de kredietmarkt weer opkomen. Wel zijn er tekenen dat de kopende PE-investeerders in zo'n buyout hogere kwaliteitseisen zijn gaan stellen. Dit heeft te maken met de zorg onder Limited Partners omtrent de vraag hoeveel waarde opeenvolgende investeerders nog kunnen toevoegen aan hun bezittingen.

Hoewel de exit-activiteit is toegenomen, is niet iedereen er gerust op dat deze ontwikkeling zich doorzet gezien de vrees voor een 'double dip' en de onrust op de aandelenmarkten. De PE-markt draait ook nog niet op volle capaciteit. Zo zijn de corporates nog niet overtuigend teruggekeerd op de fusie- en overnamemarkt, hoewel ze inmiddels toch over aanzienlijke cashreserves beschikken. Ze lijken zich wel weer in sectoren als IT en de gezondheidszorg te wagen, maar zullen voorlopig erg kieskeurig blijven waar het overnames betreft. Gezien het feit dat juist strategische kopers altijd een belangrijke exitroute voor PE-investeerders zijn geweest, zal de exitmarkt pas weer op volle toeren draaien als de corporates weer helemaal terug zijn.

Een en ander betekent dat de portefeuilles van PE-investeerders behoorlijk beginnen uit te dijen en snel verouderen - inmiddels al voor het derde achtereenvolgende jaar. In december 2009 bleef een bedrijf gemiddeld 3,7 jaar in de portefeuille van een PE-investeerder; in december 2010 was dat al 4,7 jaar. De sector voelt de druk om de exitactiviteit op te voeren en zo te voorkomen dat de IRR nog verder verdampt. De sector staat ook onder druk om kapitaal te laten terugvloeien naar Limited Partners, zeker omdat die de komende één tot anderhalf jaar waarschijnlijk behoefte krijgen aan extra financiële middelen.

Toch is het die Limited Partners niet alleen te doen om het verzilveren van hun investeringen in de PE-sector. Ze zoeken ook steeds nadrukkelijker naar tekenen van operationele verbetering in de bedrijven in handen van PE-investeerders. Het investeringsproces is de afgelopen jaren aanzienlijk geprofessionaliseerd en Limited Partners zijn veel meer dan voorheen geneigd nieuwe PE-fondsen grondig door te lichten en inzicht te verkrijgen in het vermogen van iedere afzonderlijke PE-manager om waarde te creëren. Zoals in ons onderzoek wordt benadrukt zijn PE-investeerders steeds meer betrokken bij de ondernemingen in hun portefeuille. Investeerders die beschikken over een uitgebalanceerde strategie voor het selecteren van de juiste markten en het creëren van waarde binnen hun portefeuille zullen geen moeite hebben kapitaal te blijven aantrekken.

Tegelijkertijd wordt de PE-sector geconfronteerd met toenemende regelgeving, zowel op Europees niveau als wereldwijd. Een deel van die nieuwe regelgeving is reeds van kracht en PE-investeerders hebben de nodige veranderingen inmiddels doorgevoerd. Mogelijk wordt echter pas over enkele jaren duidelijk wat het volle effect van een strenger regelgevingsregime zal zijn.

Het PE-model blijkt nog altijd heel levensvatbaar en sterk. Het heeft zelfs onder de zwaarste economische omstandigheden stand weten te houden. Volledig herstel van de Europese economieën laat mogelijk echter langer op zich wachten dan in 2010 werd gehoopt waardoor PE-investeerders de lessen die ze tijdens de recessie hebben geleerd optimaal zullen moeten benutten om hun bedrijven door komende onzekere tijden te loodsen. Uit ons onderzoek blijkt echter dat zij moeilijke omstandigheden kunnen overwinnen door de groei van hun bedrijven te bevorderen, ze op termijn sterker en winstgevender te maken en zo een hoger rendement te genereren dan beursgenoteerde ondernemingen.

# Over dit onderzoek

Het onderzoek over het jaar 2010 geeft een beeld van de prestaties en werkmethoden van de private equity-sector, gebaseerd op een analyse van ruim 375 van de grootste Europese bedrijven die de afgelopen zes jaar door PE-investeerders van de hand zijn gedaan.

Om absolute prestatiecijfers te verkrijgen en het beeld te beperken tot de grootste ondernemingen in handen van PE-investeerders, zijn alleen exits opgenomen van bedrijven met een ondernemingswaarde (bij acquisitie) van meer dan € 150 miljoen. Dit criterium is ook gehanteerd bij het schatten van de huidige omvang van de PE-portefeuilles.

We beoordeelden van ieder bedrijf de prestaties gedurende de tijd dat het in handen was van een PE-investeerder, uitgaande van centrale prestatieparameters zoals verandering van ondernemingswaarde, winst (waaronder in dit hele rapport overigens wordt verstaan: winst voor interest, belasting en afschrijving op materiële en immateriële activa, EBITDA), personeelsomvang, productiviteit en waarderingmultiples. We hebben gebruik gemaakt van gewogen gemiddelden om het totale bedrijfs-economische effect beter te kunnen bepalen.

Dit onafhankelijk onderzoek is gebaseerd op openbare gegevens en op vertrouwelijke, diepgaande gesprekken met de voormalige eigenaars van de afgestoten bedrijven. Niet alle eigenaars van deze in Europa gevestigde ondernemingen waren ook zelf in Europa gevestigd. Dit is dan ook niet zozeer een onderzoek naar de prestaties van in Europa gevestigde PE-investeerders, maar een analyse van het effect van private equity op Europese ondernemingen.

Om de prestaties van bedrijven in handen van PE-investeerders te kunnen afzetten tegen die van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen, hielden we voor beide categorieën per land en sector hetzelfde tijdvak aan. De gegevens zijn vervolgens samengevoegd om de prestaties van bedrijven van PE-investeerders te vergelijken met die van beursgenoteerde ondernemingen.

We hebben ook gegevens verwerkt van informatie die is verkregen van topinvesteerders in de PE-sector. Dit is een belangrijk kwaliteitskenmerk van dit onderzoek. Een ander onderscheidend gegeven is de reikwijdte en diepgang van ons onderzoek, gebaseerd op een steekproef van meer dan 375 Europese exits. Dit toonaangevende onderzoek wordt door tal van commentatoren als zodanig erkend.

---

Om absolute prestatiecijfers te verkrijgen en het beeld te beperken tot de grootste ondernemingen in handen van PE-investeerders, zijn alleen exits opgenomen van bedrijven met een ondernemingswaarde (bij acquisitie) van meer dan € 150 miljoen.

---

# Contactpersonen

## **België**

Marc Guns

*Brussel*

+ 32 (0)2-774 94 19

marc.guns@be.ey.com

## **Nederland**

Maurice van den Hoek

*Amsterdam*

+31 (0)88-407 04 34

maurice.van.den.hoek@nl.ey.com

#### Over Ernst & Young

Ernst & Young is wereldwijd toonaangevend op het gebied van assurance, tax, transactions en advisory. Juridische en notariële dienstverlening wordt in een strategische alliantie met Ernst & Young Belastingadviseurs LLP verzorgd door Holland Van Gijzen Advocaten en Notarissen LLP. Onze 141.000 mensen delen wereldwijd dezelfde waarden en staan voor kwaliteit. Wij maken het verschil door onze mensen, onze cliënten en de samenleving te helpen hun mogelijkheden optimaal te benutten.

Waar sprake is van Ernst & Young wordt de wereldwijde organisatie van lidfirma's van Ernst & Young Global Limited bedoeld, die elk een aparte rechtspersoon zijn. Ernst & Young Global Limited is een UK company limited by guarantee en verleent zelf geen diensten aan cliënten. Voor meer informatie over onze organisatie, kijk op [www.ey.com](http://www.ey.com)

Ernst & Young Transaction Advisory Services is een handelsnaam van Ernst & Young Accountants LLP. Ernst & Young Accountants LLP is een limited liability partnership naar het recht van Engeland en Wales met registratienummer OC335594. Ernst & Young Accountants LLP is statutair gevestigd te Lambeth Palace Road 1, London SE1 7EU, Verenigd Koninkrijk, heeft haar hoofdvestiging aan Boompjes 258, 3011 XZ Rotterdam, Nederland en is geregistreerd bij de Kamer van Koophandel Rotterdam onder nummer 24432944.

#### Over Ernst & Young Private Equity

Om waarde te creëren kijken PE-investeerders verder dan de investeringscyclus: ze zorgen ook voor een goed beheer en ondersteuning van de bedrijven in hun portefeuilles. Als een deal wordt gedaan, is daarmee het succes nog niet verzekerd. Slimme kopers weten dat voor dat succes - en voor de waarde voor de stakeholders - duurzame groei van hun bedrijven voor én na de exit essentieel is. Overgenomen bedrijven staan voor uitdagingen op tal van gebieden - bedrijfsvoering, groei, wet- en regelgeving, sector en markt - die allemaal zorgvuldig beoordeeld moeten worden om die duurzame groei te kunnen waarborgen. Om PE-investeerders werkelijk van dienst te zijn, moeten we dus meer doen dan alleen hun M&A-activiteiten ondersteunen. De Private Equity praktijk van Ernst & Young biedt een maatwerkbenadering die is afgestemd op de behoeften van PE-firma's, hun M&A-processen en de bedrijven in hun portefeuille en die rekening houdt met problemen en kansen op de markt, in de sector en op het gebied van wet- en regelgeving. Met ons wereldwijde netwerk van ruim 8000 M&A-professionals en meer dan 20 jaar ervaring in private equity kunnen wij als geen ander voorzien in de steeds veranderende behoeften van PE-investeerders en de bedrijven die zij onder hun hoede hebben.

© 2011 Ernst & Young Accountants LLP.  
Alle rechten voorbehouden.

Deze publicatie bevat informatie in samengevatte vorm en is daarom enkel bedoeld als algemene leidraad. Ze is niet bedoeld om te dienen als een substituuut voor gedetailleerd onderzoek of voor het aanwenden van een professioneel oordeel. Noch EYGM Limited noch enig ander lid van de wereldwijde Ernst & Young organisatie kan aansprakelijk worden gesteld voor het verlies van iemand die handelde of die ervan afzag te handelen ten gevolge van enige informatie in deze publicatie. Bij elke specifieke aangelegenheid, dient steeds een geschikte adviseur geraadpleegd te worden.

[www.ey.com/nl](http://www.ey.com/nl)

110147

