



*DE PRIVATE EQUITY CODE*

*DE* *De ongeschreven regels van  
een gesloten investeringswereld*

*PRIVATE  
EQUITY  
CODE*

Matty  
Martens





## HOOFDSTUK 7

<b>De kunst van portefeuilleopbouw</b>	<b>133</b>
De architectuur van een private-equityportefeuille	134
Diversificatie – niet te breed, wel doordacht	135
De bouwstenen – primaries, secondaries en co-investeringen	140
De tijdsdimensie – commitment pacing en cashflowbeheer	141
Risicobeheer en vertrouwen	144
Van allocatie naar doelstelling	145
De kunst van fondsselectie – hoe herken je een meester?	145
De psychologie van de LP – emoties beïnvloeden het kapitaalbeheer	151

## HOOFDSTUK 8

<b>De Europese en Belgische context</b>	<b>163</b>
Europa als kader – van vrijheid naar verantwoordelijkheid	164
België – de privak als brug tussen toezicht en discretie	166
Luxemburg, Frankrijk en de Verenigde Staten	
– de internationale mozaïek	175
De niet-gereguleerde wereld	
– ondernemerschap in zijn puurste vorm	175
Advies of doe-het-zelf – de rol van begeleiding	176
Grenzen en convergentie – naar één Europese taal	177
Slot – structuur als stille kracht	177

## HOOFDSTUK 9

<b>Ethiek, duurzaamheid en governance</b>	<b>179</b>
Hoe private equity impact kan creëren	180
ESG als nieuwe standaard	181
Bestuur en integriteit – governance als fundament	182
Duurzaamheid als waardecreatie – cases	187
Ethiek in besluitvorming – grenzen, reputatie en geopolitiek	188
De investeerder als hoeder van vertrouwen	188
Slot – rendement met een geweten	189

## HOOFDSTUK 10

<b>De toekomst van private markets</b>	<b>191</b>
Democratisering van private markets – wie vandaag echt investeert	192
De opkomst van semiliquide en evergreen-structuren	199
De integratie van technologie en data	204
Private credit en secondaries – de dubbele motor	207
Globalisering en regionalisering	208
De menselijke maat – advies en actief beheer	210

## HOOFDSTUK 11

<b>Epiloog: in vertrouwen investeren</b>	<b>213</b>
De reis van kapitaal en karakter	214
Dankwoord – de mensen achter de schermen	215
Slotwoord – de horizon blijft open	216

## GLOSSARIUM

<b>De private equity taal en verklarende begrippen</b>	<b>219</b>
--	------------

# INLEIDING

---

**Private equity** is geen anonieme industrie van cijfers en structuren. Het is een wereld van ondernemers, investeerders en families die durven denken in generaties in plaats van kwartalen. Een wereld waarin toegang even belangrijk is als kapitaal, reputatie zwaarder weegt dan rendements-tabellen en beslissingen zelden op papier worden uitgelegd. Wie erin actief is, weet dat de echte spelregels niet in prospectussen of pitchdecks staan – maar in ervaring, selectie en vertrouwen.

Dit boek is geen handleiding voor snelle winst, maar wel een insiders-gids voor de moderne investeerder – in hoe waarde écht wordt gebouwd, van selectie tot rendement.

De moderne belegger is niet langer toeschouwer maar deelnemer. Hij is een **protagonist** die begrijpt dat rendement volgt uit discipline, tijd en visie.

Deze overtuiging is bij mij niet theoretisch ontstaan, maar gegroeid uit de praktijk.

Zeventien jaar geleden werd B-sure, onze **family office**, opgericht door mijn echtgenote Michelle Bovy, met één duidelijke missie: vermogende families en ondernemers toegang geven tot de absolute top van banken en fondsbeheerders – zorgvuldig geselecteerd op kwaliteit, expertise en een bewezen **track record**.

Ik heb haar vanaf het begin bij die missie vergezeld. Eerst op de achtergrond, vandaag als CEO. Samen wilden we iets bouwen dat verder ging dan cijfers alleen: een vertrouwensrelatie, gebaseerd op discretie, integriteit en inzicht.

Door de jaren heen is onze organisatie uitgegroeid tot veel meer dan een klassieke family office. We werden een **financial butler** avant la lettre – een family office met vergunning voor het aanbieden van financiële producten, gebouwd rond onafhankelijkheid, discretie en vakmanschap. Onze rol gaat verder dan die van een klassieke vermogensbeheerder: wij zijn een regisseur die de juiste specialisten, banken en fondsbeheerders

samenbrengt binnen één samenhangende strategie. Niet om producten te verkopen, maar om een visie te realiseren – met de belangen van onze cliënten als uitgangspunt.

Toch merkte ik onderweg een terugkerend patroon. Zelfs portefeuilles die samengesteld waren uit de beste fondsen en beheerders, zorgden bij velen nog steeds voor onrust. De dagelijkse volatiliteit van de beurs, het nieuws van de dag, de grillen van de markt – ze bleven emoties triggeren die haaks stonden op het langetermijndenken dat wij nastreven.

Daarom begonnen wij ongeveer tien jaar geleden met het integreren van private-equity-oplossingen in onze vermogensstructuren. Voor veel van onze cliënten voelde dat meteen vertrouwd aan: ondernemers in hart en nieren, mensen die waarde begrijpen via **EBITDA**-groei, omzetonwikkeling of operationele efficiëntie. Private equity bracht hun investeringen terug naar een herkenbare realiteit – naar bedrijven, mensen en strategische keuzes.

Vandaag is die keuze uitgegroeid tot een volwaardige pijler van onze aanpak. Michelle is intussen gedelegeerd bestuurder van Protagonist Private Markets, ons private-equity **fund-of-funds**-initiatief, en bewaakt mee de verdere uitbouw van deze pijler binnen onze groep.

Het schrijven van dit boek was voor mij een bijzonder proces. Jarenlang wilde ik de kennis en inzichten die ik in deze wereld verzamelde delen, maar de tijd ontbrak om ze systematisch neer te schrijven. Pas met de komst van performante **Large Language Models (LLM's)** werd dat mogelijk. Dankzij spraakcommando's gaf ik volledige presentaties, vaak terwijl ik onderweg was met de wagen, zo konden mijn ideeën rechtstreeks omgezet worden in tekst.

Maar laat mij even terugkeren naar het onderwerp zelf – private equity.

Vandaag lijkt het een modewoord te zijn geworden, vaak gebruikt door banken, platformen of adviseurs die hun klanten 'exclusieve toegang' beloven tot iets mysterieus. In werkelijkheid is het een eenvoudig begrip: *private equity betekent niets meer dan investeren in bedrijven die niet beursgenoteerd zijn.*

Het is dus geen hype, maar een realiteit die al decennia bestaat. Voor ons is private equity geen modetrend, maar een logische voortzetting van wat ondernemers altijd al deden: zelf participeren in waardecreatie.

Sterker nog: de meeste lezers van dit boek bezitten waarschijnlijk al private equity, vaak zonder het zo te noemen. Hun eigen bedrijf is de meest pure vorm ervan – een niet-beursgenoteerde onderneming waarvan ze eigenaar en bouwer zijn. Volgens recente cijfers (OECD, 2024) zijn er wereldwijd ruim 330 miljoen actieve bedrijven, waarvan slechts minder dan 1 op 1.000 publiek genoteerd is. De overgrote meerderheid – meer dan 99,9% – bevindt zich dus in de private-marktenwereld.

Dat besef verandert alles. Private equity is niet iets wat zich enkel in Londen, New York of Luxemburg afspeelt. Het is de economische realiteit waarin het gros van de waardecreatie plaatsvindt: bij kmo's, groei-bedrijven, familiebedrijven en innovatieve scale-ups die elke dag waarde bouwen buiten de spotlights van de beurs.

In dit boek gebruik ik de term private equity dan ook in de betekenis die wij hanteren binnen onze family office: professionele beleggingsfondsen die investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven, met als doel waarde te creëren over een horizon van vijf tot vijftien jaar. Het gaat dus niet om individuele aandelen, maar om collectieve fondsen – meestal met een beheerder, **General Partner (GP)**, die het kapitaal selectief inzet namens de investeerders – **Limited Partners (LP's)**.

Mijn doel met dit boek is niet om een academisch naslagwerk te schrijven, noch om beleggingsadvies te geven. Het is geen aanbod of uitnodiging tot investeren, maar een persoonlijke inkijk in mijn passie en ervaringen binnen private equity. De vermelding van fondsen en beheerders in dit boek is niet het gevolg van enige vergoeding of commerciële afspraak. Mijn oordeel is uitsluitend gebaseerd op professionele ervaring en persoonlijke inzichten. Wat volgt is geen aanbeveling, maar een reflectie op wat ik in de praktijk heb geleerd. Voor beslissingen die de lezer hieruit zou afleiden, kan geen aansprakelijkheid worden aanvaard.

In dit boek loop je mee met de protagonist: de bewuste investeerder die verder kijkt dan rendementstabellen en marketingverhalen.

Hij begrijpt dat private equity geen kwestie is van instappen, maar van keuzes maken, vertrouwen opbouwen en tijd respecteren. Hij leert waar risico werkelijk zit, waarom geduld vaak de hoogste vorm van activiteit is, en hoe waarde in stilte wordt gecreëerd, ver weg van de dagelijkse ruis van de markt.

Je zal merken dat er regelmatig korte zinnen opduiken, soms zonder naam of bron. Ze zijn geen citaten in klassieke zin, maar gecondenseerde vaststellingen: gedachten die in de praktijk zijn aangescherpt, doorleefd en teruggebracht tot hun essentie. Het zijn samenvattingen van wat telkens opnieuw blijkt te werken, wanneer de hectiek verdwijnt en alleen de kern overblijft.

Je kijkt mee achter de schermen waar investeringsbeslissingen discreet worden genomen: hoe kansen worden geselecteerd, risico's worden gefilterd en waarom tijd soms het krachtigste instrument is. Geen handleiding dus, maar wel een traject waarin duidelijk wordt hoe je op een doordachte en effectieve manier investeert in private equity.

Binnen onze family office willen wij deze wereld toegankelijker maken voor vermogende families en ondernemers. Niet alleen door hen te laten deelnemen aan de rendementen die vroeger enkel voor institutionelen waren weggelegd, maar ook door hen te helpen begrijpen hoe deze fondsen werken, welke risico's ermee gepaard gaan, en hoe ze harmonieus kunnen passen binnen een gebalanceerde portefeuille.

Want wie begrijpt hoe private equity functioneert, ziet dat het niet gaat om blind rendement najagen, maar om doelgericht investeren in bedrijven, mensen en ideeën die het verschil maken.

Het is een uitnodiging tot bewust eigenaarschap – tot investeren met kennis, karakter en vertrouwen.

Ik geloof dat kapitaal pas echt betekenis krijgt wanneer het mee onderneemt, transformeert en bijdraagt. Private equity is daarbij niet enkel een financieel instrument, maar een filosofie: participeren, begeleiden, laten groeien.

Welkom in de wereld van de protagonist-investeerder waar kennis, discipline en ondernemerschap samenkomen om iets te bouwen dat langer meegaat dan een cyclus.

*HOOFDSTUK 1*

---

*HET ONTSTAAN  
VAN PRIVATE-  
EQUITYFONDSEN  
(1946-1989)*

Elke investeringsvorm ontstaat uit zijn tijd. Voor private equity was dat een periode waarin economische vernieuwing sneller ging dan de structuren die haar moesten financieren. Tussen voorzichtig bankkrediet en publieke markten ontwikkelde zich geleidelijk een andere benadering van kapitaal: een die eigenaarschap centraal zette, verantwoordelijkheid durfde te nemen en waardecreatie zag als een actief proces.

De decennia na de Tweede Wereldoorlog vormden het laboratorium waarin dit denken vorm kreeg. Zonder vastomlijnde structuren, maar gedreven door praktijk en noodzaak, werden de principes gelegd die later zouden uitgroeien tot private equity: geduld, betrokkenheid en de overtuiging dat kapitaal pas rendeert wanneer het meewerkt aan ondernemerschap.

## De vonk — ondernemerschap na de oorlog

Private equity ontstond niet in de vergaderzalen van banken, maar in het hart van het naoorlogse Amerika – een periode van optimisme, industriële vernieuwing en een overvloed aan ondernemerstalent, maar met één groot gemis: kapitaal.

Na de Tweede Wereldoorlog keerden miljoenen soldaten terug naar huis. De economie bloeide, maar traditionele banken bleven voorzichtig. Startende ondernemers zonder onderpand kregen nauwelijks krediet. De overheid wilde innovatie stimuleren, en enkele visionairen zagen dat er iets ontbrak tussen overheidssubsidies en beursfinanciering: risicokapitaal.

Die lacune was niet louter financieel. Het was een psychologische kloof: banken waren geconditioneerd om risico te vermijden, terwijl de nieuwe generatie ondernemers juist op risico gedijde. Wat ontbrak, was een brug – kapitaalverschaffers die bereid waren om te verliezen in ruil voor de kans om te winnen. Dat concept, zo vanzelfsprekend vandaag, was destijds revolutionair.

In 1946 ontstonden twee pioniers: American Research and Development Corporation (ARDC) en J.H. Whitney & Company. ARDC, opgericht door MIT-professor Georges Doriot, wordt beschouwd als de vader van venture capital. Doriot was geen bankier, maar een academicus met militaire ervaring – hij had tijdens de oorlog gediend als hoofd van de militaire planningsdienst van het Amerikaanse leger. Die achtergrond kleurde zijn benadering: systematisch, analytisch, maar ook idealistisch. Zijn filosofie was revolutionair: investeer niet alleen geld, maar ook in kennis, netwerk en begeleiding van mensen.

Doriot zag iets wat anderen over het hoofd zagen: dat de echte waarde van een onderneming niet in haar balans zit, maar in het karakter van haar oprichters. Hij ontwikkelde een methodiek die vandaag nog steeds de kern vormt van venture capital: grondige **due diligence**, actieve betrokkenheid na de investering, en een lange horizon. Waar banken keken naar wat ondernemers hadden, keek Doriot naar wat ze konden worden.

ARDC's investering van 70.000 dollar in 1957 in Digital Equipment Corporation (DEC) groeide bij de beursgang uit tot meer dan 350 miljoen dollar. Dat rendement – meer dan 5.000 keer de inleg – werd de eerste mythe van Silicon Valley. Het bewees iets fundamenteels: dat geduldig kapitaal, gekoppeld aan visie, explosieve rendementen kon opleveren. Maar het bewees ook iets subtielers: dat de relatie tussen investeerder en ondernemer cruciaal was. Doriot bleef jarenlang nauw betrokken bij DEC, als mentor en adviseur.

Ook J.H. Whitney, erfgenaam van een oliemagnaat, geloofde in ondernemerschap boven passief kapitaal. Zijn credo: *'Buy good companies, make them better.'* Whitney zag private equity niet als speculatie, maar als ambacht – het systematisch verbeteren van bedrijven door kapitaal en expertise te combineren. Hij investeerde in sectoren die anderen te riskant vonden: luchtvaart, entertainment, technologie. Zijn succes lag niet in de keuze van sectoren, maar in de keuze van mensen.

Deze vroege fondsen legden de basis voor een nieuw idee: kapitaal kan actief waarde creëren. De moderne limited-partnership-structuur bestond nog niet, maar de geest van ondernemend eigenaarschap was

geboren. Het was een geest die zou rijpen, transformeren en uiteindelijk de financiële wereld herschrijven.

## De jaren zeventig

–

### van investeerders naar dealmakers

De jaren zestig brachten groei, maar ook inflatie en oliecrisisen. Banken trokken zich terug, conglomeraten werden log en traag. De economische malaise van de vroege jaren zeventig creëerde een paradoxale situatie: bedrijven waren ondergewaardeerd, maar traditionele kapitaalverschaffers durfden niet te investeren. In die spanning zagen enkele visionairs een kans.

In 1968 richtten drie jonge bankiers bij Bear Stearns een kleine afdeling op om bedrijven te helpen zichzelf over te kopen: Jerome Kohlberg, Henry Kravis en George Roberts. Ze waren geen typische Wall Street-types. Kohlberg, de oudste van het trio, was een principiële man die geloofde in langetermijn-partnerschappen met management. Kravis en Roberts, neven van elkaar, brachten een combinatie van ambitie en financieel vernuft die zelfs hun mentoren verraste.

Het concept van de **management buy-out (MBO)** was revolutionair: als managers hun eigen bedrijf konden kopen met geleend geld, zouden ze harder werken en hogere rendementen halen. Het was een elegante oplossing voor een fundamenteel probleem in het kapitalisme: de scheiding tussen eigendom en beheer. Wanneer managers mede-eigenaar worden, verdwijnt de agency-problematiek – de neiging om te handelen in eigen belang ten koste van aandeelhouders. De belangen worden gealigneerd.

Gaandeweg begon Bear Stearns de leveraged buy-outs van Kohlberg, Kravis en Roberts als te riskant te beschouwen. In 1976 gingen ze daarom alleen verder en richtten Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR) op. Het was een gedurfde zet: drie mannen, een bescheiden kantoor, en een radi-

caal idee. Maar ze hadden iets wat anderen misten: een helder model en de durf om het uit te voeren.

Hun model was briljant in eenvoud: gebruik **leverage** om bedrijven te kopen, betaal de schuld terug met de cashflows van die bedrijven, en verhoog ondertussen de waarde via herstructurering en beter beheer. Het was financiële alchemie: transformeer goedkoop geleend geld in duurzame waarde. Maar het was ook meer dan dat – het was een filosofie van actief eigenaarschap die de passieve benadering van **publieke markten** uitdaagde.

De eerste deals waren bescheiden – regionale bedrijven in weinig glimmende sectoren. Maar elk succes bouwde reputatie, en elke reputatie trok nieuw kapitaal aan. Pensioenfondsen, die worstelden met lage rendementen op obligaties, begonnen interesse te tonen. In 1978 wijzigde het Amerikaanse ministerie van Arbeid de zogenaamde *prudent man rule*, waardoor pensioenfondsen voortaan in riskantere activaklassen mochten investeren. De sluizen gingen open.

Niet iedereen was overtuigd. Critici noemden de buy-outpioniers corporate raiders – roofridders die bedrijven leegzogen voor snelle winst. Maar de cijfers vertelden een ander verhaal: bedrijven onder PE-eigenaarschap groeiden sneller, investeerden meer en creëerden meer werkgelegenheid dan hun beursgenoteerde tegenhangers. Het was geen roof, maar reconstructie.

## De jaren tachtig

–

### de gouden decennia van de LBO

De markt van de leveraged buyouts (LBO's) explodeerde dankzij drie factoren die samen een perfecte storm creëerden.

Ten eerste was er financiële innovatie, meer bepaald de opkomst van **high-yield ('junk') bonds** via Michael Milken van Drexel Burnham Lambert. Milken was een controversiële figuur, maar zijn impact is onmiskenbaar. Hij toonde aan dat bedrijven met lagere kredietwaar-

digheid geen slechte investeringen hoefden te zijn – ze vroegen gewoon een hogere vergoeding voor het hogere risico. Door een liquide markt te creëren voor hoogrentende obligaties, maakte hij financiering mogelijk op een schaal die voorheen ondenkbaar was. Opeens konden fondsen miljardentransacties doen met een fractie eigen kapitaal.

Ten tweede speelde de economische context een rol: dalende inflatie en overvloedig kapitaal. Na de pijnlijke renteverhogingen van Paul Volcker aan het begin van de jaren tachtig, begon de economie te stabiliseren. De inflatie daalde van dubbele cijfers naar beheersbare niveaus. Tegelijk vloeyde er kapitaal naar de Verenigde Staten vanuit Japan en Europa. De combinatie creëerde een omgeving waarin risico werd beloond.

Ten derde heerste een cultuur van durf: de Reagan-jaren vierden ondernemerschap als nationale deugd. De ideologie van vrije markten, deregulering en individualisme gaf legitimiteit aan agressieve dealmakers. Winst was geen vies woord meer; het was een teken van competentie en bijdrage aan de maatschappij. Die culturele wind gaf private equity de ruimte om te groeien.

KKR werd het icoon van dat tijdperk. In 1984 voerden ze de eerste *'billion-dollar buy-out'* uit met de overname van Wometco Enterprises. In datzelfde jaar haalde KKR ook het eerste private-equityfonds ter wereld boven 1 miljard dollar aan toegezegd kapitaal – een ongeziene prestatie in een tijd waarin institutionele beleggers amper vertrouwen hadden in niet-beursgenoteerde aandelen.

Dat miljardfonds markeerde de officiële geboorte van private equity als volwaardige **asset class**. Het was niet langer een niche voor avonturiers, maar een erkende investeringscategorie met haar eigen dynamiek, risicoprofiel en rendementsverwachtingen.

Vier jaar later kwam de legendarische RJR Nabisco-deal (1988, 25 miljard dollar): de grootste overname ooit en het moment waarop private equity wereldnieuws werd. De strijd om RJR Nabisco – beschreven in het klassieke boek *Barbarians at the Gate* – was een episch gevecht tussen KKR, het management van RJR en andere bidders. Het was een verhaal van ego's, strategie en verbazingwekkende bedragen.

» *'We weren't just buying companies; we were fighting for them. Every deal felt like a crusade.'*

Die periode stond ook bekend om de uitdrukking *'sweat the assets'*. Private-equityfondsen werden berucht om hun meedogenloze efficiëntie: ze persten elke euro rendement uit de onderliggende bedrijven. Kosten gingen omlaag, productielijnen werden geoptimaliseerd, balansen uitgepuurd. Het was de tijd van extreme focus op kasstromen en discipline – soms ten koste van comfort, maar zelden ten koste van resultaat.

*'Sweat the assets'* werd het mantra van de jaren tachtig: maak elk bedrijf lean, profitable en verkoopbaar. Critici zagen hierin bewijs van kortetermijndenken – het uitknijpen van bedrijven voor snelle winst. Maar de realiteit was genuanceerder. De beste fondsen begrepen dat je een bedrijf enkel kunt *'sweaten'* als je ook investeert in zijn fundamenten. Kostenreductie zonder groei is een doodlopende straat.

Het succes was spectaculair, maar de kritiek even luid: hoge schuldratio's, massale herstructureringen en de perceptie van corporate raiders. Vakbonden protesteerden, politici uitten zorgen, en journalisten schreven vernietigende stukken. Toch had private equity zijn bestaansrecht bewezen – en de kiem gelegd voor een wereldwijde industrie.

## De Europese echo

Terwijl de Verenigde Staten het kloppend hart bleven van deze nieuwe financiële revolutie, begon ook Europa stilaan te ontwaken. Met enkele jaren vertraging kwamen er continentale tegenhangers van de Amerikaanse pioniers – professioneler, discreter, maar met dezelfde honger naar waardecreatie.

In Londen groeide CVC Capital Partners uit de Europese overnameactiviteiten van Citicorp tot wat later het grootste buy-outfonds van het continent zou worden. CVC combineerde de financiële discipline en assertiviteit van Wall Street met de meer relationele en discrete dealcultuur van de City of London. Het trok talent aan uit zowel

investment banking als industrie, en bouwde een reputatie op voor operationele excellentie.

In Parijs ontstond PAI Partners, voortgekomen uit de voormalige participatieafdeling van Paribas. PAI had een andere stijl: discreter, meer gericht op langetermijn-partnerschappen met management. Het weerspiegelde de Franse zakencultuur, waar relaties en discretie even belangrijk zijn als financiële rendementen.

In Stockholm legde de Wallenberg-familie via haar holding Investor AB de fundamenten voor wat later EQT zou worden. De Wallenbergs vertegenwoordigden een traditie van industrieel ondernemerschap die generaties overspande. Hun benadering was niet transactioneel maar relationeel: bedrijven werden niet gekocht en verkocht, maar gekoesterd en ontwikkeld.

Beide huizen droegen het DNA van de pioniers: ondernemerschap gecombineerd met bancaire precisie. Maar ze brachten ook iets nieuws: een Europese sensibiteit voor langetermijndenken, sociale verantwoordelijkheid en stakeholdermanagement.

België zelf kende in die periode nog geen uitgewerkte private-equity-sector, maar leverde wel ondernemers en families die de nieuwe stroming nauwlettend volgden. De discretie die kenmerkend is voor de Belgische zakencultuur – waar rijkdom wordt gekoesterd maar niet getoond – paste goed bij de stille wereld van private equity.

Waar de Amerikanen hun successen vierden met krantenkoppen en billion-dollar-deals, bouwden de Europeanen in stilte aan iets anders: discipline, lange relaties en duurzame groei. Het was een verschil in temperament dat tot vandaag zichtbaar blijft in de manier waarop Europese fondsen opereren.

## De erfenis van de pioniers

Wat Doriot, Whitney en KKR losmaakten, was meer dan financiële innovatie: het was de geboorte van een nieuw kapitalistisch model. Kapitaal

kreeg een geweten. Eigenaarschap werd opnieuw actief – gericht op groei, efficiëntie en vernieuwing.

Toen in de jaren negentig namen als Blackstone (Stephen Schwarzman en Peter Peterson), Carlyle Group (David Rubenstein) en Apollo Global Management (Leon Black) opkwamen, bouwden zij voort op dat DNA van ondernemend eigenaarschap. Wat begon met kleine partnerships werd een wereld van institutioneel kapitaal, met strakkere rapportering en professionele **governance**.

Stephen Schwarzman, medeoprichter van Blackstone, had een achtergrond bij Lehman Brothers waar hij het M&A-departement leidde, fusies en overnames dus. Hij begreep iets cruciaals: private equity kon alleen groeien als het het vertrouwen won van de grootste kapitaalverschaffers ter wereld – pensioenfondsen, verzekeraars en soevereine fondsen. Dat vereiste professionalisme op een schaal die de sector nog niet kende.

*‘Our business isn’t about buying companies. It’s about building better ones – and in doing so, building better investors.’*

— *Stephen Schwarzman (Blackstone)*

David Rubenstein van Carlyle bracht iets anders: geopolitiek inzicht. Carlyle focuste op sectoren met sterke overheidsconnecties – defensie, luchtvaart, gezondheidszorg. Rubenstein begreep dat netwerken en relaties even waardevol waren als spreadsheets en modellen.

Vandaag beheert Blackstone meer dan 1.000 miljard dollar aan **Assets Under Management (AUM)** – een symbool van hoe de sector is geëvolueerd van ondernemersinitiatief naar wereldwijde machtsfactor.

Ter vergelijking: dat is meer dan het bruto binnenlands product van Nederland. Toch blijft de kern onveranderd: waarde creëren door actief eigenaarschap en langetermijnvisie.

De fundamentele die in de decennia na de oorlog werden gelegd – het geloof in discipline, geduld en ondernemerschap – vormen nog steeds het morele en financiële kompas van de moderne private-equitywereld.

In 1957 investeerde Georges Doriot met zijn fonds 70.000 dollar in een onbekende technologie-start-up genaamd Digital Equipment Corporation. Wat toen een experiment leek, groeide uit tot het startschot van een industrie die vandaag biljoenen beheert en de wereldwijde economie mee vormgeeft. De protagonist van vandaag – de moderne belegger die begrijpt dat rendement volgt uit discipline, tijd en visie – staat in diezelfde traditie. Hij is geen toeschouwer van markten, maar mede-eigenaar van verandering.

*HOOFDSTUK 2*

---

*DE INSTITUTIO-  
NALISERING VAN  
EEN INDUSTRIE  
(1990-2008)*

*‘The world didn’t need more dealmakers. It needed people who could build institutions.’*

Elke jonge industrie kent een moment waarop groei niet langer volstaat en legitimiteit noodzakelijk wordt. Voor private equity kwam dat moment toen schaal, kapitaal en invloed sneller groeiden dan de structuren die ze moesten dragen. Wat in de beginjaren werd gedreven door ondernemerschap en financiële vindingrijkheid, moest zich in de jaren negentig heruitvinden als een duurzaam en betrouwbaar systeem.

In deze periode verschoof private equity van een praktijk gedreven door deals naar een industrie gebouwd op instellingen. Governance, transparantie en partnerschap met kapitaalverschaffers werden geen randvoorwaarden meer, maar de kern van het model. De jaren tussen 1990 en 2008 vormden zo het tijdperk waarin private equity zijn plaats opeiste binnen het institutionele landschap — niet door luidheid, maar door discipline.

## **De wederopstanding na Drexel**

—

### **van roes naar discipline**

Drexel Burnham Lambert speelde in de jaren tachtig een sleutelrol in de opkomst van de leveraged buyout-industrie. Als investeringsbank bouwde het huis, onder impuls van Michael Milken, een liquide markt voor high-yield obligaties, beter bekend als junk bonds. Die markt

maakte het mogelijk om overnames te financieren met een ongeziene mate van schuld, en vormde zo de financiële ruggengraat van de eerste grote LBO-golf.

Toen Drexel Burnham Lambert in 1990 ten onder ging, leek het alsof de motor van de leveraged buyout (LBO)-industrie abrupt werd stilgelegd. Het huis van Michael Milken – de man die met zijn high-yield bonds een volledig nieuw financieringsuniversum had geopend – implodeerde onder een combinatie van regelgevende druk, strafrechtelijke onderzoeken en morele paniek. Wat in de jaren tachtig werd gevierd als financiële innovatie, werd plots weggezet als symbool van excessen.

De val van Drexel was geen banaal faillissement. Het voelde als een publieke terechtstelling van een hele manier van denken. De junk bond, ooit de brandstof van ambitieuze overnames, werd verguisd. Banken trokken zich terug, institutionele beleggers bevroren hun allocaties en het woord leverage kreeg een bijna toxische bijklank. Voor velen leek het oordeel definitief: de LBO-golf was voorbij.

Maar onder de oppervlakte gebeurde iets anders.

Wat volgde was geen dood, maar een zuivering. De jonge private-equitysector werd gedwongen om volwassen te worden. De les was hard, maar helder: zonder integriteit, governance en operationele discipline is financiële hefboom geen kracht, maar een tikkende tijdbom. Kapitaal alleen was niet langer voldoende; legitimiteit werd de nieuwe valuta.

Fondsen die deze les begrepen, overleefden. Niet door halsstarrig vast te houden aan het verleden, maar door zichzelf opnieuw uit te vinden. Ze verminderden hun afhankelijkheid van schulden, professionaliseerden hun interne besluitvorming en begonnen systematisch te investeren in mensen en processen. Private equity verschoof van een financiële truc naar een bedrijfsmatig ambacht.

Voor KKR betekende dit een fundamentele heroriëntatie. De herstructurering van Safeway (1996) werd achteraf gezien een keerpunt. Waar eerdere buy-outs draaiden om financiële engineering, lag de focus hier op operationele waardecreatie: marges aanscherpen, het managementteam versterken, IT-systemen moderniseren en schaalvoordelen

daadwerkelijk realiseren. Waardecreatie werd tastbaar en meetbaar in plaats van louter theoretisch.

Tegelijkertijd begon The Blackstone Group aan zijn stille opmars. Blackstone positioneerde zich bewust anders: minder bravoure, meer institutionele ernst. Het bedrijf bouwde duurzame relaties op met pensioenfondsen, universiteitsendowments en later ook soevereine fondsen. Kapitaal werd niet meer gezien als opportunistisch geld, maar als langetermijnkapitaal dat zorgvuldig beheerd moest worden. Die mentaliteitsverandering zou later de basis vormen voor de superfondsen van de jaren 2000.

De jaren na Drexel waren daardoor paradoxaal genoeg de meest vormende jaren voor private equity. Zonder mediagekte, zonder grote headlines, maar met eindeloze vergaderingen over governance, compliance en risicobeheer. Fondsen leerden dat hun echte product niet leverage was, maar betrouwbaarheid.

Wie deze periode oversloeg, zou later verrast worden door de schaal en het zelfvertrouwen waarmee private equity terugkeerde. Wie ze meemaakte, wist: de industrie was niet verdwenen. Ze was volwassen geworden.

## Van cowboy naar manager

### de opkomst van structuur en governance

De jaren na Drexel markeerden het einde van wat insiders later smalend de *cowboyjaren* zouden noemen. In de beginperiode van private equity volstonden lef, timing en charisma vaak om een deal te sluiten. Een sterk narratief, een agressieve leveraged buyout (LBO)-structuur en voldoende leverage waren genoeg om banken en investeerders te overtuigen. Maar dat tijdperk liep op zijn einde.

De nieuwe realiteit was onverbiddeijk: kapitaal werd groter, risico's zichtbaarder en fouten duurder. Wat vroeger een spel was van persoonlijkheden, werd nu een spel van systemen. Structuur, governance en pro-

cessen werden geen rem op ondernemerschap, maar een voorwaarde om het te kunnen blijven uitoefenen.

Fondsen begonnen zich intern te heruitvinden. Waar vroeger investment professionals meerdere rollen combineerden, verschenen gespecialiseerde functies: Chief Financial Officers (CFO's) die fondsadministratie en cashflows bewaakten, risk officers die scenario's doorrekenden, compliance-specialisten die toezagen op regelgeving en belangenconflicten, en teams die instonden voor rapportering richting investeerders. De deal bleef belangrijk, maar de organisatie errond werd minstens even cruciaal.

Die professionalisering werd niet enkel van binnenuit gestuurd. Ze werd ook afgedwongen door de andere kant van de tafel: de Limited Partners (LP's).

Grote institutionele beleggers zoals CalPERS en het Yale Endowment Fund begonnen hun allocaties naar **illiquide activa** systematisch uit te bouwen. Met tickets die vele malen groter waren dan die van de traditionele private investeerders, brachten zij niet alleen kapitaal, maar ook eisen. Transparantie, voorspelbaarheid en discipline werden expliciete voorwaarden voor samenwerking.

De intellectuele architect van deze verschuiving was David Swensen, jarenlang CIO van het Yale Endowment Fund. Met zijn boek *Pioneering Portfolio Management* (2000) gaf hij institutionele beleggers een nieuw kompas. Swensen toonde overtuigend aan dat klassieke publieke markten alleen onvoldoende waren om op lange termijn reële koopkracht te behouden. Wie duurzaam rendement nastreefde, moest verder kijken dan liquiditeit.

Zijn conclusie was even eenvoudig als revolutionair: private equity, vastgoed en **infrastructuur** horen thuis in de kern van een langetermijnportefeuille. Niet als exotische bijlage, maar als structurele pijlers. Illiquiditeit werd niet langer gezien als een nadeel, maar als een bron van **illiquidity premium** – mits correct beheerd.

Voor private-equityfondsen betekende dit een fundamentele verschuiving. De relatie met LP's werd een partnerschap, geen eenrichtingsverkeer. Investment committees, **LP Advisory Committees (LPAC's)** en formele rapporteringscycli werden de norm. De sector begon zichzelf

te meten aan institutionele standaarden die eerder thuishoorden in de wereld van banken en vermogensbeheerders.

De cijfers bevestigden die evolutie. Tussen 1990 en 2000 groeide het wereldwijd beheerde vermogen in private equity van ongeveer 150 miljard dollar naar meer dan 400 miljard dollar. Dat was geen explosieve hype, maar een gestage instroom van kapitaal dat vertrouwen had in de nieuwe discipline. De sector werd meer en meer volwassen.

Wat daarmee verdween, was niet het ondernemerschap, maar de vrijblijvendheid. Private equity evolueerde van een wilde frontier waar enkel durf telde, naar een beheerde omgeving waar cultuur, processen en verantwoordelijkheid even belangrijk werden als de deal zelf. De cowboy had plaatsgemaakt voor de manager – niet minder ambitieus, maar wel beter voorbereid.

## De globalisering van kapitaal

### wanneer private equity grenzen overstijgt

Tegen het einde van de jaren negentig begon kapitaal zijn nationale grenzen definitief te verliezen. Wat ooit een grotendeels Amerikaans fenomeen was, groeide uit tot een wereldwijd exportproduct. Private equity reisde mee met de globalisering van ondernemingen zelf. Bedrijven dachten internationaal; hun aandeelhouders volgden.

In de Verenigde Staten breidden fondsen hun actieradius uit, niet alleen geografisch maar ook inhoudelijk. The Carlyle Group ontwikkelde een uitgesproken focus op defensie, infrastructuur en geopolitiek gevoelige sectoren, waar netwerken, reputatie en toegang minstens zo belangrijk waren als financiële modellen. Kapitaal werd hier niet enkel ingezet om rendement te creëren, maar ook om strategische posities te verwerven in een steeds complexere wereldorde.

Europa volgde snel, maar met een eigen signatuur. In Londen ontstonden zwaargewichten als CVC Capital Partners, terwijl in Stockholm EQT zijn Scandinavische discipline koppelde aan internationale ambities.

Permira en Terra Firma gaven Duitsland en het Verenigd Koninkrijk een prominente rol in de nieuwe Europese buy-outgolf. Elk centrum ontwikkelde zijn eigen accent: Angelsaksische daadkracht in Londen, Scandinavische procesdiscipline in Stockholm, Franse finesse en staatsnabijheid in Parijs.

Wat al deze fondsen gemeen hadden, was hun exclusiviteit. Toegang tot private equity bleef strikt voorbehouden aan UHNWI's (ultra-high-net-worth individuals) en grote institutionele beleggers. Alleen wie over miljoenen aan vrij kapitaal beschikte én de juiste relaties had, kreeg toegang. De sector functioneerde als een netwerk van bilaterale vertrouwensrelaties – discreet, gesloten, gebaseerd op reputatie. Geen tickers, geen marketing, geen publiek podium. Invitation only.

Tegelijkertijd werden de fondsen zelf steeds groter. Blackstone IV (2002) haalde ongeveer 6 miljard dollar op – op dat moment een ongezien bedrag. KKR Millennium en gelijkaardige fondsen zetten tientallen miljarden aan transacties in beweging. Niet noodzakelijk door één gigantische deal, maar door schaal, herhaling en wereldwijde spreiding. De globalisering van kapitaal was geen luidruchtige revolutie, maar een stille verschuiving van macht.

Private equity werd zo de onzichtbare elite van het financiële systeem: afwezig op beurskoersen, maar aanwezig in bestuurskamers over de hele wereld.

### *De mentaliteit van kapitaal – drie continenten, drie karakters*

De geschiedenis van private equity is niet alleen een verhaal van structuren, fondsen en rendementen, maar ook van mentaliteiten. Kapitaal mag overal dezelfde kleur hebben, het gedraagt zich anders in New York, Parijs of Shanghai.

In de Verenigde Staten investeerden pioniers om te heruitvinden. Vanaf de jaren tachtig werd de onderneming gezien als een levend organisme dat voortdurend moest worden hertekend om te overleven. De Amerikaanse stijl was offensief: snel, competitief en gedreven door verandering. Een investering was een kans om te breken met het verleden.

» *'Break it, rebuild it, sell it stronger.'*

Het draaide om groei, leverage en transformatie. Bedrijven werden niet alleen verbeterd, maar vaak volledig opnieuw ontworpen – met nieuwe strategieën, nieuwe managementlagen en soms zelfs een nieuw DNA. Private equity werd er het financiële verlengstuk van het Silicon Valley-denken: experimenteren, falen, opnieuw beginnen. Kapitaal was de motor van vooruitgang.

Europa volgde trager, maar met een ander temperament. De Europese stijl was bedachtzamer, bijna ambachtelijk. Hier kochten investeerders niet om te breken, maar om te behouden en te perfectioneren. Fondsen als CVC Capital Partners, PAI Partners en EQT ontwikkelden modellen die dichter aanleunden bij familiebedrijven dan bij pure financiële ingenieurskunst.

Men investeerde in ondernemingen die al waarde hadden – en men wilde die waarde duurzaam laten groeien. Waar Amerikanen spraken over turnarounds, spraken Europeanen over continuïteit. Winstgevendheid werd afgewogen tegen tewerkstelling, reputatie en maatschappelijke inbedding. Het adagium was niet *creative destruction*, maar *sustainable improvement*.

In China en het bredere Azië klonk aanvankelijk een ander refrein: kopiëren. In de jaren 2000 bouwden veel Aziatische investeerders voort op westerse modellen – van producten tot bedrijfsstructuren. Lokale private-equityfondsen werden vaak gesteund door staatsbanken of industriële conglomeraten en focusten op schaalvergroting in plaats van innovatie.

Maar die fase is voorbij. Vandaag behoort Azië tot de meest dynamische broedplaatsen van eigen innovatie-ecosystemen. Fondsen als Hillhouse Capital, Sequoia China (nu HongShan) en Boyu Capital hebben de kopieercultuur ingeruild voor een hybride model: diepe sectorexpertise, technologische voorsprong en nauwe samenwerking met universiteiten en soevereine fondsen.

Volgens een studie van Bain & Company (2024) is Aziatisch private equity in tien jaar geëvolueerd van *'growth through imitation* naar

*growth through innovation*'. Meer dan 60% van de waardecreatie komt er vandaag niet langer uit multiple-expansie, maar uit operationele optimalisatie en technologische vernieuwing. Het is dezelfde beweging die Amerika dertig jaar eerder doormaakte – maar nu op grotere schaal en met meer data.

### *Drie werelden, één discipline*

Zo ontstaat een drieluik:

- De Amerikanen: heruitvinden met snelheid en lef.
- De Europeanen: perfectioneren met geduld en precisie.
- De Aziaten: combineren, digitaliseren en schaal bouwen op eigen voorwaarden.

In dat spanningsveld wordt duidelijk dat private equity meer is dan een financiële methode. Het is een uitdrukking van cultuur – van hoe een regio kijkt naar waarde, eigenaarschap en toekomst.

*'Kapitaal spreekt overal dezelfde taal, maar het accent verradt waar het vandaan komt.'*

### **Dotcom en de herdefinitie van risico**

Tussen 1998 en 2000 leek het alsof de wetten van de economie tijdelijk waren opgeschort. De Nasdaq steeg bijna dagelijks naar nieuwe records. Internetstart-ups zonder omzet – laat staan winst – kregen waarderingen die traditionele bedrijven in geen decennium hadden opgebouwd. *Eyeballs* en *clicks* werden belangrijker dan cashflows en balansen.

Voor wie vanop afstand keek, leek het alsof iedereen rijk werd. Voor wie dichterbij stond, voelde het anders. De snelheid was ongekend. De

overtuiging grenzeloos. En precies daar begon private equity afstand te nemen.

Waar venture capital en publieke markten zich lieten meeslepen door beloftes van exponentiële groei, bleven buy-outfondsen opvallend koel. Niet uit conservatisme, maar uit overtuiging. Private equity investeert niet in ideeën, maar in bedrijven. In ondernemingen met EBITDA, klanten, processen – en het vermogen om technologie daadwerkelijk te implementeren. Het was geen afwijzing van technologie. Integendeel. Maar technologie moest een hefboom zijn, geen verhaal op zich.

» *‘Patience is not passive. It’s disciplined waiting.’*

### ***Waarom private equity overeind bleef***

Toen de dotcom-zeepbel in 2000 uiteenspatte, verdwenen honderden miljarden aan beurswaarde in enkele maanden. Bedrijven zonder winstgevendheid bleken plots ook zonder vangnet.

*‘Only when the tide goes out  
do you discover who’s been  
swimming naked.’*

— *Warren Buffett (Berkshire Hathaway)*

Private equity daarentegen bleef grotendeels overeind. Buy-outfondsen hadden geïnvesteerd in bedrijven die technologie gebruikten, niet verkochten. In ondernemingen waar digitalisering kosten verlaagde, processen versnelde en schaal mogelijk maakte. Technologie als middel, niet als doel.

De dotcom-crisis herdefinieerde zo stilaan wat ‘risico’ werkelijk betekende. Niet traagheid, maar hype. Niet discipline, maar narratief zonder onderbouw.

## **De opkomst van de superfondsen**

### **schaal, zelfvertrouwen en de verleiding van leverage**

Halverwege de jaren 2000 brak een uitzonderlijke periode aan. De wereldeconomie draaide op volle toeren, centrale banken hielden de rente historisch laag en banken stonden in de rij om leverage te verstrekken. Kapitaal was overvloedig, goedkoop en bereid risico te nemen. Wat begon als een gunstig financieringsklimaat, groeide uit tot een katalysator voor ongeziene schaalvergroting.

Voor private equity betekende dit een fundamentele verschuiving. Fondsen konden groter denken, groter kopen en groter structureren. De dealactiviteit explodeerde. Waar een miljardentransactie ooit uitzonderlijk was, werd ze nu bijna routine. De sector betrad het tijdperk van de superfondsen.

De ene megadeal volgde de andere. TXU (Texas Utilities) – een energiereus uit Dallas – werd in 2007 voor ongeveer 45 miljard dollar overgenomen door een consortium onder leiding van KKR en TPG Capital, op dat moment de grootste leveraged buyout (LBO) ooit. Kort daarna volgde HCA (Hospital Corporation of America), gekocht voor circa 33 miljard dollar door Bain Capital, KKR en Merrill Lynch. In Europa zette Alliance Boots (ongeveer 12 miljard euro) de toon voor vergelijkbare schaal en ambitie.

Deze transacties waren niet alleen groot; ze waren symbolisch. Ze toonden dat private equity niet langer een alternatieve niche was, maar een mainstream asset class met de capaciteit om hele sectoren te hertekenen.

### *De anatomie van schaal*

Met de opkomst van superfondsen veranderde ook de interne architectuur van de sector. Private-equityhuizen groeiden uit tot complexe organisaties met honderden medewerkers. Ze bouwden eigen portfolio operations teams, data-analisten, sectorspecialisten en soms zelfs interne consulting arms. De investment committee-tafel werd langer; beslissingen werden collectiever, maar ook zwaarder.

Schaal bood voordelen:

- toegang tot grotere en stabielere financiering,
- betere onderhandelingsmacht bij banken,
- en de mogelijkheid om best practices over portefeuilles heen te implementeren.

Maar schaal bracht ook risico's. Meer kapitaal moest aan het werk worden gezet. Concurrentie om kwaliteitsassets nam toe. Multiples stegen. De verleiding om grenzen op te zoeken werd groter.

### *De dunne lijn tussen vertrouwen en overmoed*

De beste fondsen begrepen dat niet elke deal een goede deal was – zelfs niet in een markt vol kansen. Selectiviteit, governance en focus werden cruciaal om te voorkomen dat schaal zou omslaan in overstretch.

Toch hing er iets in de lucht. De overvloed aan krediet maakte discipline moeilijker. **Covenant-lite** structuren werden gangbaar. Scenario's gingen uit van blijvend lage rentes en stabiele groei. De markt begon impliciet te geloven dat liquiditeit altijd beschikbaar zou zijn.

Zoals later werd samengevat:

» *'2007 was the golden age of cheap money – and the calm before the storm.'*

De superfondsen hadden private equity naar het centrum van het financiële systeem gebracht. Maar precies daar werd de sector ook kwetsbaar. Wat als de kredietkraan zou dichtgaan? Wat als aannames zouden breken?

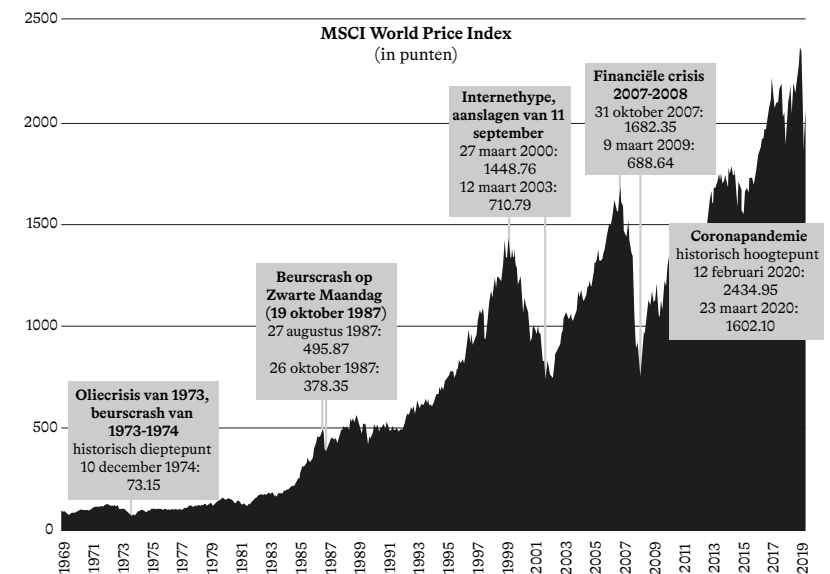
Die vragen werden nog fluisterend gesteld. Het antwoord zou niet lang op zich laten wachten.

## De crisis van 2008

### de reality check

Toen de kredietmarkten in 2008 abrupt bevroren, kwam de werkelijkheid onverbiddeijk binnen. Wat jarenlang vanzelfsprekend had geleken – continue toegang tot financiering, lage rentes, soepel herfinancierbare schulden – verdween in enkele weken. Voor wie te zwaar had ingezet op leverage, werd het verschil tussen theorie en praktijk plots pijnlijk duidelijk.

De eerste barsten verschenen in de interbancaire markt. Liquiditeit droogde op. Banken die enkele maanden eerder nog agressief LBO-financiering aanboden, trokken zich terug of probeerden bestaande toezeggingen te heronderhandelen. Covenants die jarenlang theoretisch waren gebleven, werden plots reëel. Wat volgde was geen klassieke beurscorrectie, maar een systemschok.



Bron: MSCI World Price Index, History 1969-2020

### ***Volatiliteitsclustering: wanneer alles tegelijk beweegt***

In crisissituaties treedt een bekend fenomeen op: volatiliteitsclustering.

Activaklassen die normaal verschillend reageren – aandelen, obligaties, vastgoed – beginnen plots synchroon te bewegen. Meestal naar beneden. Correlaties stijgen, **diversificatie** lijkt te falen.

Beursgenoteerde ondernemingen kregen dit vol in het gezicht. Markt-to-market-waarderingen kelderden dagelijks. Koersen reflecteerden niet langer fundamentele waarde, maar angst. Bedrijven met solide balansen zagen hun beurswaarde halveren zonder dat hun operationele realiteit wezenlijk veranderde.

Private equity bevond zich in een andere positie.

### ***Waarom private equity standhield***

Dankzij de illiquide structuur van private equity werden portefeuilles niet dagelijks herprijsd. Waarderingen bleven gebaseerd op onderliggende kasstromen, niet op marktsentiment. Dat gaf tijd – en tijd is in een crisis het meest onderschatte kapitaal.

Zonder de druk van dagelijkse koersschommelingen konden fondsen herstructureren in plaats van te liquideren, consolideren waar concurrenten moesten verkopen en wachten tot de markt weer rationeel werd.

Niet alle private equity bleek immuun. Vooral zwaar geleveragede transacties uit 2006–2007 kwamen onder druk te staan. Het onderscheid zat in de reactie: gecontroleerd beheer in plaats van gedwongen verkoop of een paniekexit. In die periode herdefinieerde private equity zijn rol tot die van stabiele eigenaar in onzekere tijden, eerder dan loutere rendementsgenerator. De crisis van 2008 maakte iets zichtbaar wat voordien vooral theoretisch was: private equity functioneert als natuurlijke diversificatie, niet omdat het hogere rendementen belooft, maar omdat het anders reageert op stress. Zoals David Rubenstein het later samenvatte:

De sector kwam er niet ongeschonden uit, maar wel aangescherpt. Risicobeheer, scenario-denken en financieringsdiscipline kregen een structurele plaats in investeringsbeslissingen.

De cowboy was definitief verdwenen.

Wat overbleef, was een industrie die wist dat kapitaal pas echt waarde heeft wanneer het ook in stormweer kan blijven staan.

## **De weg naar een wereldwijde asset class**

Na de schok van 2008 veranderde private equity fundamenteel van aard. De crisis had blootgelegd waar de sector kwetsbaar was, maar ook waar zijn kracht lag. Wat volgde was geen terugkeer naar het oude normaal, maar de bouw van een nieuw kader – juridisch, institutioneel en cultureel.

In Europa kreeg die professionalisering een duidelijke vorm met de invoering van de **AIFMD**-richtlijn (Alternative Investment Fund Managers Directive). Voor het eerst werd private equity expliciet onderworpen aan een geharmoniseerd regelgevend kader. Rapportering, risicobeheer, waarderingsprincipes en governance werden niet langer impliciet verondersteld, maar formeel afgedwongen.

Parallel daaraan ontstonden de **ILPA**-principes (Institutional Limited Partners Association), die een gedeelde standaard introduceerden voor samenwerking tussen Limited Partners (LP's) en General Partners (GP's). Transparantie, belangenafstemming en duidelijke communicatie werden geen gunsten meer, maar verwachtingen. De relatie tussen kapitaalverschaffer en fondsmanager evolueerde van opportunistisch naar institutioneel.

Deze nieuwe architectuur gaf de sector legitimiteit. Private equity werd controleerbaar zonder zijn essentie te verliezen. Niet publiek, maar wel toetsbaar. Niet liquide, maar wel verantwoord.

Europa ontwikkelde in dat proces zijn eigen zwaargewichten. Fondsen als CVC Capital Partners, EQT, Permira en Ardian groeiden uit tot mondiale spelers, elk met een eigen investeringsstijl, ethos en sectorfocus. Waar Amerikaanse fondsen vaak werden gedreven door schaal en snelheid, bouwden Europese huizen reputaties op rond continuïteit, stakeholder-denken en duurzame waardecreatie.

Financieel adviseurs wijzen daarbij vaak op de outperformance van Amerikaanse bedrijven tegenover Europese in het afgelopen decennium. Dat klopt voor de publieke markten, maar niet voor de private-equity-fondsen. In private markten bepalen vooral operationele waardecreatie en governance het rendement, en zijn regionale verschillen historisch veel minder uitgesproken. Vanuit die logica is onze private-equity-exposure niet gebaseerd op geografische voorkeuren, maar op kwaliteit van teams en uitvoering – zonder structurele overweging richting Amerikaanse fondsen louter op basis van beursrendementen.

Naast de internationalisering voltrok zich een stille verschuiving in talent. Steeds meer topbankiers en ervaren professionals verlieten de publieke markten en de wereld van investment banking. De glamour van Wall Street, ooit het summum van financiële macht, verbleekte tegenover iets anders: echte invloed, langetermijnkapitaal en discretie. In private equity ging het niet zozeer om het sluiten van de volgende transactie, maar om het begeleiden van bedrijven over meerdere jaren – soms over generaties.

Die instroom van talent versterkte de sector verder. Operationele expertise, data-analyse, sectorspecialisatie en portfolio operations werden geïntegreerde onderdelen van het investeringsproces. Private equity werd geen alternatieve belegging meer, maar een kapitaalinfrastructuur die actief meeschreef aan de industriële realiteit.

In dat bredere perspectief wordt een vaak vergeten waarheid zichtbaar: het merendeel van de wereldeconomie speelt zich nog steeds af buiten de beurs. Ondanks de groei van de publieke markten blijft de echte economische motor draaien binnen niet-beursgenoteerde ondernemingen – familiebedrijven, private groepen, gecontroleerde holdings.

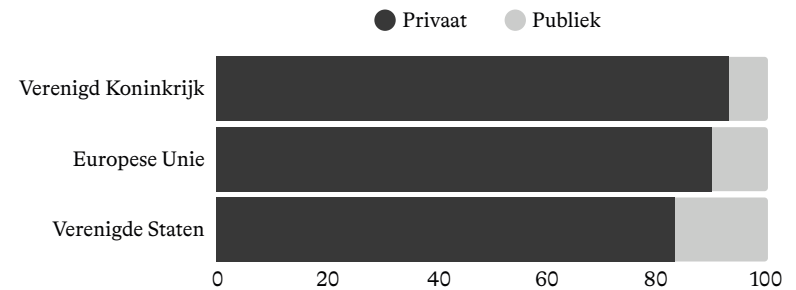
Volgens cijfers van BlackRock (2024) zijn in de Verenigde Staten, de Europese Unie en het Verenigd Koninkrijk meer dan vier op de vijf bedrijven met een omzet boven 100 miljoen doBron: llar in privaat eigendom. De beurs is zichtbaar, maar niet dominant. Wat zichtbaar is, is niet noodzakelijk wat beslissend is. Zo werd private equity tegen het einde van dit tijdperk wat het vandaag nog steeds is:

geen randverschijnsel, geen schaduwmarkt, maar een wereldwijde asset class die kapitaalstromen structureert, ondernemingen begeleidt en economische groei vormgeeft – grotendeels buiten het zicht van de dagelijkse marktruis.

Wat begon als een niche voor visionairen en durvers, was uitgegroeid tot een volwassen systeem.

#### De meeste bedrijven in de VS, EU en het VK zijn privaat

Verdeling van private vs. publieke bedrijven met een omzet boven \$ 100 miljoen in elke regio.



Bron: Blackrock 2024

# *HOOFDSTUK 3*

---

## *VAN HEROP- STANDING TOT HERUITVINDING (2009-2025)*