

ZES ADVIEZEN OM TE BELEGGEN IN NIET-BEURSGENOTEERDE BEDRIJVEN

ZO WORDT U DUREFKAPITALIST

Wie wil meesurfen op het succes van niet-beursgenoteerde bedrijven, kan zijn geld investeren in private-equityfondsen. Waar moet u op letten? ILSE DE WITTE

Balta, de Europese marktleider in tapijten, kondigde onlangs zijn beursgang aan. Op enkele biotechnologiebedrijven en een vastgoedvennootschap na is het van juni 2014 geleden dat er nog een Belgisch bedrijf naar de beurs trok. Toen was dat de luiierproducent Ontex. "Bedrijven voelen minder de noodzaak om een beursnotering aan te vragen, omdat ze gemakkelijk buiten de beurs kapitaal kunnen ophalen", zegt Jan Alexander, het hoofd van ARKImedes bij de Vlaamse investeringsmaatschappij PMV.

Sommige van de beste Belgische bedrijven hebben nooit de stap naar de beurs gedaan. Beleggers konden via de beurs ook niet meeprofiteren van het recente succes van technologieparels als Clear2Pay (betaaloplossingen), Showpad (software voor verkopers), Teamleader (digitalisering van de

workflow van kmo's), Sparkcentral (vragen en kritiek over bedrijven opsporen op sociale media), Collibra (bigdata-analyse), Cmosis (beeldsensoren) en Cartagena (software voor genetische laboratoria). Die blijven voorbehouden voor private-equityfondsen, die vaak als eerste financiering durven te geven aan een bedrijf dat nog geen winst heeft gemaakt, of voor business angels die voldoende kapitaal hebben om rechtstreeks in de bedrijven te

"Niet-beursgenoteerde bedrijven zijn minder volatiel en zorgen voor een beetje stabiliteit in de portefeuille"

Geert Vastiau, Quaestor

investeren en bereid zijn hun huiswerk zelf te maken.

ARKImedes beheert twee dakfondsen die beleggen in private-equityfondsen die financiering verschaffen aan kmo's. In het eerste fonds konden de Vlamingen vanaf 250 euro investeren; ze kregen daarvoor een fiscaal voordeel en een waarborg van hun inleg van het Vlaamse Gewest. Voor het tweede fonds werd geen geld opgehaald bij het publiek. "We merken dat er meer en meer vermogende particulieren rechtstreeks investeren in de fondsen waarin de ARKImedes-fondsen ook investeren", stelt Alexander vast.

Beleggingen in niet-beursgenoteerde bedrijven via kapitaalverhogingen of achtergestelde leningen zitten in de lift, merkt ook Geert Vastiau, partner bij de vermogensbeheerder Quaestor. "Daar zijn twee redenen voor. Enerzijds zijn investeerders op zoek naar meer rende- ➔

➤ ment. Anderzijds stellen banken vaak strengere eisen aan de verhouding tussen leningen en het kapitaal. Daardoor kloppen ondernemingen minder aan bij de banken.”

Quaestor nodigt drie à vier keer per jaar een gespecialiseerd Belgisch of buitenlandse fonds uit om zich voor te stellen aan de klanten. Daarnaast richtte het enkele jaren geleden zelf fondsen op die achtergestelde obligatieleningen met een looptijd van vijf tot acht jaar verstrekken aan niet-beursgenoteerde bedrijven.

1 Zijn private-equityfondsen iets voor u?

Private-equity- en venturecapitalfondsen zijn geen spek voor de bek van de kleine hobbybelegger. “Om te kunnen instappen is er een wettelijk minimum van 100.000 of 125.000 euro, afhankelijk van de structuur van het fonds. Sommige fondsen leggen de drempel nog hoger op 250.000 euro, 1 miljoen of zelfs 2,5 miljoen euro, maar vaak laten ze toe dat we het geld van verschillende klanten poolen. We hebben ongeveer vijfhonderd klantenrelaties. Daarvan heeft 10 procent vooral interesse in investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven. Meestal zijn het ondernemers”, zegt Vastiau.

Wie slechts enkele honderden euro's in één keer wil investeren, moet zijn heil zoeken bij crowdfundingplatformen, die startende bedrijven aan enkele honderdduizenden euro's kunnen helpen. Crowdfunding kan zonder de uitgifte van een prospectus als per investeerder niet meer dan 1000 euro wordt opgehaald. “Het duurt altijd langer om een bedrijf van de grond te krijgen dan je denkt”, waarschuwt Alexander. “Bij crowdfunding zie je dat het enthousiasme voor een bedrijf veel minder groot is als het een tweede kapitaalronde moet organiseren. Bij private equity engageren de investeerders zich ook voor de vervolfinanciering, als er bepaalde mijlpalen worden bereikt, bijvoorbeeld in de omzet of het aantal klanten.”

Quaestor stimuleert investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven, omdat de vermogensbeheerder vindt dat die

een plaats hebben in grote, gespreide portefeuilles. “Het is moeilijk te zeggen hoeveel procent niet-beursgenoteerde beleggingen in een portefeuille mogen zitten. Een ondernemer die nog volop ideeën heeft, blokkeert zijn geld het beste niet te lang. Hij kan het snel nodig hebben. Als je zeker weet dat je je geld voor een lange periode kunt missen en bereid bent risico te nemen, kun je tot 20 à 25 procent van je portefeuille in niet-genoteerde bedrijven investeren”, vindt Vastiau.

Beleggingen in niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn complementair aan beleggingen op de beurs. Vastiau: “De waarde van beursgenoteerde bedrijven is onderhevig aan het beleggerssentiment en kan sterk schommelen. Niet-beursgenoteerde bedrijven zijn minder volatiel en zorgen voor een beetje stabiliteit in de portefeuille.”

15 à 20

procent

per jaar hebben de beleggingen van Quaestor in niet-beursgenoteerde bedrijven de voorbije vijftien jaar netto opgebracht.

Alexander wijst erop dat sommige bedrijven niet naar de beurs willen omdat ze dan minstens twee keer per jaar moeten communiceren met hun aandeelhouders. Bedrijven zijn soms ook bang dat het kortetermijndenken van de beurs niet strookt met hun langetermijnstrategie.

2 Waartoe verbindt u zich?

“De klanten moeten zich engageren om in schijven een bepaald bedrag te investeren in de fondsen”, legt Vastiau uit. “Een kwart van het toegezegde kapitaal dat ze in een private-equityfonds willen stoppen, moeten ze onmiddellijk op tafel leggen. Daarna

volgen *capital calls*, telkens wanneer het fonds een investering op het oog heeft. De investeerders krijgen dan doorgaans een maand om hun geld over te maken.”

Meestal hebben die fondsen een looptijd van acht tot tien jaar. Vastiau: “In de eerste helft van de looptijd moeten de klanten investeren en in de tweede helft krijgen ze geld terug. Als bedrijven uit de portefeuille verkocht worden, storten de fondsen het geld terug op de rekening van de investeerders. Het wordt niet opnieuw geïnvesteerd in andere bedrijven.”

3 Welk risico loopt u?

ARKImedes focust op venture capital of durfkapitaal. Volgens de gespecialiseerde website investoreurope.eu is dat een vorm van private equity die zich richt op innovatieve ondernemingen. “Dat zijn vooral bedrijven die nog geen winst maken en soms ook nog geen of nauwelijks omzet draaien”, zegt Alexander. “We mikken op 20 procent private equity en 80 procent venture capital.”

“De vuistregel is dat je met durfkapitaal bij één op de drie bedrijven al je geld kwijt bent. Bij één op de drie krijg je je geld terug en bij één op de drie heb je enig rendement. Dan moet je hopen dat in die laatste categorie ook een echte winnaar zit, die al je verliezen goedmaakt.” Bij de beursgenoteerde investeringsmaatschappij Gimv ligt de focus veeleer op private equity dat al wat meer maturiteit heeft. Daar zijn minder risico's aan verbonden.

4 Welk rendement mag u verwachten?

“De voorbije vijftien jaar hebben onze beleggingen in niet-beursgenoteerde bedrijven netto ongeveer 15 tot 20 procent per jaar opgebracht”, zegt Vastiau. “Ik vrees wel dat we dat rendement de komende vijftien jaar niet kunnen evenaren. Vijf à zes jaar geleden konden die fondsen bedrijven kopen tegen zeer lage waarderingen, omdat de crisis lelijk had huisgehouden. Vandaag kunnen ze die veel duurder verkopen. De waarderingsratio's – zoals de ev-

PRIVATE EQUITY

"Bedrijven voelen minder de noodzaak om een beursnotering aan te vragen."



GET

ebitda-verhouding, of de verhouding tussen de ondernemingswaarde en de bedrijfskasstroom – zijn op dit moment veel hoger. Lenen om een deel van een overname van een bedrijf te financieren, is ook heel goedkoop geworden. Het is mogelijk dat de rente begint te stijgen."

De achtergestelde obligatieleningen waarin Quaestor met zijn fondsen investeert, brengen een rente van 9 procent op. "We hebben zo'n fonds gelanceerd in 2015 en 2016. Dit jaar komt er weer een. Daarin verzamelen we 30 tot 40 miljoen euro van onze klanten en we schrijven in op een tiental obligatieleningen van niet-beursgenoteerde bedrijven. Het risico is minder groot dan bij investeringen in het kapitaal, maar vergeet niet dat je met achtergestelde leningen in de rij van de schuldeisers maar net voor de aandeelhouders staat. Tot nu zitten er bij die bedrijven geen slechte betalings. Wij zoeken de risico's niet op. We gaan voor bedrijven met bewezen, stabiele cashflows die geld nodig hebben om hun activiteiten of een overname te financieren, en we vragen extra waarborgen zoals een onderpand of een borgstelling."

Bij de ARKImedes-fondsen is het moeilijk veel te zeggen over het rende-

"De vuistregel is dat je met durfkapitaal bij één op de drie bedrijven al je geld kwijt bent"

Jan Alexander, ARKImedes

ment, omdat ze nog niet aan het einde van hun looptijd zijn. Het eerste ARKImedes-fonds nadert wel stilaan zijn einde. De obligatiehouders krijgen op 12 oktober 2017 hun volledige inleg terug. De aandeelhouders krijgen na de vereffening van het fonds, voorzien voor 31 december 2018, minstens 90 procent van hun inleg uitgekeerd. Het ziet er voorlopig niet naar uit dat ze veel meer dan die 90 procent terugzien. Maar rekening houdend met de belastingkredieten van 35 procent, die ze de eerste vier jaar konden genieten, houden ze er wel een positief rendement aan over.

De evolutie van de intrinsieke waarde van de aandelen van het fonds is te volgen via de kwartaalrapportering. Eind vorig jaar was één aandeel intrinsiek 105,95 euro waard, tegenover 250 euro bij de start. Net als andere beleggers in private-equityfondsen

krijgt het ARKImedes-fonds naar het einde van de looptijd wel steeds meer geld terug binnen (zie punt 2. *Waarom verbindt u zich?*). De intrinsieke waarde van de aandelen is de voorbije twee jaar wel met 60 procent gestegen.

Alexander zegt dat de sector deels door de ARKImedes-fondsen is geprofessionaliseerd. "Na de dotcomcrisis viel er een gat, dat wij voor een deel hebben opgevuld. Het geld van ARKImedes zorgde voor een hefboom. Voor elke euro die wij investeerden, investeerden private investeerders de voorbije jaren 7 euro. Dankzij dat geld zijn er ook banen gecreëerd, leert onderzoek van De Vlerick Business School." Alexander voegt eraan toe dat er ook lessen zijn getrokken uit het eerste ARKImedes-fonds. "De performantie van het tweede dakfonds is veel beter. Er is 80 miljoen euro van de 150 miljoen euro volstort, en er zijn nu al voor 25 à 26 miljoen euro exits gerealiseerd."

5 Hoe kunt u fondsen selecteren?

"Wij kijken naar de strategie van het fonds dat zich komt voorstellen", legt Alexander uit. "We zijn bijvoorbeeld geïnteresseerd in beleggingen in bedrij-

➤ ven die bezig zijn met digitalisering of een efficiënter energieverbruik. Onlangs kwam een team langs dat gespecialiseerd is in *health economics* – bedrijven die toepassingen ontwikkelen om de gezondheidszorg efficiënter te maken. Daar is behoefte aan. We kijken naar het management en het trackrecord van de fondsen.”

“Het trackrecord van het fonds of de beheerders is belangrijk”, bevestigt Vastiau. “Je merkt vaak dat een durfkapitalist met een tweede of een derde fonds meer geld weet aan te trekken. We hebben bijvoorbeeld wel fors geïnvesteerd in het eerste fonds van Down 2 Earth Capital. D2E Capital werd opgericht door enkele mensen die van

de investeringsmaatschappij Gimv kwamen en door Ivo Marechal, de vroegere CEO van H.Essers. Dan weet je welk vlees je in de kuip hebt. Zeer grote fondsen zijn niet altijd de rendabelste. Wij verkiezen fondsen van 25 tot 100 miljoen euro, zoals Vectis, Hummingbird Ventures, Sofindev en Down 2 Earth Capital.”

6 Welke bedrijven hebben geld nodig?

Voor startende bedrijven is er in België kapitaal voorhanden. Investeringsinstellingen in startende ondernemingen worden ook fiscaal gestimuleerd. “Maar wanneer bedrijven de volgende stap willen

doen en 3 tot 10 miljoen euro willen ophalen, is er in ons land een gapende kloof. Daardoor worden bedrijven als Colibra en Cmosis nog te vaak verkocht aan buitenlandse investeerders.”

Alexander wijst erop dat ARKImedes grotere fondsen van 50 tot 200 miljoen euro probeert te bouwen, die de bedrijven kunnen blijven volgen en sterk groeiende bedrijven kunnen verankeren. “We zouden ook graag meer verzekeraars en pensioenfondsen aan boord krijgen, maar ze worden vaak gehinderd door de regelgeving (zie kader *Private equity voor uw oude dag*). Ook de beurs zou een rol kunnen spelen in de vervolgfianciering, om bedrijven te verankeren.” ☉

PRIVATE EQUITY VOOR UW OUDE DAG

Van het geld dat we voor ons pensioen sparen, wordt slechts een fractie belegd in niet-beursgenoteerde bedrijven of infrastructuur. Nochtans is de lange beleggingshorizon van het pensioensparen ideaal voor zulke investeringen. Maar er is verandering op til.

Herinnert u zich de commotie over China State Grid, het Chinese staatsbedrijf dat een belang van 14 procent wilde kopen in Eandis en daarvoor veel geld wilde neertellen? Het Chinese staatsbedrijf was de hoogste bieder, maar bij de hoogste drie biedingen voor de netbeheerder zaten ook een Nederlands en een Australisch pensioenfonds. Het Ontario Teachers' Pension Plan, een Canadees pensioenfonds, is de grootste aandeelhouder van Brussels Airport Company, de uitbater van de luchthaven van Zaventem. “De Australische en de Canadese pensioenfondsen investeren 25 tot 30 procent van hun middelen in infrastructuur”, weet Philip Neyt, de

voorzitter van PensioPlus, de vereniging van de pensioenfondsen.

Voor de Belgische pensioenfondsen is er geen wettelijke belemmering om te investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven of infrastructuurprojecten; voor de pensioenspaarfondsen en de verzekeraars is die er wel. “De Belgische pensioenfondsen zijn wel vaak een maatje te klein”, zegt Neyt. “Daarom zijn ze verplicht via gespecialiseerde fondsen te investeren, zoals die van TDP (het vroegere DG Infra, *nvdr*), of samen te werken met grote buitenlandse pensioenfondsen.”

CATEGORIE DIVERSEN

Neyt vindt wel dat er behoefte is aan een meer gestandaardiseerde financiering van infrastructuurprojecten, om die minder complex te maken voor pensioenfondsen. Hij verwijst naar Groot-Brittannië, waar enkele van de grootste fondsen het Pensions Infrastructure Platform (PIP) hebben opgericht. Via dat platform kunnen andere Britse pensioenfondsen

meer investeren in infrastructuur.

De pensioenfondsen beheren het aanvullend pensioen dat ongeveer 1,5 miljoen Belgen via hun werkgever bij elkaar sparen. Het is een alternatief voor de beter bekende groepsverzekering. “De pensioenfondsen zijn zich aan het heruitvinden”, zegt Neyt. “De klassieke overheidsobligaties brengen niets meer op. We kunnen niet anders dan andere beleggingen zoeken die regelmatige inkomsten genereren.”

Volgens Neyt investeren de Belgische pensioenfondsen meer en meer in private equity en infrastructuur. Harde cijfers heeft hij niet. “De fondsen brengen de beleggingen in private equity en infrastructuur onder in de categorie diversen, die ongeveer 7 procent van de portefeuilles uitmaakt en die de voorbije vijf jaar in belang toegenomen is.”

DE VOORBEREIDING IS BEZIG

Pensioenspaarfondsen beleggen per definitie voor de lange termijn. Ze beheren het geld

dat particulieren met een fiscaal voordeel kunnen sparen voor hun oude dag. Weinig pensioenspaarders halen het in hun hoofd het geld voor hun 60ste verjaardag op te vragen, omdat ze dan 33 procent belasting betalen op hun kapitaal in plaats van 8 procent. De beheerders van de grootste vier pensioenspaarfondsen zeiden enkele weken geleden in Trends dat ze graag willen beleggen in private equity en infrastructuur.

We vernamen uit verschillende bronnen dat de wetgever er wel oren naar heeft om dat mogelijk te maken. “We proberen in de wetgeving van de pensioenspaarfondsen op te nemen dat ze voortaan ook kunnen investeren in *equity tranches* van infrastructuurprojecten en in private-equityfondsen”, bevestigt Ferry Comhair, de woordvoerder van minister van Financiën Van Overtveldt (N-VA). “Ik kan je daar nog niet veel over vertellen, omdat het voor de zomer zal worden opgenomen in de volgende wet diverse bepalingen. De voorbereiding is bezig.”