



*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, groeibedrijven, 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 oliecrisissen. 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 sensibeleit 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?

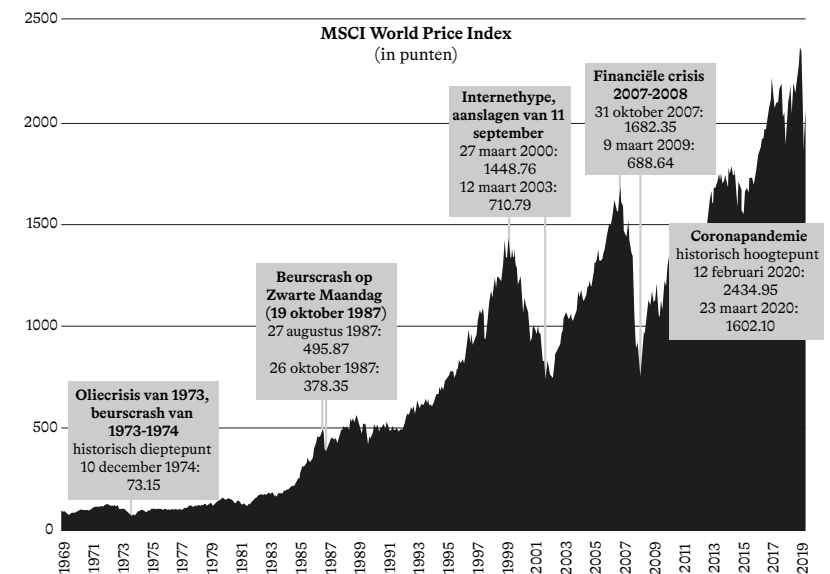
Die vragen werden nog fluisterend gesteld. Het antwoord zou niet lang op zich laten wachten.

## 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.

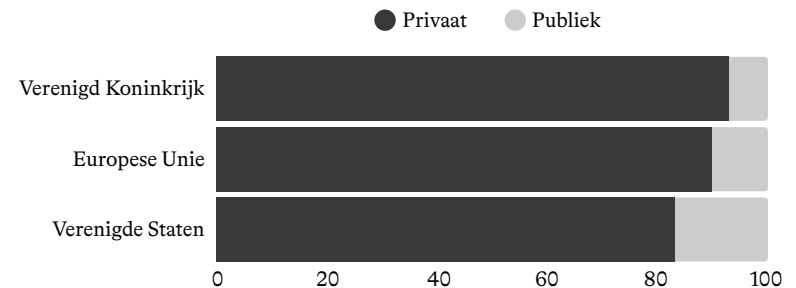
Volgens cijfers van BlackRock (2024) zijn in de Verenigde Staten, de Europese Unie en het Verenigd Koninkrijk meer dan vier op de vijf bedrijven met een omzet boven 100 miljoen doBron: llar in privaat eigendom. De beurs is zichtbaar, maar niet dominant. Wat zichtbaar is, is niet noodzakelijk wat beslissend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

# *‘The best way to predict the future is to create it’*

— Prof. Peter Drucker

De crisis van 2008 was geen eindpunt, maar een kantelmoment. Ze maakte duidelijk welke modellen standhouden wanneer liquiditeit verdwijnt en tijd de enige buffer wordt. Voor private equity betekende dat geen herstel naar het verleden, maar een aanzet tot vernieuwing. In de jaren daarna veranderde de sector van binnenuit. Stil, maar ingrijpend. Niet wie het meeste kapitaal beheert, maar wie discipline koppelt aan geduld, technologie aan eigenaarschap en schaal aan verantwoordelijkheid, bepaalt sindsdien het verschil. Tussen 2009 en 2025 kreeg private equity zo een nieuw gezicht — robuuster, verfijnder en blijvend relevant.

## **De stilte na de storm**

Na de financiële crisis van 2008 leek Wall Street verlamd, maar in de schaduw herwon private equity verrassend snel zijn kracht. Waar de publieke markten gebukt gingen onder paniek, herstructureringen en herkapitalisaties, bleven de PE-fondsen werken in stilte — met discipline en lange adem.

De crisis had hun zwaktes blootgelegd, maar ook hun sterkte bewezen. De lange beleggingshorizon gaf hun de tijd om te herstructureren, zonder te hoeven verkopen in paniek of verliezen te boeken op dagwaarde.

Hun illiquide structuur bleek een zegen. Omdat banken, verstikt door strengere **Basel-regels**, hun kredietverlening afbouwden, ontdekten zelfs succesvolle bedrijven dat traditioneel bankkrediet moeilijker te vinden

was. De kapitaalbehoefte voor groei, innovatie of overnames vond een nieuw kanaal in private-equity- en private-debtfondsen — flexibeler, sneller en met meer strategische betrokkenheid.

De boodschap was duidelijk: illiquiditeit is geen beperking, maar een vorm van bescherming, en de private markten zouden voortaan de rol van groeifinancier opnemen die banken achterlieten. Tot op vandaag is dat in grote mate zo gebleven — niet omdat banken verdwenen zijn, maar omdat langetermijnkapitaal, gebaseerd op toekomstige rentabiliteit, geduld en actief eigenaarschap, beter aansluit bij de strategische logica van private-equityfondsen dan bij de kredietmodellen van banken. Zo begon wereldwijd het institutioneel kapitaal meer en meer richting private equity te vloeien.

## **Het tijdperk van nulrente en overvloedig kapitaal**

Tussen 2010 en 2021 brak een uitzonderlijke periode aan. Centrale banken overspoelden de wereld met liquiditeit, de rente dook onder nul, en beleggers zochten wanhopig naar rendement.

Private equity werd de natuurlijke toevlucht. Institutionelen verhoogden hun allocaties van 5% naar 20%. Giganten als Blackstone, KKR, Carlyle, Apollo en TPG groeiden uit tot financiële supermachten. Blackstone overschreed in 2023 de symbolische grens van 1 biljoen dollar Assets Under Management — een mijlpaal die PE definitief in dezelfde categorie plaatste als de grootbanken.

Tegelijk werden verkopers slimmer. Familiebedrijven en industriële groepen die hun onderneming wilden verkopen, begonnen doelbewust bepaalde private-equityfondsen uit te nodigen — fondsen waarvan ze wisten dat die waarde konden bouwen via groei, internationalisatie of digitalisering.

Zo konden ze bij een latere tweede exit hun resterende aandelen tegen een veel hogere waarde verkopen. De ‘juiste’ PE-partner werd een hefboom voor toekomstige rijkdom.

## De terugkeer van operationele waardecreatie

De tijd van pure multiple-expansie was voorbij. De renteloze wereld dreef waarderingen omhoog, maar drukte marges. De beste General Partners (GP's) beseften dat de volgende rendementscyclus niet langer uit hefboomwerking zou komen, maar uit operationele verbetering.

Huizen als EQT, Bain Capital, Vista Equity Partners en Five Arrows bouwden eigen operationele teams met ingenieurs, digitaliseringsexperts en sustainability-specialisten.

Ze evolueerden van financiële investeerders naar ondernemers-op-aftand: partners die niet enkel kapitaal brachten, maar ook methodiek, technologie en discipline.

De spreadsheets van vroeger maakten plaats voor een digitale cockpit. In plaats van kwartaalrapporten krijgen partners vandaag realtime dashboards die duizenden **KPI's** verzamelen, visualiseren en voorspellen.

De fondsen die vroeger vertrouwden op intuïtie, sturen nu op data. De stille revolutie van private equity begon niet met een nieuw fonds, maar met een nieuw instrument: het dashboard.

### *Van spreadsheets naar strategieplatforms*

De moderne GP stuurt op data-analyse – het nieuwe operational alpha. Waar vroeger Excel-modellen volstonden, beheren fondsen vandaag volledige dataplatformen die investeringen monitoren alsof het één levend ecosysteem betreft. Data zijn tegenwoordig bepalend: ze beïnvloeden de sourcing, de waardecreatie en de exitplanning.

Bij EQT, een van Europa's grootste spelers, werd al in 2016 het interne platform Motherbrain ontwikkeld. Dat begon als een bescheiden analysetool maar groeide uit tot een volwaardig AI-ecosysteem dat meer dan 30.000 datapunten combineert – van bedrijfsfinanciën en personeelsgroei tot website-traffic en open-source-activiteit. Motherbrain signaleert welke bedrijven binnen een sector een 'inflectiepunt' naderen – het moment waarop groei exponentieel kan worden. Zo kunnen dealteams sneller schakelen en risico's beter inschatten, nog voor de tradi-

tionele markt dat doorheeft. De analisten van EQT krijgen geen stapel PowerPoints meer, maar een levend dashboard dat constant bijstuurt.

Het systeem neemt geen beslissingen, het verfijnt ze. Het dwingt de belegger om intuïtie te onderwerpen aan discipline.

» *'Data doesn't replace intuition; it disciplines it.'*

Aan de overkant van de Atlantische Oceaan perfectioneerde Vista Equity Partners deze aanpak tot een kunstvorm. Onder leiding van Robert F. Smith werd Vista de absolute specialist in **SaaS-bedrijven** – software met terugkerende inkomsten en voorspelbare marges.

Waar anderen spreken over 'waarde creëren', meet Vista ze. Hun geheim? Geen geheimzinnig algoritme, maar diepe sector kennis gecombineerd met een bijna militaire precisie.

Na elke overname rolt Vista zijn centrale Best Practices Hub uit: een interne bibliotheek met duizenden optimalisaties – van prijs-elasticiteitstabellen per software-vertical tot benchmarks voor net revenue retention en churn, modellen voor licentie-pricing en sjablonen voor incentive-structuren van salesteams.

De Vista Consulting Group (VCG) begeleidt dit proces. Hun data-infrastructuur is volledig aangepast aan hun eigen KPI-framework en koppelt de financiële realiteit van elk portfoliobedrijf aan een uniforme set indicatoren: **ARR**, EBITDA-marge, customer lifetime value en renewal rate.

De impact is onmiskenbaar.

Waar een gemiddeld SaaS-bedrijf een EBITDA-marge van 15 à 20% haalt, brengt Vista dat in drie tot vijf jaar vaak richting 35% of meer – niet via harde besparingen, maar via rationele prijszetting, schaalbare processen en de eliminatie van inefficiëntie.

Een voormalig CEO van een Vista-portfoliobedrijf zei het ooit treffend:

» *'Vista doesn't tell you what to do. They show you the math – and the math is impossible to ignore.'*

### *De nieuwe taal van waardecreatie*

Deze stille revolutie heeft de sector herschreven. De vergadering van vandaag steunt minder op woorden dan op grafieken. Dat maakt dat investeringsbeslissingen niet langer afhangen van een buikgevoel, maar van patronen die al zichtbaar zijn in de data.

- Predictive analytics voorspelt klantverloop.
- Machine learning detecteert inefficiënte marketingkanalen.
- AI-gestuurde benchmarking vergelijkt de prestaties van tientallen bedrijven en identificeert waar het potentieel ligt.

Wie vandaag investeert in een topfonds, koopt dus niet alleen toegang tot kapitaal, maar ook tot een technologische voorsprong. De fondsen die data juist gebruiken, kunnen sneller kansen grijpen, eerder ingrijpen bij afwijkingen, en preciezer rapporteren naar hun Limited Partners (LP's). Zoals in de filmwereld de beste regisseurs niet degenen zijn met de luidste stem, maar diegenen die hun cameratechniek beheersen, geldt ook hier:

» *‘De beste beleggers zijn niet de luidste in de kamer, maar de stilste aan het scherm.’*

Deze evolutie maakt van private equity geen spel van toevallige meevalers meer, maar een wetenschap van precisie. Wat ooit begon als deals, is discipline geworden. Wat begon als leverage, is vandaag leadership.

## De ESG-revolutie

Tussen 2015 en 2025 voltrok zich een structurele verschuiving. Duurzaamheid, governance en maatschappelijke impact verhuisden van randonderwerp naar kernstrategie.

De meeste Europese fondsen ondertekenden de **UNPRI-principes**, rapporteerden volgens **SFDR** en werkten met meetbare **ESG-KPI's**. Maar belangrijker nog: private equity had een grotere transformatieve impact

dan beursgenoteerde ondernemingen. Veel portfoliobedrijven hadden vóór de instap van hun PE-aandeelhouder nauwelijks ESG-beleid. Een private-equity-partner bracht niet alleen kapitaal, maar ook transformatie – van CO<sub>2</sub>-reductie en energiemangement tot inclusie en transparant bestuur. Omdat fondsen echte eigenaars zijn, konden ze sneller ingrijpen dan publieke bedrijven, waar verandering vaak verdrinkt in aandeelhoudersvergaderingen.

» *‘Good ESG isn’t about being nice; it’s about being smart with capital.’*

## De opkomst van secondaries en continuation funds

De behoefte aan liquiditeit bracht innovatie. Wat ooit een nichemarkt was – **secondaries** waarbij LP's hun belangen verkochten – evolueerde na 2015 tot een structurele pijler van het ecosysteem.

De volgende stap was GP-led **continuation funds**: nieuwe voertuigen waarin de beste bedrijven uit bestaande fondsen werden herverpakt. Zo konden zowel vertrekkende investeerders liquiditeit krijgen als nieuwe investeerders instappen. Tegen 2025 vertegenwoordigen deze transacties meer dan 15% van de PE-markt. Ze gaven ademruimte aan fondsen, liquiditeit aan beleggers en continuïteit aan bedrijven.

» *‘Private equity used to be a ten-year marriage. Now it’s a series of long-term relationships.’*

## Democratisering van toegang

In 2018 lanceerde Integra als eerste Belgische speler een grootschalige fund-of-funds private equity-oplossing, waarmee beleggers via één

inschrijving toegang kregen tot een gespreide portefeuille van internationale vooraanstaande fondsen.

Met de komst van ELTIF 2.0 (2024) en platformen zoals Moonfare, iCapital en Titanbay kwam er eindelijk een gereguleerd pad voor particuliere beleggers. Ook in België werd de beweging tastbaar.

Toch blijft voorzichtigheid geboden. Toegang is niet hetzelfde als begrip. Private equity blijft een illiquide, complexe activaklasse die enkel past binnen een globale vermogensstructuur.

Voor family offices bracht deze evolutie nieuwe mogelijkheden: participeren in **semiliquide** of **evergreen**-structuren zonder hun onafhankelijkheid te verliezen.

De missie van spelers zoals Protagonist Private Markets werd precies dat: families en ondernemers niet langer toeschouwers laten zijn, maar protagonisten van hun eigen investeringsverhaal – niet toekijken, maar deelnemen.

*‘The democratisation of private markets should never mean the simplification of risk.’*

## De Europese renaissance

Europa ontwikkelde in deze periode zijn eigen model: minder op schuld gebaseerd, meer op partnerschap. Fondsen als EQT, CVC, Ardian, Hg Capital en Five Arrows bewezen dat rendement en duurzaamheid hand in hand kunnen gaan.

Familiebedrijven werden de natuurlijke partners van PE. Ze vonden in deze fondsen geen roofridders, maar groeiversnellers – kapitaalverschaffers die governance, digitalisering en opvolgingsplanning combineerden.

Het Europese ecosysteem groeide op waarden: langetermijndenken, transparantie en governance. Minder leverage, meer duurzaamheid.

## De nieuwe realiteit (2022-2025)

Toen de rente na 2022 weer begon te stijgen, veranderde alles. De multiple-expansie van het voorbije decennium droogde op.

Fondsen moesten opnieuw rendement halen uit echte EBITDA-groei, innovatie en consolidatie.

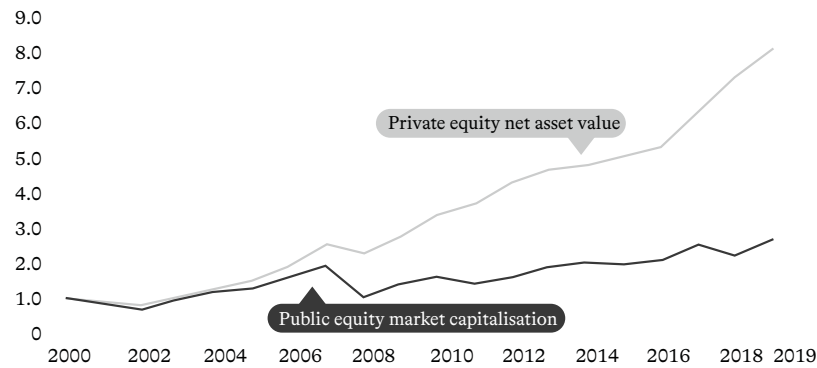
Vista Equity Partners bleef tonen hoe software de ultieme hefboom van voorspelbare kasstromen is. EQT introduceerde zijn zogenaamde purpose metrics – meetbare indicatoren die naast financieel rendement ook maatschappelijke vooruitgang volgen: CO<sub>2</sub>-reductie, diversiteit, welzijn van werknemers.

Het idee is eenvoudig maar krachtig: winst en waarden worden samen gemeten. Intussen evolueerden Blackstone en KKR richting permanent-capital-structuren – fondsen zonder vaste looptijd die continu kapitaal ophalen en herinvesteren. Private equity versmolt zo met de principes van de publieke markten, maar zonder hun volatiliteit.

De sector was financieel, maar ook filosofisch volwassen geworden. De wereld is groter dan wat publiek verhandelbaar is – véél groter.

Waar publieke markten de voorbije decennia een gestage groei kenden, ontwikkelde private equity zich in stilte tot een van de snelst groeiende activaklassen ter wereld.

Volgens McKinsey & Company’s Global Private Markets Review is de nettovermogenswaarde van private-equitybedrijven sinds 2000 meer dan achtvoudig gestegen, terwijl de totale marktkapitalisatie van beursgenoteerde ondernemingen in dezelfde periode slechts 2,8 maal toenam.



Groei van private-equity-waardecreatie vs publieke marktkapitalisatie (2000–2019)  
Bron: McKinsey & Company, Global Private Markets Review 2020.

Die groei illustreert meer dan rendement alleen – ze toont de verschuiving van een economie die draait op transacties, naar een economie die draait op transformatie.

Private equity is geen randverschijnsel meer, maar een stille motor onder de reële economie: van familiebedrijven tot wereldspelers.

‘Diversificatie is de enige gratis lunch in de financiële wereld,’ zei Harry Markowitz ooit. Wie vandaag ook buiten de beursmuren durft kijken, ontdekt dat de grootste kansen zich vaak daar bevinden, daar waar kapitaal nog visie ontmoet.

## Reflectie

### van barbarians naar bouwmeesters

De evolutie van private equity is het verhaal van kapitaal dat leerde denken als een ondernemer.

Van Georges Doriot tot Henry Kravis, van Stephen Schwarzman tot David Rubenstein, loopt één constante lijn: waardecreatie door actief eigenaarschap.

Waar het vroeger begon met financiële arbitrage – schulden, hefboom en herstructurering – werd het gaandeweg een discipline van bedrijf

bouwen. De moderne private-equity-investeerder is geen raider meer, maar een *architect van groei*: iemand die tegelijk denkt in cashflows, cultuur en competitief voordeel.

Vandaag fungeert private equity niet enkel als katalysator voor ondernemerschap, maar ook als barometer van de wereldeconomie.

Weinigen beschikken over zo’n breed en realtime inzicht in bedrijfsactiviteit als de grote PE-huizen. Met honderden portefeuillebedrijven, verspreid over sectoren en continenten, meten zij continu wat er écht beweegt in de economie: ordervolumes, prijsmacht, arbeidskrachte, investeringsvertragingen.

### *Wanneer presidenten naar private equity luisteren*

Als een president in één telefoontje wil aanvoelen hoe de echte economie draait, dan belt hij zelden een academicus of centrale-bankier.

Hij belt mensen als Stephen A. Schwarzman (Blackstone) of Henry R. Kravis (KKR). Niet omdat zij voorspellers zijn, maar omdat zij via hun portefeuillebedrijven toegang hebben tot de operationele werkelijkheid.

Ze zien in realtime de signalen die pas maanden later in de officiële statistieken belanden: stijgende loonkosten, dalende marges, of consumentengedrag dat kantelt.

Schwarzman werd in 2017 zelfs voorzitter van Trumps Strategic and Policy Forum, een raad van CEO’s die het Witte Huis moest voeden met inzichten over groei, jobs en investeringen. De bijeenkomst duurde slechts enkele maanden – het forum werd ontbonden na de Charlottesville-controverse – maar het illustreerde hoe rechtstreeks de lijn kan zijn tussen Wall Street en Pennsylvania Avenue.

KKR, op zijn beurt, onderhoudt een permanent macro-research team onder leiding van Henry McVey, dat periodiek rapporten uitbrengt over cycli, inflatie en kapitaalallocatie. Hun analyses vertrekken niet van academische modellen, maar van de realiteit in hun bedrijven – een datanetwerk dat de waarde van officiële statistiek vaak overtreft.

» *‘Private equity ziet de economie van binnenuit.’*

Waar de beursreacties vaak sentiment meten, zien fondsen als KKR en Blackstone de feiten: wie investeert, wie vertraagt, waar kapitaal schaars wordt.

Toch zijn die inzichten niet zonder beperking. Portefeuilles weerspiegelen de sectorbias van hun eigenaars: Blackstone is zwaar blootgesteld aan vastgoed, KKR aan software en infrastructuur. En omdat PE actief ingrijpt – via kostenreductie, digitalisering of commerciële excellence – kunnen de data rooskleuriger lijken dan de macro-realiteit.

De moderne belegger is geen toeschouwer meer, maar een protagonist: iemand die begrijpt dat rendement volgt uit discipline, tijd en visie. De protagonist combineert het analytisch kompas van een investeerder met de **skin in the game** van een ondernemer.

Wie dat perspectief eenmaal heeft, kijkt niet alleen naar cijfers, maar naar betekenis: wat creëren we, wat behouden we, en wat laten we na?

*‘Being a protagonist means  
taking responsibility –  
for what you build, and  
for what you leave behind.’*

# *HOOFDSTUK 4*

---

## *HOE WAARDE ÉCHT WORDT GECREËERD*

*‘A board meeting should feel like an engine room, not a museum.’*

De vergaderruimte is stil. Enkel het gezoem van de projector vult de lucht. Op het scherm verschijnt één getal: 12%.

Een bescheiden stijging van EBITDA, maar voor de General Partner aan tafel is het een meesterzet. Twaalf procent groei, zonder extra schuld, zonder marktgeluk – puur discipline. Dat is de essentie van waardecreatie in private equity: niet gokken, maar bouwen. Niet wachten op marktsentiment, maar actief de toekomst vormgeven.

### **Van passieve zetel tot actief aandeelhouderschap**

Wanneer wij bij onze family office fondsen analyseren, kijken we niet enkel naar hun **IRR (Internal Rate of Return)** of **MOIC (Multiple on Invested Capital)**. Die cijfers zijn het eindresultaat, niet de bron van succes.

Echte waardecreatie ontstaat niet in een spreadsheet, maar in de bestuurskamer – daar waar eigenaars en managers samen beslissen hoe een onderneming beter wordt.

Te vaak zien we rendement dat enkel voortkomt uit multiple-expansie: bedrijven die duurder verkocht worden dan ze gekocht zijn, niet omdat ze beter functioneren, maar omdat de markt gunstiger was.

Dat is geen kunde, dat is geluk.

Echte waarde ontstaat wanneer de EBITDA stijgt door beter management, hogere productiviteit of nieuwe strategische keuzes. Dat is waar

actief aandeelhouderschap begint – bij het lef om iets te *vormen* in plaats van enkel te *bezitten*.

### ***De zetel als stuur***

De beste fondsen beschouwen een bestuurszetel niet als formaliteit, maar als stuur. Ze brengen structuur, ritme en verantwoordelijkheid in een onderneming, zonder haar te verstikken.

Een raad van bestuur hoort geen museum te zijn waar rapporten worden getoond, maar een motorruimte waarin beslissingen worden genomen, conflicten worden opgelost en richting wordt bepaald.

Wanneer een fonds zijn rol op die manier opneemt, verandert de dynamiek. Het management voelt zich niet gecontroleerd, maar gesterkt. Er komt helderheid over prioriteiten, over cijfers, over mensen. En dat vertaalt zich in waarde – niet via magie, maar via discipline.

### ***De eerste honderd dagen***

Actieve eigenaars weten dat de eerste honderd dagen na een overname cruciaal zijn.

Nog voor de deal rond is, schrijven ze hun value-creation plan: welke vijf dingen gaan het verschil maken, waar zit onbenut potentieel, welke obstakels moeten verdwijnen?

Ze wachten niet op kwartaalcijfers – ze creëren ze. Ze beginnen met kleine, meetbare verbeteringen: een nieuwe prijsstrategie, een beter incentive-plan, een efficiëntere cashcyclus.

Dat is geen micromanagement, dat is aandacht. En in private equity is aandacht de hoogste vorm van kapitaal.

### ***EQT – van derde provinciaal naar Champions League***

Een van de mooiste voorbeelden van actief aandeelhouderschap vind ik bij EQT en hun overname van het Duitse gezondheidsbedrijf Schülke & Mayr.

Toen EQT het bedrijf in 2020 overnam van Air Liquide, speelde dat bedrijf in een klassieke industriële divisie – degelijk, maar zonder echte

groeicultuur. EQT zorgde voor een ware transformatie. Ze brachten een nieuwe CEO, installeerden een strak bestuursritme, en koppelden het management aan hun eigen netwerk van meer dan vijfhonderd ondernemers en operationele experts. Met behulp van hun interne dataplatform Motherbrain analyseerden ze marktsignalen over regelgeving, innovatie en klantgedrag. Dat leidde tot nieuwe productlijnen, snellere ontwikkeling en een internationalisering richting Azië.

Binnen drie jaar groeide de omzet met meer dan 40%, en de marges volgden. Toen EQT het in 2023 verkocht aan Wendel Group, werd het gezien als een schoolvoorbeeld van actief eigenaarschap: digitale precisie gekoppeld aan menselijk leiderschap. EQT had geen bedrijf gekocht om te bezitten, maar om te bouwen. En dat is het verschil.

### *Cultuur als kapitaal*

In elk sterk fonds herken je dezelfde overtuiging: cultuur is kapitaal.

Een strategie zonder cultuur is slechts papier. Actieve aandeelhouders investeren dus niet enkel in technologie of marktaandeel, maar in de manier waarop mensen met elkaar werken.

Ze creëren een omgeving waarin fouten bespreekbaar zijn, prestaties meetbaar worden, en beloningen eerlijk verdeeld zijn.

De beste fondsen gebruiken data niet om te controleren, maar om te begrijpen. Hun dashboards zijn geen muren van cijfers, maar spiegels van realiteit. Ze brengen rust in chaos en richting in complexiteit. Wie ooit achter de schermen heeft meegekeken, weet dat de echte hefboom vaak menselijk is. Onafhankelijke studies die werknemerstevredenheid meten, tonen een genuanceerd beeld. De intrede van private equity leidt niet overal tot hogere tevredenheid, en zeker niet wanneer verandering snel en zonder context wordt doorgevoerd.

Net daarom onderscheidt goede private equity zich van de rest. Niet door harder te duwen, maar door slimmer te structureren. Door incentives te installeren die verder gaan dan het topmanagement alleen. Wanneer duidelijke KPI's worden gekoppeld aan transparante bonus- en participatiemechanismen, ontstaat alignment binnen het gehele bedrijf.

Medewerkers begrijpen waar het bedrijf naartoe wil, zien hoe hun bijdrage wordt gemeten en voelen dat succes gedeeld wordt.

In die context tonen studies aan dat transacties waarbij de medewerkers — rechtstreeks of onrechtstreeks — mee kunnen delen in waardecreatie, doorgaans beter scoren op engagement en tevredenheid. Niet omdat risico verdwijnt, maar omdat verantwoordelijkheid en beloning samen bewegen. Private equity op zijn best gebruikt incentives niet als drukmiddel, maar als richtingaanwijzer.

De protagonist begrijpt dat werknemerstevredenheid geen zachte randvoorwaarde is, maar een operationele variabele. Je wint ze niet met slogans of cultuurposters, maar met helderheid, discipline en een beloningsstructuur die vertrouwen verdient.

### *Van bezit naar betrokkenheid*

Private equity is volwassen geworden. De moderne investeerder is geen barbaar aan de poort meer, maar een bouwmeester binnenin. Hij combineert analytische strengheid met ondernemersinstinct.

Hij begrijpt dat governance niet draait om regels, maar om verantwoordelijkheid. De fondsen die ik het meest bewonder, herschrijven bedrijven van binnenuit.

Ze geloven dat rendement een gevolg is – niet het doel. Dat discipline en samenwerking meer opleveren dan opportunisme. En dat succes pas duurzaam is wanneer het gedeeld wordt door iedereen die eraan bouwt.

### *De protagonist in de bestuurskamer*

De protagonist is niet de aandeelhouder die afwacht, maar degene die meedoet. Die begrijpt dat elke vergadering een kans is om beter te worden, en elke beslissing een kans om iets nalatends te creëren.

Actief eigenaarschap is geen investeringsstijl. Het is een mentaliteit. Een keuze om niet passief aan de rand te zitten, maar verantwoordelijkheid te nemen – voor wat je bouwt, en voor wat je achterlaat.

## Vergoedingen en gedrag – de psychologie van de beloning

Wie de wereld van private equity wil begrijpen, moet de taal van vergoedingen spreken.

De jaarlijkse **management fee** is de zuurstof – nodig om de machine te laten draaien – maar de **carried interest** is de adrenaline.

Een fonds ontvangt doorgaans 1,5 à 2% per jaar om zijn organisatie te financieren. De echte prikkel ontstaat echter bij de carry: deze prestatievergoeding bedraagt meestal 20% van de winst boven de **hurdle rate** van circa 8%.

Het klinkt technisch, maar het verklaart veel van het gedrag én de motivatie binnen de sector. Sommige fondsen gebruiken kredietlijnen om rendement tijdelijk op te blazen, zodat de carry vroeger wordt geactiveerd.

Dat levert een mooi IRR-cijfer op papier op, maar geen duurzame waarde. Onze investeerders hebben immers liever ‘slechts’ 12% rendement over de helft van hun gecommitteerde kapitaal, dan 20% rendement over een fractie, bijvoorbeeld 7%, van hun gecommitteerde kapitaal.

Op zich hebben wij geen probleem met de carried interest. Wel is het belangrijk de prospectus na te lezen en een onderscheid te maken in de **waterfall-structuur**. Bij een **European waterfall** krijgen investeerders eerst al hun kapitaal + hurdle terug vóór de GP iets verdient. Bij een **American waterfall** mag de GP per deal al carry nemen zodra winst wordt gerealiseerd, ook als andere investeringen verlieslatend zijn. Omdat een American waterfall het risico inhoudt dat de GP te vroeg te veel carry ontvangt, is er een beschermingsmechanisme voorzien: de **clawback**. Dit veiligheidsventiel beschermt de belegger bij fondsen die carry per deal uitbetalen. Zonder clawback bestaat het risico dat de GP al een te hoge prestatievergoeding ontvangt, terwijl het uiteindelijke fondsrendement nog onzeker is.

Wanneer latere investeringen minder goed presteren, zouden LP's daardoor uiteindelijk minder rendement overhouden dan voorzien. Om

dat te voorkomen, verplicht de clawback de GP om een deel van de eerder ontvangen carried interest terug te betalen wanneer de uiteindelijke fondsprestatie lager uitvalt dan waarop die carry oorspronkelijk gebaseerd was. Zo wordt de volledige winstverdeling op fondsniveau hersteld tot de afgesproken waterfall.

In de praktijk wordt vaak 20 à 30% van de carry tijdelijk in escrow gehouden, of wordt een persoonlijke garantie gevraagd van de partners van de GP.

Sommige fondsen voeren tussentijdse clawback-tests uit (bijvoorbeeld elke drie tot vijf jaar), andere doen de eindafrekening pas bij liquidatie.

Het principe blijft hetzelfde: **alignment of interest** behouden, ook wanneer de cijfers tegenzitten.

Een extra nuance is de 100% **catch-up**: zodra de hurdle is bereikt, krijgt de GP de prestatievergoeding over de gehele winst. Zonder catch-up volgt de klassieke 80/20-verdeling pas op het rendement boven de hurdle. Dat verschil lijkt klein, maar kan miljoenen opleveren – of kosten. Ter illustratie, een fonds met een gangbare 2/20, dit wil zeggen 2% management fee en 20% carried interest zou met een 100% catch-up een equivalent van een jaarlijkse vergoeding van 5% per jaar realiseren bij het behalen van een IRR van 15%. Namelijk  $2\% + (0,2 * 15\%)$ .

Deze prestatievergoeding heeft door de jaren heen geleid tot ongeziene persoonlijke vermogens bij bepaalde beheerders. Bijvoorbeeld de partners van KKR, die via hun carry-rechten tot de rijkste mensen ter wereld uitgroeiden. Het bewijst hoe krachtig de hefboom van *alignment of interest* is – wanneer de GP meeverdiend, maar ook mee kan verliezen.

De beste fondsen, zoals Five Arrows van Rothschild & Co, blijven trouw aan hun principes: hun partners genieten niet enkel carry, maar zij investeren meer dan 20% van hun eigen vermogen mee in hun fondsen. Deze alignment creëert vertrouwen, geen marketing.

*‘Wij investeren liever met iemand die risico ademt dan met iemand die rendement belooft.’*

## Waardecreatie in actie

### – Value Creation Plan – de architectuur van groei

Waardecreatie begint nooit met groei. Ze begint met een imperfectie – een ruis in het systeem. Een inefficiëntie die zo gewoon is geworden dat niemand ze nog ziet. Private-equityfondsen zijn precies voor dat soort momenten gebouwd.

Waar de gemiddelde investeerder kijkt naar cijfers, kijkt private equity naar patronen. Waar anderen tevreden zijn met een jaarrekening, willen zij zicht krijgen op de onderliggende stromen die het bedrijfsmodel dragen. Niet om te controleren, maar om te transformeren. Die transformatie begint bijna altijd op de dag van closing, wanneer het **Value Creation Plan (VCP)** in werking treedt – een blauwdruk die soms tachtig pagina’s telt en het bedrijf hertekent nog voor een nieuwe strategie publiek wordt uitgesproken.

De eerste honderd dagen zijn daarbij cruciaal. Men spreekt niet voor niets over het 100-dagenplan: een strak ritme waarin data worden opgeschoond, rapportering opnieuw wordt ontworpen, de financiële structuur wordt herbekeken en het management samen met de General Partner (GP) bepaalt welke ingrepen het kompas van de komende jaren worden. Je kunt het vergelijken met een chirurgische ingreep: precies, gecontroleerd, zonder drama maar met maximale impact. Professionele PE-huizen werken als een elite-eenheid die binnenkomt om een bedrijf te herkalibreren en het op die manier te verbeteren.

## *De revolutie in stilte: operationele discipline*

De essentie van waardecreatie ligt zelden in één grote beslissing. Ze ontstaat uit honderden kleine keuzes, die samen een nieuwe realiteit scheppen. Daarom zetten de beste PE-huizen zwaar in op operationele teams: ingenieurs, digitaliseringsarchitecten, pricing-experts, supply-chain-specialisten en zelfs voormalige CEO’s die precies weten hoe een sector reageert wanneer je aan één parameter draait.

## *Financiële verfijning: krediet onderhandel je wanneer je het níét nodig hebt*

Waardecreatie is niet alleen een operationeel spel, maar ook een financieel spel – al is dat laatste zelden het verhaal dat de pers haalt. Professionele fondsen weten dat je kredieten niet onderhandelt wanneer je ze nodig hebt, maar wanneer je resultaten uitstekend zijn. Dan is een bank bereid om convenanten te versoepelen, looptijden te verlengen of extra kredietlijnen te openen voor toekomstige expansie.

Deze proactieve financiële strategie creëert ruimte. Ze voorkomt dat bedrijven bij economische tegenwind in de verdediging moeten. Het zorgt ervoor dat investeringen op het juiste moment kunnen worden uitgevoerd, dat **deleveraging** efficiënt gebeurt en dat cashstromen naar waarde kunnen worden geheralloceerd in plaats van te verdampen in operationele inefficiënties.

## *De strategische horizon: internationalisering, verticale integratie en schaal*

Zodra de interne organisatie klopt als een Zwitsers uurwerk, begint het echte strategische werk: bedrijven groter, sterker en waardevoller maken. Private equity doet dat via drie krachtige hefboomen.

### *1. Internationalisering*

Een van de meest onderschatte bijdragen van private equity is hoe snel bedrijven dankzij hun netwerk en expertise internationale markten kunnen aanboren.

EQT's investering in IFS (software voor asset management) is een klassiek voorbeeld. IFS had sterke technologie maar een beperkte geografische footprint. Onder EQT werd een expansieplan uitgewerkt dat markten prioriteerde op basis van datadichtheid, concurrentie-intensiteit en potentiële recurring revenue. Binnen vijf jaar groeide IFS uit van een regionale speler tot een wereldwijde marktleider, met een dubbel zo hoge waardering dankzij de schaal die het bedrijf zonder PE nooit had bereikt.

Ook in België zien we dit gebeuren. Private-equity-partijen in de farmadistributie, industriële dienstverlening of machinebouw slagen er vaak in om lokale kampioenen binnen enkele jaren pan-Europese relevantie te geven door nieuwe hubs te openen, logistiek te centraliseren en internationale verkoopstructuren te installeren.

## *2. Verticale integratie*

Verticale integratie is een krachtige bron van waardecreatie. Het zorgt ervoor dat je tegelijk kosten kunt verlagen én de controle kunt vergroten.

Het Franse Wendel, een van Europa's meest ervaren PE-spelers, gaf daar een iconisch voorbeeld van met zijn participatie in Legrand. Door delen van de toeleveringsketen opnieuw in eigen handen te nemen – waaronder componentproductie en distributiekanaalen – werd de afhankelijkheid van externe leveranciers verlaagd, stegen de marges structureel en kon Legrand zijn productinnovatie versnellen.

In België zien we gelijkaardige strategieën bij private-equity-investeringen in voeding, medische distributie of bouwmaterialen, waar fondsen leveranciers opkopen om prijsschommelingen te neutraliseren of ze logistiek efficiënter te maken.

## *3. Franchise- en platformmodellen*

Sommige bedrijven hebben geen fabriek nodig om te groeien. Ze hebben een formule nodig.

L Catterton, een private-equityhuis gespecialiseerd in consumer brands, geldt als een schoolvoorbeeld van hoe kapitaal, merkstrategie en operationele schaal samenkomen. Het fonds is historisch nauw verbonden met Bernard Arnault en LVMH, die als strategische partner

en aandeelhouder mee richting geven aan de investeringsfilosofie. Die link verklaart de uitgesproken focus op branding, community en herhaalgedrag – kerncompetenties uit de luxewereld, vertaald naar bredere consumentensectoren.

Een illustratief voorbeeld is Pure Barre, een boutique-fitnessconcept dat onder impuls van L Catterton werd uitgebouwd tot een franchise-imperium met honderden studio's in de Verenigde Staten. De waardecreatie zat niet in technologie of zware activa, maar in conceptconsistentie, schaalbaarheid en merkloyaliteit – precies het type 'asset-light' model waarin private equity op zijn sterkst is.

Op kleinere schaal zien we gelijkaardige dynamieken in België. Saffelberg bouwt via Mooze aan een buy-&-buildstrategie in fitness, terwijl Colruyt Group met JIMS inzet op schaal en toegankelijkheid. Het onderliggende principe is hetzelfde: een gefragmenteerde markt, herhaalbare cashflows en ruimte voor professionele structurering.

Door franchise-tools, trainingsprogramma's, uniforme brand guidelines en operationele ondersteuning te creëren, ontstaat een schaalmodel dat exponentieel sneller groeit dan klassieke filialen ooit hadden gekund.

Deze cases tonen hoe private equity – van de Verenigde Staten tot België – consumentengedreven sectoren transformeert door discipline, merkdenken en schaal, eerder dan door financiële engineering alleen.

Vergelijkbare trajecten zien we bij Europese ketens in de kinderopvang, hospitality-concepten en retailspelers waar PE de professionalisering van het franchiseproces begeleidt.

## *De exit: waarom governance een multiple creëert*

Wanneer een onderneming na vier tot zes jaar opnieuw naar de markt wordt gebracht, kijken kopers verder dan de headline-cijfers. EBITDA-groei is zichtbaar, maar zelden doorslaggevend. Wat echt overtuigt, is betrouwbaarheid: cijfers die kloppen, rapportering die standhoudt en een organisatie die geleid wordt door structuren, niet door toevalligheden.

In die laatste fase verschuift de aandacht van groei naar controle. Due diligence wordt geen zoektocht naar kansen meer, maar een test van volwassenheid. Is de governance stevig? Zijn risico's gekend en beheersbaar?

Kan het bedrijf functioneren zonder zijn oprichter? De koper zoekt geen belofte, maar zekerheid.

Hier kijkt de protagonist anders dan de buitenstaander. Hij begrijpt dat een sterke exit niet op het einde wordt gebouwd, maar vanaf dag één. Dat waardecreatie pas duurzaam is wanneer ze overdraagbaar wordt – wanneer een bedrijf ook zonder zijn huidige eigenaars blijft functioneren.

Een ervaren private-equity-aandeelhouder onderscheidt zich dan ook niet alleen door goed te kopen, maar door te weten hoe en aan wie hij zal verkopen. Lang vóór de exit wordt nagedacht over de logische volgende eigenaar. Wie past bij dit bedrijf? Wie zal begrijpen wat hier is opgebouwd? Die vragen sturen geleidelijk keuzes in structuur, focus en rapportering.

Ook financiële engineering speelt daarin een rol, niet als kunstgreep, maar als voorbereiding. De balans wordt vereenvoudigd, niet-kernactiviteiten worden afgestoten en kasstromen worden helder gemaakt. Alles wat afleidt, verdwijnt. Wat overblijft, is een onderneming die leesbaar is – en dus verkoopbaar.

Het resultaat is geen opgesmukte realiteit, maar een bedrijf dat klaar is voor een volgende fase. Minder afhankelijk van individuen, beter verankerd in zijn sector, aantrekkelijk voor verschillende types kopers. In een wereld waar onzekerheid wordt afgestraft, vertaalt die helderheid zich in één ding: een hogere multiple.

Voor de protagonist is de exit geen eindpunt, maar een bevestiging. Geen toevalstreffer, maar het sluitstuk van jarenlange discipline. Governance verlaagt risico. Positionering vergroot interesse. En wie dat begrijpt, maakt van verkopen geen moment, maar een vak.

***Slot: waardecreatie is geen mysterie, maar vakmanschap***

Private equity creëert waarde door methodiek. Het is de kunst om discipline te brengen waar voordien complexiteit overheerste, om informatie te structureren waar vroeger ruis het denken verdoofde, en om strategie te verankeren waar beslissingen ooit op intuïtie steunden. Het is ook de

kunst om ondernemers te ontlasten van de druk die hen klein houdt, en hen te laten opereren met de helderheid van iemand die zijn toekomst al veilig heeft gesteld.

Waardecreatie in private equity is daarmee geen mysterie, maar een vorm van toegepaste wetenschap: een samenspel van data-analyse, governance-architectuur, kapitaalallocatie en menselijk gedrag. De beste fondsen begrijpen dat bedrijven geen abstracties zijn, maar levende organismen waarin incentives, structuren en cultuur elkaar versterken of verzwakken. Zij bouwen niet enkel spreadsheets; zij bouwen systemen die een organisatie in staat stellen om haar maximale potentieel te bereiken.

Het is een choreografie van technieken en tijdshorizons – een precisieambacht dat pas zichtbaar wordt wanneer alle componenten harmonieus samenkomen: de financiële structuur die ademt, de processen die voorspelbaarheid creëren, de marktexpansie die schaal oplevert, en de leiders die groeien doordat ze eindelijk kunnen leiden in plaats van overleven.

Wanneer al die puzzelstukken samenvallen, begrijpt men waarom private equity, ondanks de mythes die erover bestaan, uiteindelijk één essentie heeft, het is de professionele infrastructuur die ondernemingen in staat stelt om beter, groter en duurzamer te worden dan ze ooit alleen hadden gekund.

## Risico en rendement

–

### wat ik écht risico noem

Veel beleggers gaan ervan uit dat private equity riskanter is dan beursbeleggingen. De argumenten lijken vanzelfsprekend: illiquiditeit, lange looptijden, minder transparantie, geen dagelijkse koers. Maar wie dieper kijkt, ziet dat het tegenovergestelde vaak waar is.

Voor mij is risico iets doen wat je niet begrijpt. En precies daarom zie ik private equity niet als een bron van angst, maar van helderheid. Warren Buffett vatte dit ooit kernachtig samen met een uitspraak die later vaak werd geciteerd, en verder uitgedragen, door Howard Marks:

*‘Risk comes from not knowing what you’re doing.’*

— Warren Buffett

Het is een inzicht dat ik niet alleen deel, maar dat ik iedere dag bevestigd zie in de manier waarop professionele private-equityfondsen te werk gaan. Zij nemen geen risico op het onbekende – enkel op het onzekere. En onzekerheid is beheersbaar. Onbegrip niet.

Illiquiditeit wordt vaak als een gebrek gezien, maar in werkelijkheid is ze een bescherming tegen impuls. Wie zijn geld niet elke dag kan verplaatsen, denkt anders. Die denkt automatisch in jaren, in strategische trajecten, in waardecreatie. Het is een vorm van discipline die publieke markten nooit zullen bieden.

Toch moeten we eerlijk blijven: de lage volatiliteit die private equity kenmerkt, is géén garantie dat er geen risico is. Het is simpelweg het gevolg van het feit dat niemand de waarde drie keer per minuut herberekent op basis van emoties of sentiment.

Daarom is opvolging zo belangrijk. Een kwartaalrapport of algemene vergadering is geen formaliteit maar een instrument tegen zelfgenoegzaamheid. Governance en inzicht blijven de ankers van gezond risicobeheer.

### *Een anekdote over risico en begrip*

Tijdens de crisis van 2008 werd Buffett gevraagd waarom hij zo rustig bleef terwijl de markten in vrije val waren. Zijn antwoord was ontwapenend eenvoudig:

*‘Als de prijs van hamburgers daalt, raak je dan in paniek? Of koop je er gewoon meer?’*

— Warren Buffett (Berkshire Hathaway)

Die houding verraadt een diepe waarheid: wie begrijpt wat hij bezit, vreest geen prijsschommelingen. In private equity geldt hetzelfde. Men koopt geen grafiek, maar een bedrijf. Geen ticker, maar een plan. Geen volatiliteit, maar potentieel.

Maar wie niet begrijpt wat hij bezit, wie een fonds koopt zoals anderen een loterijbiljet, die neemt risico's die geen enkele volatilitétsstatistiek zichtbaar maakt. Risico zit niet in de stilte – het zit in het onbegrip.

### *De echte maatstaf van risico: de loss ratio*

Een veel eerlijkere maatstaf voor risico in private equity is de loss ratio, het percentage investeringen dat uiteindelijk géén winst oplevert.

Mid-market buy-outfondsen scoren hier traditioneel sterk: hun **loss ratio** ligt doorgaans slechts tussen 0 en 10%, dankzij bewezen cashflows, volwassen bedrijven en herhaalbare waardecreatie.

Venture-capitalfondsen hebben daarentegen een loss ratio die 30 tot 60% of meer kan bedragen – niet omdat ze slechter investeren, maar omdat hun wereld gebouwd is op experiment. Eén winnaar compenseert vaak tien verliezers. Een goed VC-fondsbeheerder moet ook de discipline hebben tijdig de stekker uit te trekken bij de portfoliobedrijven zonder gunstig toekomst perspectief. Dit kan soms hard en harteloos zijn, maar de GP wordt wel door de LP betaald voor deze strikte opvolging.

Bij mijn analyse van VC-biotechfondsen, zag ik hoe de beste fondsen op tijd stopten met investeren wanneer de klinische data tegenvielen. Ze sneden kordaat, om zo niet meer kapitaal te verbranden. Andere VC's bleven volgende kapitaalrondes steunen, niet omdat het bedrijf

nog veel perspectief had, maar om hun statistieken op te poetsen en zo hun loss ratio kunstmatig laag te houden. Zo hadden uiteindelijk de fondsen met een hogere loss ratio, een betere IRR voor de investeerders, omdat deze fondsen tijdig ophielden met investeren na de eerste beperkte kapitaalronde, en zo voldoende munitie overhielden voor meer rendabele alternatieven.

Minder beloftevolle portfolio-bedrijven blijven ondersteunen, kapitaalronde na kapitaalronde. Dat is geen risicobeheer. Dat is uitstel van realiteit. Een protagonist zou het anders aanpakken. Zijn leidraad:

*‘Cut your losses short,  
let your profits run.’*

*- Jesse Livermore (Trader)*

Want kapitaal dat blijft hangen in verloren dossiers, is kapitaal dat zijn winnaars niet kan versterken.

### ***Hoe de protagonist naar risico kijkt***

De protagonist ziet risico niet als een getal, maar als een gebrek aan inzicht. Hij vertrouwt op governance, niet op koersschommelingen.

Hij gelooft in transparantie, niet in ruis. Hij begrijpt dat illiquiditeit vaak een bescherming is – het voorkomt domme beslissingen die men in publieke markten dagelijks ziet.

Maar hij weet ook dat stilte slechts waarde krijgt wanneer ze wordt ingevuld met rapportering, begrip en discipline.

In publieke markten ontstaat risico vaak uit emoties. Koersen bewegen omdat mensen bewegen: angst, euforie, paniek, kudgedrag. De volatiliteit vertelt dan meer over psychologie dan over waarde.

In private equity werkt het anders. Daar is risico geen grillige markt, maar een bewuste ontwerpkeuze. Het zit in hoe een fonds zijn deals structureert, hoe het toezicht organiseert, hoe het zijn strategie uitvoert

en hoe consequent het bedrijven opvolgt. Wanneer dat ontwerp klopt – de juiste schuldgraad, duidelijke governance, realistische plannen, sterke rapportering – dan wordt risico geen bedreiging maar een bron van rendement.

Wanneer dat ontwerp faalt – te veel leverage, zwakke opvolging, slecht inzicht – dan verschijnt volatiliteit niet op een scherm, maar jaren later in teleurstellende resultaten. In private equity komt risico dus niet van buitenaf. Het komt van binnenuit – uit de keuzes die je maakt. Wie begrijpt wat hij bezit, hoeft geen dagelijkse koers nodig te hebben om zich veilig te voelen. Wie denkt als een protagonist, weet dat risico uit stilte kan komen – maar nooit uit inzicht.

## **De menselijke factor**

### **de zachte motor van harde rendementen**

Private equity draait uiteindelijk om mensen. Studies van Harvard Business School en IESE tonen aan dat bedrijven met PE-eigenaarschap gemiddeld sneller groeien én beter presteren op vlak van governance, innovatie en efficiëntie. Ze realiseren gemiddeld + 7% omzetgroei en + 9% EBITDA-groei per jaar.

Een belangrijk element is de rol van de General Partner als sparringpartner. Veel ondernemers hadden vóór de instap van PE-kapitaal nooit een echte gesprekspartner die strategisch op hun niveau meedacht.

De GP brengt externe ervaring, data-analyse en discipline in de bestuurskamer – en wordt zo vaak de ontbrekende sparringpartner die de onderneming naar het volgende niveau tilt. Veel ondernemers weten hun KPI's en groeidoelstellingen feilloos te bepalen. Ze schrijven businessplannen waarin precies staat welke middelen nodig zijn om die targets te bereiken. De middelen zijn vaak aanwezig – kapitaal, mensen, marktkennis – maar het ontbreekt aan tijd en afstand. De dagelijkse operatie slurpt alle aandacht op en verhindert dat strategische projecten effectief van de grond komen.

Daar komt een private-equityfonds als katalysator in beeld. Een fonds brengt kapitaal, maar ook ritme, structuur en accountability. Via de raad van bestuur worden KPI's niet enkel gedefinieerd, maar ook consequent opgevolgd. Elke kwartaalmeeting wordt een spiegelmoment: wat werkte, wat niet, en wat moet bijgestuurd worden?

Soms is de belangrijkste bijdrage van een fonds niet extra geld, maar een ander perspectief – het vermogen om een ondernemer te overtuigen even een stap achteruit te zetten, om daarna verder en krachtiger te kunnen springen.

Die combinatie van financiële discipline en strategische afstand maakt dat PE-partners vaak precies het duwtje geven dat ondernemers zelf moeilijk kunnen forceren. De aanwezigheid van een ervaren aandeelhouder met een extern netwerk, die tegelijk eist én begeleidt, creëert een vorm van gezonde druk die groei omzet in structuur en plannen in uitvoering.

Private equity fungeert zo als versneller van intenties: wat al op papier stond, wordt eindelijk realiteit. Ik herinner me een Belgische ondernemer die zijn bedrijf verkocht aan Warburg Pincus. Hij meende dat zijn financiële rapportering op punt stond: maandelijkse cijfers, volledig in Excel. Na één jaar onder PE-eigenaarschap kreeg hij dagelijkse dashboards die voorheen onmogelijk leken. Zijn woorden:

» *‘Ik dacht dat ik controle had.*

*Nu weet ik pas wat controle is.’*

Een interessant fenomeen dat we vaak zien in onze praktijk: ondernemers worden betere ondernemers na hun eerste verkoop.

Het moment dat ze een deel van hun bedrijf verkopen en een private-equitypartner aan boord halen, verandert iets fundamenteels – niet alleen financieel, maar mentaal. Ze hebben eindelijk een stuk van hun vermogen veiliggesteld. De persoonlijke financiële doelstellingen – het huis, de kinderen, het pensioen – zijn afgevinkt. De druk om ‘alles te riskeren’ verdwijnt. En precies daardoor nemen ze betere beslissingen.

Vrij van existentiële stress en met een deel van hun kapitaal beschermd, durven ze strategischer te denken. Ze worden minder reactief, meer reflectief. Ze kunnen met hun nieuwe partner rond de tafel zitten als echte co-investeerders, niet langer als oververmoeide kapiteins.

Wat volgt, is vaak een verrassend tweede hoofdstuk: ondernemers die dachten te willen afbouwen, herontdekken hun passie.

Er was een tijd waarin ondernemers hun bedrijf zagen als een levenswerk dat ze tot aan hun pensioen bleven leiden – vaak om het nadien door te geven aan hun kinderen. Het was de klassieke kroniek van de familiale onderneming: bouwen, beschermen, en uiteindelijk doorgeven.

Maar dat beeld is aan het kantelen. Steeds meer ondernemers kiezen er bewust voor om vroeger te cashen – een gedeeltelijke of volledige verkoop door te voeren op het moment dat ze nog midden in hun carrière staan. Niet uit vermoeidheid, maar uit strategie.

Met een PE-partner naast zich, professioneel bestuur en nieuwe middelen, bouwen ze hun onderneming verder uit dan ze ooit alleen hadden kunnen doen. En wanneer dat tweede hoofdstuk succesvol eindigt, begint er vaak een derde: ze worden investeerders, adviseurs, bestuurders – mensen die hun ervaring en kapitaal doorgeven aan de volgende generatie ondernemers.

Private equity creëert dus niet alleen rendement op geld, maar ook op zelfvertrouwen. Een ondernemer die ooit dacht: ‘Wat als ik alles verlies?’, denkt plots: ‘Wat kan ik nog méér bouwen?’

Private equity maakt bedrijven scherper. Het brengt ritme, verantwoordelijkheid en transparantie. Daarom noem ik het de zachte motor van harde rendementen.

## Slot

–

### waarde als cultuur

Waardecreatie is geen spreadsheetfunctie. Het is in de eerste plaats een houding, een cultuur. Ze begint bij nederigheid: het besef dat elk bedrijf

beter kan, ook als het al indrukwekkende cijfers neerzet. De beste private-equityfondsen praten intern opvallend weinig over IRR en MOIC; ze praten over verantwoordelijkheid, over hoe ze omgaan met mensen, klanten, leveranciers en risico.

Een mooi voorbeeld is Hg Capital uit Londen, dat binnen de technologiesector bekendstaat voor zijn sterke governance-cultuur. Hun teams investeren pas wanneer ze zeker zijn dat er een eerlijk speelveld is tussen aandeelhouder en management, dat incentives doordacht zijn en dat er ruimte is om te investeren in mensen en producten. In veel van hun dossiers zie je dat dezelfde rode draad terugkomt: transparante rapportering, duidelijke KPI's, respect voor het DNA van het bedrijf en een langetermijnplan dat verder gaat dan de volgende fondslevenscyclus. Het rendement volgt daar als gevolg, niet als doel op zich.

Maar niet elk fonds is zo waardegedreven. Wanneer het misloopt in private equity, heeft dat zelden enkel met marktomstandigheden te maken. Vaak is het een waardenprobleem: te veel leverage, te weinig investeringen in de kern van het bedrijf, of een cultuur waarin korte-termijndrivers de bovenhand krijgen op gezond ondernemerschap.

Het verhaal van Toys 'R' Us is daar een pijnlijk voorbeeld van. In 2005 werd de speelgoedketen van de beurs gehaald door een consortium van KKR, Bain Capital en Vornado Realty Trust in een klassieke LBO-structuur met een zware schuldenlast. In theorie was er niets mis met de deal: een bekend merk, schaal, wereldwijd distributienetwerk. Maar in de praktijk vrat de hoge rente en aflossingsdruk zoveel vrije kasstroom op dat er nauwelijks nog ruimte overbleef om te investeren in e-commerce, winkelbeleving en innovatie. Terwijl concurrenten als Amazon en Walmart hun digitale kanalen agressief uitbouwden, zat Toys 'R' Us vast in een financieel korset.

Daar kwam nog iets bij: drie sponsors betekende drie belangen, drie invalshoeken en geen eenduidige protagonist die de koers symbolisch belichaamde. Formeel was er een raad van bestuur, maar het gevoel van één duidelijke langetermijneigenaar ontbrak. Op papier was het een financieel meesterstuk; in de realiteit verouderden winkels, liep het merk achter de feiten aan en werd de balans een molensteen. Uiteindelijk

volgde het faillissement en werd het dossier een schoolvoorbeeld van hoe een LBO kan mislukken als waardecreatie niet vertrekt van klanten, medewerkers en toekomstinvesteringen, maar vooral van spreadsheets.

Dat is de kritische noot: private equity is geen moreel neutrale machine. Dezelfde instrumenten – schuld, governance, incentives – kunnen bedrijven bevrijden of verstikken.

Waardecreatie als cultuur betekent dan:

- dat men bereid is minder leverage te gebruiken om meer strategische vrijheid te houden;
- dat men durft te investeren in digitalisering, merk en mensen, ook als dat de korte-termijn-EBITDA tijdelijk drukt;
- dat men liever één duidelijke lead-sponsor heeft die verantwoordelijkheid neemt, dan een diffuse structuur waarin niemand zich echt 'eigenaar' voelt.

De protagonist-investeerder weet dat cijfers volgen uit karakter. Dat een sterk value-creation-plan alleen werkt als het gedragen wordt door waarden: transparantie, verantwoordelijkheid en respect voor de langetermijn-gezondheid van het bedrijf. Zo wordt waardecreatie een cultuur in plaats van een truc.

# *HOOFDSTUK 5*

---

## *RENDEMENT, RISICO EN DE J-CURVE*

*‘When the math is unclear, someone is getting paid to keep it that way.’*

De meeste beleggers jagen vandaag op beweging. Ze willen volatiliteit voelen, alsof adrenaline en rendement dezelfde taal spreken. Private equity kent dat lawaai niet – enkel stilte, discipline en cijfers die groeien achter gesloten deuren. In die stilte schuilt het verschil tussen geluk en meesterschap.

Warren Buffett staat bekend als een uitgesproken criticus van private equity – niet omdat hij ondernemerschap afwijst, maar omdat hij herhaaldelijk waarschuwde voor rendementsberekeningen die volgens hem niet altijd transparant of vergelijkbaar zijn. Tijdens de Berkshire Hathaway Annual Meeting van 2019 stelde hij expliciet dat sommige private-equityvoorstellen rendementen tonen ‘op een manier die hij niet eerlijk zou noemen’, en dat vooral pensioenfondsen daar uiterst waakzaam voor moeten zijn.

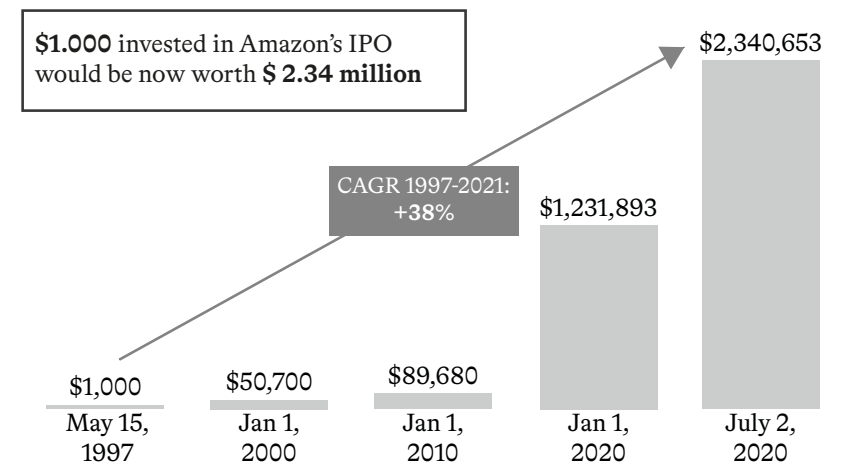
Zijn kritiek richt zich niet op het concept van private equity zelf, maar op methodologie, fees en incentives. Wie private markten betreedt zonder die scherp te begrijpen, loopt het risico meer te vertrouwen op verhalen dan op rekenkunde.

## De vergeten belofte – bring back the pre-IPO returns to investors

Iedereen kent het verhaal van Amazon. Toen het bedrijf in 1997 naar de beurs ging, noteerde het tegen 18 dollar per aandeel. Wie toen 1.000 dollar investeerde en nooit verkocht, bezit vandaag een belang van meer dan 2,5 miljoen dollar. Het zijn dit soort verhalen die een hele generatie beleggers gevormd hebben: de idee dat je als particuliere belegger via een **IPO (Initial Public Offering)** kon instappen in de volgende wereldspeler. Maar dat tijdperk is bijna voorbij.

### If you had invested in Amazon’s IPO...

Value of \$ 1.000 invested Amazon’s IPO in May 1997\*



\*Amazon's IPO was priced at \$18 per share.

The stock was split three times (twice 2 to 1 and once 3 to 1) in 1998 and 1999.

Bron: Yahoo! Finance

### *Van vroege beursgang naar lange private levensfase*

Wat veel beleggers zich niet realiseren, is hoe fundamenteel het tijdstip van een beursgang is verschoven. Eind jaren negentig en begin jaren 2000 gingen groeibedrijven – zeker in technologie – vaak al na vijf jaar naar de beurs. De publieke markt fungeerde toen als primaire groeifinancier.

Vandaag ziet dat landschap er totaal anders uit. Recente internationale studies tonen aan dat bedrijven bij hun beursgang gemiddeld acht tot veertien jaar oud zijn, afhankelijk van sector en regio. Met andere woorden: ondernemingen blijven vandaag meer dan dubbel zo lang privaat alvorens ze überhaupt over een IPO nadenken.

Die evolutie is geen detail. Ze verklaart waarom zoveel beleggers het gevoel hebben dat ‘de grote winsten al gemaakt zijn’ tegen de tijd dat een bedrijf een ticker krijgt. Dat gevoel klopt.

### *Waar de waarde vandaag écht wordt gecreëerd*

De grootste sprong in waardering vindt vandaag plaats vóór de beursgang – in de wereld van private equity en venture capital.

Bedrijven als Stripe, Revolut of Doctolib bereikten waarderingen van tientallen miljarden dollars terwijl ze nog volledig privaat waren. Tegen de tijd dat ze – als ze al naar de beurs gaan – publiek verhandelbaar worden, zit het grootste deel van de waardecreatie al in de boeken van de vroege investeerders: de founders, de eerste business angels, de VC-fondsen en later de grote groei- en buy-outfondsen.

Publieke beleggers krijgen vandaag meestal de volwassen versie, niet het groeiverhaal. Waar je vroeger via de beurs nog relatief vroeg in de levenscyclus van een bedrijf kon instappen, schuift dat toegangsmoment steeds verder op. Bedrijven blijven langer privé, halen meerdere financieringsrondes op achter gesloten deuren, en gebruiken de beurs steeds vaker als liquiditeits- en exitplatform, niet als groeimotor.

Binnen onze family office merken wij die verschuiving zeer concreet. Waar wij vroeger de nodige inspanningen leverden om voor onze cliënten allocaties bij IPO's te bemachtigen, laten we nieuwe beursintroductions vandaag vaak bewust links liggen. IPO-waarderingen zijn

in veel gevallen ambitieus geprijsd, met weinig marge voor fouten. In plaats daarvan kiezen wij ervoor om eerst een periode de koersvorming en het marktgedrag te observeren – doorgaans het eerste jaar na notering – alvorens te beoordelen of een bedrijf zijn beloftes ook publiek kan waarmaken.

### *De opmars van de unicorns*

Een **unicorn** – een niet-beursgenoteerd technologiebedrijf met een waardering van meer dan 1 miljard dollar – was begin jaren 2000 echt een zeldzaamheid. De term werd in 2013 gelanceerd precies omdat zulke bedrijven ‘mythisch’ waren.

Vandaag is dat beeld volledig veranderd. De combinatie van (1) enorme VC-fondsen en growth-funds, (2) lage rentevoeten in het voorbije decennium en (3) de drang van grote beleggers om ‘de volgende Amazon’ te vinden vóór de beurs, zorgde ervoor dat bedrijven veel langer in private handen blijven en ronde na ronde worden doorgefinancierd. Waar vroeger een serie C of D vaak richting IPO leidde, zien we nu series E, F of zelfs pre-IPO-rondes waarin waarderingen al op tien- tot vijftigvoud van de omzet liggen.

Dat heeft twee gevolgen.

1. Unicorns zijn talrijker, maar later in de curve. Veel van de waardesprong – van 100 miljoen naar 1 miljard, van 1 naar 10 miljard – gebeurt volledig in de private sfeer. De public markets krijgen eerder het stadium waarin groei normaliseert en risico's zichtbaarder worden.
2. Pre-IPO-returns verschuiven naar gesloten kringen. De spectaculaire multiple-sprongen die ooit via de beurs beschikbaar waren, zitten nu opgesloten in een ecosysteem van fondsen dat lange tijd quasi exclusief was voor institutionele beleggers, pensioenfondsen en grote family offices.

De ‘unicorn-winst’ is niet verdwenen; ze heeft zich teruggetrokken achter gesloten deuren. En achter die deuren is intussen een markt ontstaan die groter is dan velen vermoeden. Kijk naar SpaceX. Volgens recente berichtgeving wordt een beursgang dit jaar (2026) voorbereid,

met waarderingsverwachtingen die oplopen tot om en bij de 1,5 biljoen dollar en een mogelijke kapitaalophaling van tientallen miljarden.

Maar de protagonist kijkt voorbij deze headlines. Hij weet dat “geld ophalen” niet altijd betekent dat de onderneming rijker wordt. Een deel van die bedragen kan bestaan uit secondary verkoop: bestaande aandelhouders die liquiditeit nemen. Dat creëert prijs en toegang, maar voegt geen nieuw kapitaal toe aan de balans. Alleen het primary-deel — nieuwe aandelen, nieuw geld — versterkt de onderneming echt. En precies daar zit de verschuiving: niet alleen waardering wordt achter de schermen opgebouwd, ook de grens tussen groeikapitaal en liquiditeitsmoment vervaagt.

### *Waarom dit ertoe doet voor de protagonist-belegger*

Voor een klassieke portefeuille met alleen beursfondsen is dit slecht nieuws: je mist het stuk waar de echte waarde wordt gebouwd. Voor de VC-belegger is het een kans.

Private equity biedt toegang tot een segment van de economie dat:

- sneller groeit dan de gemiddelde beursindex,
- minder gedreven wordt door kwartaalcijfers en mediageweld,
- en waar waardecreatie nog echt handwerk is: EBITDA-groei, operationele verbeteringen, **buy-and-build**, internationalisering.

De uitdaging is dan ook niet langer ‘de markt verslaan’ binnen de publieke wereld, maar de markt tijdelijk ontwijken: je kapitaal zó positioneren dat je mee participeert in de waardesprong vóórat een bedrijf ooit op een koerstabel verschijnt.

Daarmee komen we bij de kern van dit boek, en bij de missie van een protagonist:

*‘Bring back the pre-IPO returns to investors.’*

Niet door magie, maar door gericht toegang te zoeken tot de fondsen, sectoren en General Partners die vandaag de nieuwe generatie groeibedrijven financieren. Door als Limited Partner niet tevreden te zijn met het restje rendement dat na de IPO overblijft, maar bewust een deel van je vermogen in te zetten daar waar ondernemerschap en kapitaal elkaar het eerst ontmoeten.

Unicorns zijn geen mythische wezens meer. Ze zijn de logische uitkomst van een wereld waarin kapitaal overvloedig is en groei geconcentreerd. De vraag is niet of ze bestaan, maar wie er mee aan tafel zit wanneer ze nog jong zijn. En precies daar hoort de protagonist thuis.

## De illiquiditeitspremie — geduld als strategie

*‘The stock market is a device for transferring money from the impatient to the patient.’*

— Warren Buffett (*Berkshire Hathaway*)

In private equity bestaat dat mechanisme niet. Elke Limited Partner blijft even lang geïnvesteerd; niemand kan paniekverkopen. Dat is geen beperking, dat is bescherming.

De illiquiditeitspremie — de vergoeding voor het opbrengen van geduld — ligt historisch tussen 3% en 5% per jaar boven het rendement van beursgenoteerde aandelen. Ze compenseert beleggers voor de afwezigheid van dagelijkse liquiditeit en voor hun langere beleggingshorizon.

Kapitaal wordt bovendien niet in één keer gestort, maar in fasen, via **capital calls**. Fondsen vragen geld op wanneer investeringen zich

voordoen, niet eerder. Omgekeerd vloeien de opbrengsten geleidelijk terug via distributions na succesvolle exits. Zo ontstaat de natuurlijke golfbeweging die het ritme van private equity bepaalt.

Een bijkomende nuance, vaak onzichtbaar voor nieuwe beleggers, is wat er gebeurt als een investeerder zijn capital call niet betaalt. De interne reglementen van de meeste fondsen voorzien dan een streng maar noodzakelijk kader:

- de GP stuurt na x dagen een **default notice**;
- blijft betaling uit, dan kan het belang van de investeerder worden verwaterd of verkocht aan andere LP's tegen een korting (vaak 50% op NAV);
- sommige fondsen rekenen boeterente aan (5 à 10% boven Euribor) of houden distributies achter tot het achterstallige bedrag is gecompenseerd.

Het niet-betalen van capital calls wordt dus niet gezien als een administratieve fout, maar als een contractbreuk met potentieel verlies van aandelhoudersrechten.

Om dat risico te mitigeren vragen veel private banken dat het nog **niet-opgevraagde kapitaal (undrawn commitment)** wordt aangehouden binnen hun private-banking-omgeving, in liquide instrumenten (zoals geldmarktfondsen of kortlopende obligaties). Zo blijft de liquiditeit beschikbaar voor toekomstige capital calls, zonder het rendement volledig stil te zetten.

**HNWI's** die onverwacht in liquiditeitsproblemen komen, staan niet altijd met de rug tegen de muur. In de praktijk blijkt dat er vaak ruimte is voor overleg – zowel met de General Partner (GP) van het fonds als met de vermogensbeheerder via dewelke de investering gebeurde.

Wanneer een investeerder zijn capital calls niet meer kan of wil betalen, kan in samenspraak gezocht worden naar een oplossing waarbij een andere investeerder – vaak uit het netwerk van het fonds of de oorspronkelijke distributeur – de positie gedeeltelijk of volledig overneemt. Dat gebeurt doorgaans via een secondary overdracht, waarbij

de nieuwe partij zowel de resterende verplichtingen als de toekomstige rechten overneemt.

Dergelijke overdrachten vereisen meestal de toestemming van de GP, maar in de meeste kwaliteitsfondsen is men pragmatisch: zolang de continuïteit van de kasstromen verzekerd blijft, verkiest men een ordentelijke transactie boven juridische escalatie.

Wij leren onze cliënten deze illiquiditeit te plannen binnen hun globaal vermogen, deze vorm van discipline is noodzakelijk om moeilijkheden te vermijden. Ze dwingt investeerders om langetermijndenken te praktiseren – een zeldzaam goed in een wereld die elke dag nieuwe cijfers eist.

## Leverage als motor van rendement

Een van de krachtigste kenmerken van private equity is het gebruik van leverage – geleend geld als hefboom om het rendement op eigen vermogen te vergroten. Door bedrijven deels met vreemd vermogen te financieren, kunnen investeerders hun equity-inbreng beperken, terwijl de schuld via toekomstige kasstromen wordt afgebouwd.

Wanneer de schuld daalt, stijgt de waarde van het eigen vermogen, zelfs bij beperkte operationele groei. Dat verklaart waarom buy-outfondsen vaak IRR's van 20% of meer realiseren zonder spectaculaire omzetsijgingen. Het is de mechaniek van gedisciplineerde deleveraging en cashflowbeheer.

De hefboom werkt uiteraard in twee richtingen. Te hoge schuld-niveaus kunnen bij rentestijgingen of economische stress de marges onder druk zetten. Daarom hanteren kwaliteitsfondsen vandaag lagere debt-to-equity-ratio's dan tijdens de jaren van goedkoop geld. In die balans tussen risico en hefboom schuilt het vakmanschap van de GP.

Een sterke LBO-structuur is daarom altijd meer dan financiering – het is een discipline in kapitaalbeheer. De GP analyseert de winstgevendheid, maar vooral ook de **cash-conversion** ratio en de mogelijkheid tot snelle

schuldafbouw. Zodra de cashflow stabiel is, kan het fonds herfinancieren aan lagere rente, waardoor het rendement nogmaals stijgt.

### *Rekenvoorbeeld – hoe schuld rendement versnelt*

Stel: een bedrijf met een enterprise value van 100 miljoen euro en een EBITDA van 20 miljoen wordt gekocht via een klassieke LBO-structuur.

De financiering bestaat uit 50 miljoen bankschuld, 25 miljoen **private debt** of vendor loan, en 25 miljoen equity (waarvan 15 miljoen fondsequity en 10 miljoen **rollover-kapitaal** van de verkoper).

Het bedrijf genereert jaarlijks 12 miljoen euro free cashflow richting de holding. Over vijf jaar wordt hiermee de volledige bankschuld van 50 miljoen terugbetaald via dividenden en tantièmes, terwijl de enterprise value stijgt van 100 naar 110 miljoen door een bescheiden groei van winst en marge. De enige resterende schuld bij de exit na 5 jaar is de openstaande **vendor loan** van 25 miljoen.

Op het eerste gezicht geen spectaculair rendement, maar wacht!

De equitywaarde bedraagt dan 85 miljoen euro (= EV 110 – vendor loan 25) door de aflossing van schulden. Bij een exit na vijf jaar ontvangen de aandeelhouders dus 85 miljoen euro op hun initiële 25 miljoen euro inbreng – een MOIC van 3,4× en een IRR van ongeveer 28% per jaar.

Zelfs wanneer de groei beperkter is of minder cash wordt uitgekeerd, blijft het rendement indrukwekkend: twee- à driemaal de equity-waarde in vijf jaar is geen uitzondering.

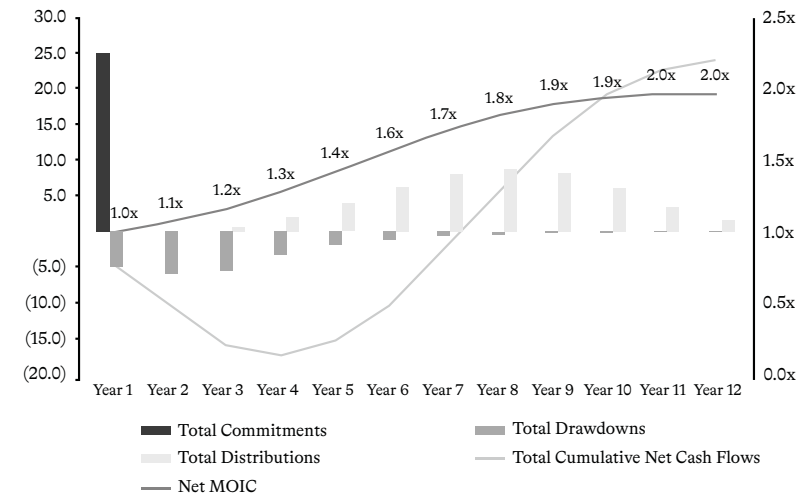
In België werden de door SDM aangeboden *Smart Deals* precies op dit principe gebouwd: beperkte equity-inbreng, sterke cashflow-generatie en versnelde schuldafbouw die het rendement naar de aandeelhouders katapulteert.

*‘Debt is neither good nor bad – it’s a force that multiplies character.’*

## De J-curve

### het tijds patroon van waardecreatie

Het rendement van een private-equityfonds verloopt niet lineair maar volgt de **J-curve** – het typische kasstroomprofiel van **drawdown-fondsen**. Investeerders verbinden zich tot een totaalbedrag, maar dat kapitaal wordt pas opgevraagd naarmate investeringen zich aandienen.



Tijdens de eerste jaren, de investment period, worden de capital calls gedaan terwijl de opbrengsten nog ontbreken. De cashflow is negatief: dat is de neerwaartse fase van de J-curve. Later, wanneer de portefeuille rijpt, starten de eerste distributions na exits en draait de curve omhoog.

De snelheid van die omkering hangt af van de kwaliteit van de portefeuille, het tempo van de exits en de mate van operationele verbetering. Een gespreide portefeuille over meerdere **vintages** vlakkt de curve af: de opvraging van de ene vintage wordt gecompenseerd door de winst van de vorige.

In die context is het belangrijk te begrijpen dat een belegger zijn volledige **commitment** zelden volledig ‘out-of-pocket’ betaalt. Bij een klassiek buy-outfonds bedraagt de effectieve cash-out doorgaans ongeveer 75 % van het gecommiteerde kapitaal. Een deel van de commitment wordt nooit opgevraagd, onder meer door fee-offsets, recycling van vroege opbrengsten en het feit dat niet elke gereserveerde euro effectief in portfoliobedrijven wordt geïnvesteerd. Wat op papier als een forse initiële blootstelling lijkt, vertaalt zich in de praktijk in een geleidelijke en gecontroleerde kapitaalinzet.

HNWI gebruiken vaak een kredietlijn op hun traditionele private banking portefeuille, om capital calls van hun private equity fondsen te betalen wanneer deze opgevraagd worden. Latere distributies uit de fondsen zorgen dan weer voor het afbouwen van de kredietlijn. De rente die private banken aanrekenen op deze kredietlijnen, ook wel Lombard kredieten genoemd, zijn vaak gebaseerd op de Euribor rente verhoogd met een marge van gemiddeld 1%. Als er enkel rente betaald moet worden op het effectief opgenomen bedrag, kan er met deze Lombard kredieten een positief leverage effect gecreëerd worden waarbij liquiditeitsdruk wordt afgevlakt en de cashflows binnen het globaal vermogen worden gestabiliseerd.

Voor wie meer technisch wil denken: de J-curve is in essentie een grafiek van de netto cumulatieve cashflows doorheen de looptijd. De x-as is de tijd, de y-as het totaal van gedane en ontvangen kasstromen. De diepte van de curve correleert met de lengte van de investment period; de steilheid van de herstelboog met de kwaliteit van de exits.

Belangrijk is ook het onderscheid tussen IRR (Internal Rate of Return) en MOIC (Multiple on Invested Capital). Een fonds met snelle exits kan een hoge IRR hebben maar een lage MOIC (weinig meerwaarde in absolute zin). Omgekeerd kan een langlopend fonds met stabiele groei een hogere MOIC maar lagere IRR tonen. Beide maatstaven vertellen een ander verhaal over tijd en kwaliteit van kapitaal.

De protagonist kijkt nooit naar één cijfer alleen. Een fonds wordt pas echt begrepen wanneer MOIC, IRR en **DPI** samen worden gelezen – als een samenhangend verhaal in de tijd. Elk cijfer belicht een ander aspect:

hoe efficiënt kapitaal groeit, hoe snel die groei verloopt en wanneer waarde ook effectief wordt terugbetaald.

Vanuit dat perspectief leert de protagonist dat de J-curve geen risico-indicator is, maar een tijdspatroon van waardecreatie. Ze toont de natuurlijke volgorde van investeren, beheren en realiseren. Waarde ontstaat zelden zichtbaar aan het begin, maar bouwt zich op in stilte.

Wie dat begrijpt, ziet illiquiditeit niet als een hinderpaal, maar als een structuur die discipline afdwingt. Geduld wordt geen toeval, maar een bewuste keuze – de blauwdruk van doordachte private-equity investeringen.

## De paradox van risico – stilte is winst

De afwezigheid van dagelijkse koersbewegingen betekent niet dat er geen risico is – het is alleen minder zichtbaar. In private equity verschuift risico van marktdynamiek naar gedrag: governance, besluitvorming en kapitaaldiscipline. Een fonds kan er op het eerste gezicht stabiel uitzien, terwijl er onder de motorkap binnen een of meerdere portfoliobedrijven al spanningen of operationele problemen ontstaan.

Net daar wordt het verschil gemaakt. De investeerder vertrouwt erop dat de General Partner dit herkent en aanpakt: door tijdig te herstructureren, het management te versterken, een moeilijke participatie gecontroleerd af te bouwen, of – indien nodig – te compenseren met waardecreatie in andere bedrijven binnen de portefeuille. Private equity is geen belofte dat alles goed loopt, maar een overtuiging dat problemen actief worden gemanaged.

Tijdens crisissen zoals in 2008 of 2020 zagen we hoe volatiliteit in publieke markten ‘clustert’: alle activa bewogen plots in dezelfde richting. Private equity bleef daarentegen optisch stabiel. Zonder beurskoers die dagelijks paniek reflecteert, konden fondsen zich focussen op herstructureren in plaats van verkopen onder druk.

Zo fungeert private equity als echte diversificator binnen een portefeuille – niet omdat het risico verdwijnt, maar omdat het anders wordt gedragen. De volatiliteit van koersen maakt plaats voor de volatiliteit van beslissingen.

*‘The advantage of private markets is that you can keep your head when everyone else loses theirs.’*

— *David Rubenstein (Carlyle Group)*

## Slot

### de J-curve als karakterproef

Private equity test niet enkel je kapitaal, maar ook je karakter. De eerste jaren vragen vertrouwen; de latere jaren belonen het. Wie door de diepte van de curve heen kijkt, begrijpt dat rendement geen toeval is, maar de beloning van discipline.

Binnen onze family office zien we daarom dat vooral ondernemers zich aangetrokken voelen tot **closed-end private-equityfondsen**. Zij herkennen het patroon instinctief. Investeren zonder onmiddellijke feedback, eerst bouwen en pas later oogsten – het is dezelfde logica die zij uit hun eigen ondernemerschap kennen. Bovendien zijn veel van hen nog beroepsactief en relatief jong, met een horizon die lang genoeg is om de tijd zijn werk te laten doen.

» *‘Wie de diepte doorstaat, verdient de helling omhoog.’*

Binnen onze family office beschouwen we de J-curve dan ook als een karakterproef: ze onderscheidt de speculant van de investeerder. In de stilte tussen capital call en distribution groeit de echte waarde. Geduld is hier geen passieve deugd, maar het actiefste element van succes.

# *HOOFDSTUK 6*

---

## *TYPES PRIVATE-EQUITY- FONDSEN*

## *‘Different strategies, same purpose: creating lasting value.’*

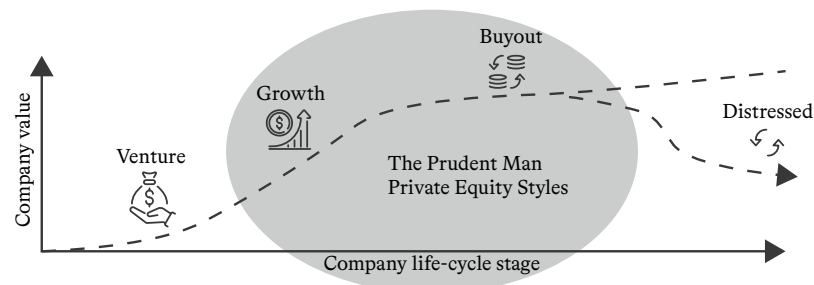
Private equity is geen monoliet, maar een levend ecosysteem van strategieën – elk met zijn eigen ritme, risicoprofiel en karakter.

Wie deze stijlen begrijpt, ziet geen aparte hokjes maar schakels in één waardeketen van waardecreatie. Private equity is als een organisme: elk onderdeel heeft een andere functie, maar ze dragen samen dezelfde genetische code – rendement creëren door actief eigenaarschap.

### Inleiding

#### de vier stijlen in perspectief

Binnen de private-equitywereld bestaan uiteenlopende stijlen, elk met hun eigen levenscyclus en investeringslogica.



Bron: UBS, *Private Markets, Opportunities outside listed equities, February 2020*

Venture capital richt zich op innovatie, lang vóór winstgevendheid zichtbaar is. Growth capital voedt bewezen bedrijven die kapitaal zoeken

om te versnellen. Buy-outfondsen transformeren volwassen ondernemingen met discipline, governance en leverage. **Distressed-fondsen** gaan een turn-around bewerkstelligen om bedrijven in moeilijkheden of achteruitgang terug op de rails te krijgen. En ten slotte brengen secondaries, **co-investments** en semiliquide of evergreen-structuren ritme en doorstroming in het systeem gebaseerd op de vier voorgaande stijlen.

### *De loss ratio – verliezen begrijpen om beter te winnen*

In private equity spreekt men zelden over verliezen. Toch bestaan ze – en ze vertellen vaak meer over de kwaliteit van een fonds dan over de successen. Een van de meest ondergewaardeerde maatstaven om het risicobeheer van een fonds te beoordelen, is de loss ratio. De loss ratio meet het percentage van de portefeuillebedrijven dat met verlies wordt verkocht – met andere woorden: waar de MOIC (Multiple on Invested Capital) kleiner is dan 1×.

Dat betekent niet dat het fonds geld verliest, maar dat sommige participaties niet winstgevend werden verkocht. Een fonds met twintig investeringen en drie verlieslatende exits heeft dus een loss ratio van 15%.

Private equity is gebouwd op het principe van asymmetrische rendementen: enkele winnaars compenseren ruimschoots de verliezers.

Wanneer één investering een MOIC van 5× oplevert, neutraliseert dat moeiteloos drie of vier verlieslatende participaties. Dat maakt de loss ratio niet tot een teken van zwakte, maar tot een graadmeter van durf.

» *‘In private equity gaat succes niet over nooit verliezen,  
maar over weten hoe je met verliezen omgaat.’*

### *De cijfers achter het risico*

Gemiddeld vertonen private-equityfondsen wereldwijd een verliesratio tussen 5% en 15%, afhankelijk van de strategie en de economische cyclus.

De cijfers spreken voor zich:

Strategie	Gemiddelde loss ratio	Kernkarakteristiek
Venture Capital (VC)	30-60%	Hoge faalratio: veel start-ups halen de eindstreep niet maar één "unicorn" bepaalt vaak het hele fondsresultaat.
Growth Capital	10-20%	Minder volatiliteit; de verliezen zijn beperkt en voorspelbaar.
Mid-market buyout	5-10%	Actief aandeelhouderschap en cashflowfocus beperken verliezen.
Large-Cap buyout	< 5%	Brede spreiding, lage faillissementsgraad en professioneel risicobeheer.
Secondaries	< 3%	Investeringen in bestaande, rijpe portefeuilles met lagere onzekerheid.

Bronnen: Bain & Company Global Private Markets Report 2024, PitchBook Benchmarks 2023, Hamilton Lane 2024 Insights.

### *Vergelijking met beursgenoteerde portefeuilles*

Wie dit vergelijkt met de wereld van beursgenoteerde aandelen, krijgt een verrassend inzicht.

Volgens een analyse van J.P. Morgan Asset Management (2023) eindigen in de S&P 500-historiek ongeveer 40% van alle individuele aandeleninvesteringen met een negatief totaalrendement over tien jaar.

Met andere woorden: in de publieke markten komen meer verliezen voor dan in de gemiddelde private-equityportefeuille. Dat verschil komt door structuur en gedrag. Op de beurs kunnen beleggers paniek-verkopen; in private equity kan dat niet.

Fondsen worden gedwongen hun bedrijven te herstructureren, niet te liquideren. En terwijl beursbeleggers vaak winst nemen bij + 20%, wacht de General Partner (GP) geduldig tot de waardecreatie volledig gerealiseerd is.

Het resultaat is dat verliezen in private equity zeldzamer zijn, maar ook bewuster beheerd. Een mislukt project wordt niet zomaar afgeschreven, maar grondig geanalyseerd. De kennis van één falende investering wordt het draaiboek voor de volgende. Het is dan ook mijn bewuste keuze dat dit boek niet verder ingaat op beursgenoteerde private-

equitybedrijven. Namen zoals KKR, Blackstone of EQT zijn zonder twijfel iconen binnen de sector, maar wie in hun beursgenoteerde aandelen investeert, koopt in realiteit iets fundamenteel anders dan een private-equityfonds.

Beleggen in een beursgenoteerde GP lijkt veel sterker op investeren in een holdingstructuur dan participeren in de onderliggende, niet-beursgenoteerde bedrijven zelf. De belegger wordt blootgesteld aan dagelijkse marktsentimenten, liquiditeitsstromen, multiples, renteverwachtingen en indexwegingen. Het volatiliteitspatroon, de liquiditeit en het verwachte rendement volgen daardoor het ritme van de beurs en zijn beïnvloed door het businessplan en de rentabiliteit van de GP — niet dat van operationele waardecreatie achter gesloten deuren.

De protagonist in dit boek kiest ervoor om in het veld te staan, niet om toe te kijken vanop de tribune. Dat betekent niet dat beursgenoteerde private-equitybedrijven geen plaats hebben in een portefeuille — integendeel. Ze kunnen perfect passen binnen een klassieke private-bankingallocatie, naast andere beursgenoteerde holdings, infrastructuurspelers of alternatieve financiële waarden. Maar ze vormen geen substituuat voor directe exposure aan private-equityfondsen en evenmin voor de discipline, illiquiditeit en langetermijnfocus die deze asset class kenmerken.

De meeste vermogende beleggers combineren uiteindelijk meerdere stijlen van private-equityfondsen. Wie enkel naar rendement kijkt, ziet oppervlakkige verschillen. Wie dieper kijkt, begrijpt dat het juist de combinatie van publieke markten, holdings en echte private equity is die de motor vormt van duurzame groei.

### *Waarom de loss ratio daalt*

De gemiddelde loss ratio van top-tier fondsen is de voorbije twintig jaar meer dan gehalveerd. Dat komt door betere due diligence, data-gedreven monitoring, en een veel professioneler value-creation-plan. In plaats van passieve aandeelhouders zijn fondsen nu actieve aandeelhouders die bedrijven begeleiden – vaak met gespecialiseerde operating partners, digitaliseringsteams en turnaround-experts. Een slecht preste-

rend bedrijf wordt niet meteen verkocht, maar herbouwd. De mindset is verschoven van afschrijven naar heropbouwen. Dat verklaart waarom veel fondsen een verliesratio onder de 10% combineren met hoge gemiddelde rendementen.

### *De les voor de belegger*

Voor de belegger is de loss ratio een cruciaal, maar vaak onderschat kwaliteitscriterium. Een lage ratio betekent niet dat een fonds risicoloos is, maar dat het zijn verliezen begrijpt en beheerst. Een fonds met nul verliezen is verdacht: het wijst meestal op te weinig durf of te defensieve keuzes. De beste fondsen hebben juist een gezonde mix: een handvol verliezers, enkele middelmatige resultaten, en een paar winnaars die de statistiek herschrijven. Zo compenseren winsten van 3×, 4× of 5× de enkele teleurstellingen. De risk-reward-verhouding van private equity is asymmetrisch, maar rationeel. De ondernemer herkent dat instinctief: je hoeft niet al je projecten te laten slagen, zolang de geslaagde projecten maar groot genoeg zijn.

» *‘De beste General Partners verliezen niet minder dan anderen. Ze verliezen slimmer.’*

## Venture capital — durven vóór er cijfers zijn

*‘The biggest secret in venture capital is that the best investment in a successful fund equals or outperforms the entire rest of the fund combined.’*

— *Peter Thiel (Founders Fund)*

Venture capital is geen oefening in rekenkunde, maar in waarneming. Het vraagt geen perfecte modellen, maar een scherp afgestelde antenne. De General Partner moet ideeën herkennen nog vóór ze vorm krijgen, teams inschatten vóór ze bewezen hebben dat ze kunnen schalen, en technologie begrijpen nog vóór de markt er klaar voor is. Waar private equity vertrekt van wat een bedrijf vandaag is, vertrekt venture capital van wat het zou kúnnen worden. Dat vraagt durf, maar vooral oordeel. Het vermogen om ruis te negeren en signalen te zien waar anderen slechts onzekerheid waarnemen.

De protagonist begrijpt dat succes in venture capital niet ontstaat uit toeval, maar uit selectie. Uit het systematisch zoeken naar uitzonderlijke ideeën, op momenten waarop cijfers nog niets zeggen. Investeren vóór de consensus ontstaat — en geduld hebben tot de wereld volgt.

In 1957 groeide ARDC's investering van 70.000 dollar in Digital Equipment Corporation uit tot meer dan 350 miljoen dollar bij de beursgang — een rendement van meer dan 5.000 keer de inleg. Het was de eerste mythe van wat later Silicon Valley zou worden.

Die geest van ondernemend kapitaal leeft voort. In 1976 toonden Steve Jobs en Steve Wozniak hun houten prototype van de Apple-computer aan Don Valentine van Sequoia Capital.

‘Waarom zou iemand dit kopen?’ vroeg hij.

‘Omdat het mensen vrijheid geeft,’ antwoordde Jobs.

Valentine investeerde niet zelf, maar introduceerde de jonge oprichters aan Mike Markkula, die 250.000 dollar inlegde voor een derde van het bedrijf. Die beslissing – gebaseerd op intuïtie, niet op spreadsheets – zou een van de meest lucratieve investeringen uit de geschiedenis worden. Apple is vandaag meer dan 3 biljoen dollar waard.

Sequoia groeide uit tot een van de meest vooraanstaande VC-GP’ster wereld, met vroege investeringen in Google, YouTube, WhatsApp, Airbnb, NVIDIA en Snowflake. Venture capital vertelt twee verhalen: dat van founders met een visie, en dat van fondsen die het vertrouwen hebben om die visie te ondersteunen wanneer ze nog onzichtbaar lijkt voor de meerderheid.

### *De 500.000 dollar die 1 miljard werd*

Het is de zomer van 2004. Een 19-jarige Harvard-student met een hoodie en een ongemakkelijke blik zit tegenover Peter Thiel in een kantoor in Palo Alto. Zijn naam: Mark Zuckerberg. Zijn pitch: een sociaal netwerk voor studenten dat op twintig campussen draait en 100.000 gebruikers heeft. Hij heeft geld nodig voor servers.

Thiel, medeoprichter van PayPal en inmiddels een gevestigde naam in Silicon Valley, luistert. Er is geen gepolijst pitchdeck, geen financiële projecties, geen bewezen businessmodel. Enkel een product dat werkt en een oprichter die weet wat hij wil.

*‘People always have this Shark Tank image of these things where it’s some sort of super sophisticated pitch. It was nothing of the sort,’* zou Thiel later zeggen. *‘The main thing he had going for him was that they were just growing really fast.’*

Thiel investeert 500.000 dollar voor een belang van 10,2% – de eerste externe investering in Facebook. De waardering: 4,9 miljoen dollar voor een bedrijf dat nog geen cent omzet draait.

Acht jaar later, bij de beursgang in mei 2012, verkoopt Thiel het groot-

ste deel van zijn aandelen. Totale opbrengst: meer dan 1 miljard dollar. Een rendement van 2.000 keer zijn inleg. Een IRR van meer dan 150% per jaar.

Had hij vastgehouden tot vandaag, zou zijn oorspronkelijke belang – zelfs na verwatering – tientallen miljarden waard zijn geweest. Maar dat is niet het punt. Het punt is dat één beslissing, genomen in een kantoor zonder spreadsheets, het verschil maakte tussen anonimiteit en legendarische status.

Thiels investering in Facebook illustreert de essentie van venture capital: het vermogen om waarde te herkennen voordat die waarde meetbaar is. Het is investeren in potentieel, niet in prestatie.

Met die investering vestigde Peter Thiel zijn reputatie als **angel investor** – een rol die later zou uitgroeien tot een professionele investeringsactiviteit met de oprichting van Founders Fund, een van de invloedrijkste venture-capital-fondsen van zijn generatie.

*‘Always invest in people,  
not just products.’*

— *Howard Marks (Oaktree Capital Management)*

### *De power law – de wiskunde van het onwaarschijnlijke*

In venture capital wordt het succes bepaald door een fenomeen dat men de **power law** noemt. Anders dan bij traditionele beleggingen, waar rendementen zich rond een gemiddelde clusteren, zijn de uitkomsten in venture extreem scheef verdeeld. Een kleine fractie van de investeringen genereert het overgrote deel van de totale waarde.

De cijfers zijn ontvullend én fascinerend tegelijk:

- Volgens data van AngelList genereert de top 10% van venture-investeringen 60 tot 80% van alle rendementen.

- In veel fondsen is de beste investering evenveel waard als alle andere investeringen samen – of meer.
- Ongeveer 40 tot 50% van alle venture-investeringen eindigt met verlies of volledige afschrijving.
- Slechts 1 tot 2% van de start-ups groeit uit tot een unicorn – een bedrijf met een waardering boven 1 miljard dollar.

Dit betekent dat een General Partner niet zoekt naar bedrijven die ‘goed genoeg’ zijn. Hij zoekt naar de zeldzame uitzonderingen – de bedrijven die het volledige fonds kunnen terugbetalen en meer. Eén Google. Eén Facebook. Eén NVIDIA.

*‘Only invest in companies that have the potential to return the value of the entire fund,’* adviseert Thiel.

Het is een filosofie die haaks staat op traditioneel risicobeheer, maar perfect past bij de wiskunde van venture capital.

Voor de belegger heeft de power law een belangrijke implicatie: spreiding is geen luxe, maar noodzaak. Academisch onderzoek suggereert dat een portefeuille minstens twintig tot dertig investeringen moet bevatten om een redelijke kans te hebben op het vangen van een outlier. Professionele seed-fondsen investeren vaak in vijftig tot tachtig bedrijven om hun blootstelling aan potentiële winnaars te maximaliseren.

Het is een spel van aantallen, geduld en overtuiging.

### *De diepe J-curve – wachten als strategie*

De J-curve in venture capital is dieper en langer dan in welke andere private-equity-stijl ook. De eerste jaren bestaan uit experimenten, verlieslatende cashflows en waarderingen die enkel op papier bestaan – mark-to-model in plaats van mark-to-market.

Waar een buy-outfonds al na twee tot drie jaar de eerste exits kan realiseren, duurt het bij venture capital doorgaans vijf tot zeven jaar voordat significante liquiditeitsgebeurtenissen plaatsvinden. De typische exit is een beursgang (IPO) of een overname door een grotere technologiespeler – beide vereisen dat het bedrijf een bepaalde schaal en winstgevendheid heeft bereikt.

In de tussentijd ziet de belegger weinig tastbaars. De NAV-rapportering toont vaak jarenlang een waarde die onder de oorspronkelijke inleg ligt. De management fees drukken op het resultaat, terwijl de portefeuille nog geen inkomsten genereert. Het is een fase die vertrouwen vraagt – vertrouwen in het team, in de selectie, in het proces.

*‘The first five years you look wrong,  
the next five you look brilliant.’*

— John Doerr (*Kleiner Perkins*)

Maar wanneer succes komt, is het explosief. Een enkele investering die uitgroeit tot een beursgenoteerde gigant kan het volledige fonds meerdere keren terugbetalen. De MOIC’s van de beste venture-investeringen zijn niet 2× of 3× – ze zijn 50×, 100×, soms 1.000× of meer.

### *Venture versus buy-out – twee werelden, één filosofie*

Het contrast met buy-outfondsen is instructief. Waar **buy-out** investeert in bewezen bedrijven met stabiele kasstromen, investeert venture in ideeën met onbewezen potentieel. Waar buy-out rendement haalt uit operationele verbetering en deleveraging, haalt venture rendement uit exponentiële groei van omzet en marktaandeel. Waar buy-out risico beperkt via leverage en contractuele structuren, accepteert venture risico als de prijs voor buitengewoon rendement. Toch delen beide stijlen dezelfde kernovertuiging: kapitaal kan actief waarde creëren wanneer het wordt gecombineerd met visie, discipline en tijd.

Voor de investeerder die dit boek leest, is venture capital wellicht het meest herkenbare domein. Het is de wereld waarin een idee, een team en een markt samen kunnen uitgroeien tot iets wat generaties overstijgt. Het is ook de wereld waarin de meeste pogingen falen – en waarin die mislukking wordt geaccepteerd als onderdeel van het spel.

### *De kunst van het onmogelijke*

Voor beleggers biedt venture capital een venster op de toekomst – innovatie, technologie en disruptie – maar vraagt het extreem veel geduld en risicobereidheid. Het is het domein van visie en timing, niet van spreadsheets.

De beste venture-investeerders zijn geen analisten die modellen bouwen. Het zijn talent-scouts die patronen herkennen. Ze zoeken naar oprichters met de zeldzame combinatie van visie, doorzettingsvermogen en aanpassingsvermogen. Ze investeren in mensen die de wereld anders zien – en de capaciteit hebben om die visie werkelijkheid te maken.

*‘Invest in people who are building something that they themselves desperately want to exist.’*

— *Paul Graham (Y Combinator)*

In de vroegste fase van venture capital – wanneer het product nog onaf is en de markt nog onbewezen – weegt het team het zwaarst. Producten kunnen pivoteren. Markten kunnen verschuiven. Maar de oprichter blijft. Wat investeerders zoeken, is het zeldzame karakter dat blijft bouwen wanneer alles tegenzit, dat obstakels ziet als omwegen in plaats van eindpunten, en dat de wereld anders durft te zien dan de consensus voorschrijft. Dat is de essentie van durven vóór er cijfers zijn.

» *‘The best time to invest is when no one else sees the value. By the time everyone sees it, the opportunity is gone.’*

## Buy-outfondsen — de architecten van waarde

*‘Our business isn’t about buying companies. It’s about building better ones.’*

— *Stephen Schwarzman (Blackstone)*

Als venture capital je doet denken aan de garage waar Steve Jobs Apple in 1976 opstartte, dan is buy-out eerder het Apple-hoofdkantoor in Cupertino begin jaren tachtig. Hier worden bewezen bedrijven hertekend met kapitaal, governance en operationele excellentie. Hier wordt niet gegokt op de toekomst, maar gebouwd aan het heden.

Buy-outfondsen kopen meestal meerderheidsbelangen in stabiele bedrijven, financieren de overname deels met vreemd vermogen (leverage) en gebruiken de kasstromen om de schuld af te bouwen. Door die deleveraging stijgt de waarde van de equity zelfs bij beperkte winstgroei. Onderliggend zijn buy-outfondsen dus hoofdzakelijk geïnvesteerd in winstgevende bedrijven die vaak een positieve cashflow genereren om de schulden van de financiering terug te betalen.

Het is de populairste stijl binnen private equity, met het grootste beheerde vermogen (AUM), omdat ze een evenwicht biedt tussen rendement, risico en voorspelbaarheid. Men onderscheidt drie segmenten:

- Small- en mid-market buy-outs: vaak familiebedrijven die professionalisering en opvolging zoeken. Het private-equityfonds kan hier vaak nog van de oprichter zelf het bedrijf overnemen.
- Large-capfondsen zoals KKR, CVC, Apollo en EQT opereren in het segment van megadeals boven 1 miljard euro, waarbij de

financiering meestal wordt gestructureerd via gesyndiceerde bankleningen.

- Public-to-private-transacties: beursgenoteerde ondernemingen die van de beurs gehaald worden voor een grondige strategische reset.

## *De strategie van de grootmeesters*

» *'I don't look for the best companies. I look for the best sectors – and then I buy the companies that nobody else wants.'*

In een interview vertelde Stephen Schwarzman, oprichter en CEO van Blackstone, eens over zijn investeringsfilosofie met een beeldspraak die elke ondernemer herkent: *'Buy the worst house in the best street.'*

Het klinkt contra-intuïtief. Waarom zou je een slecht presterend bedrijf kopen als je de middelen hebt om de beste te verwerven?

Het antwoord ligt in de mechaniek van waardecreatie. Bedrijven die al winstgevend en goed georganiseerd zijn, worden duur verhandeld – vaak tegen multiples die weinig ruimte laten voor verdere groei. De **entry multiple** bepaalt immers een groot deel van het uiteindelijke rendement. Wie te duur koopt, moet buitengewone operationele verbetering leveren om toch een acceptabele IRR te halen.

Schwarzman draait de logica om. In plaats van te beginnen bij het bedrijf, begint hij bij de sector. Welke industrieën zitten in een structurele opwaartse trend? Waar worden de komende tien jaar significante winsten gegenereerd? Waar verandert regelgeving, demografie of technologie het speelveld?

Pas wanneer die macro-analyse klaar is, begint de zoektocht naar bedrijven. Maar niet naar de koplopers – wel naar de achterblijvers. De bedrijven met operationele inefficiëntie, gebrekkig management of verouderde structuren. Ondernemingen die de juiste markt bedienen, maar het verkeerde recept gebruiken.

Daar schuilt de **alfa**. Want terwijl de koploper al duur geprijsd is op basis van bewezen succes, koopt Blackstone tegen een lagere multiple én

met een helder transformatieplan. De sector doet het zware werk – de vraag groeit, de concurrentie consolideert, de marges stijgen structureel. Het fonds hoeft enkel het bedrijf op te tillen naar het gemiddelde van de industrie.

## *Hilton – discipline in tegenwind*

Een klassiek voorbeeld is Hilton Hotels. In 2007 kocht Blackstone het bedrijf (enterprise value circa 26 miljard dollar) met ongeveer 5,6 miljard dollar aan eigen vermogen. Het bedrijf was geen ongerepte koploper. Het had decennia van legacy-problemen, versnipperd vastgoedbeheer en een achterstand op het vlak van digitalisering.

Maar het zat in de juiste straat: wereldwijde reizen groeiden structureel, premiumhotels wonnen marktaandeel, en schaalvoordelen werden beslissend. Blackstone kocht het slechtste huis in die straat – en herbouwde het van binnenuit.

Ondanks de financiële crisis hield het fonds stand, herstructureerde het Hilton wereldwijd en bracht het dan in 2013 gedeeltelijk opnieuw naar de beurs, toen met een waarde van om en bij de 19 miljard dollar equity value. Het resultaat: een MOIC >3× en een IRR rond de 16%.

Een demonstratie van wat discipline, cashflowbeheer en governance kunnen opleveren – zelfs in tegenwind. Maar de krachtigste illustratie van deze filosofie vinden we niet in de hotelwereld, maar in de luxe-industrie. En ze begint met een taxirit.

## *Bernard Arnault – de taxirit die inspireerde tot het bouwen van een imperium*

Het is 1984. Een 35-jarige Franse vastgoedontwikkelaar stapt in een taxi op JFK Airport in New York. Zijn naam: Bernard Arnault. Tijdens de rit naar Manhattan stelt hij de chauffeur een simpele vraag: kent u de president van Frankrijk? De chauffeur schudt zijn hoofd. Maar wanneer Arnault vraagt of hij Christian Dior kent, licht het gezicht van de man op. Natuurlijk kent hij Dior.

Voor Arnault was het een openbaring. Een taxichauffeur in New York kende geen staatshoofd, maar wél een Frans modehuis. De kracht

van een merk – onzichtbaar op een balans, maar onverwoestbaar in het collectieve geheugen.

Arnault had de voorgaande jaren in de Verenigde Staten doorgebracht, waar hij gefascineerd raakte door een concept dat in Europa nog nauwelijks bestond: de leveraged buyout. Hij had gezien hoe firma's als KKR noodlijdende bedrijven overnamen met geleend geld, ze herstructureerden, en de waardevolle onderdelen lieten bloeien terwijl de rest werd afgestoten.

Terug in Frankrijk hoorde hij dat de overheid een koper zocht voor Boussac Saint-Frères – een textielimperium dat in 1978 het grootste faillissement in de Franse geschiedenis had veroorzaakt. De groep was een lappendeken van verlieslatende textiel fabrieken, een luiersfabrikant en warenhuizen. Maar ergens in dat puin lag één diamant begraven: Christian Dior.

Het modehuis, in 1946 opgericht door couturier Christian Dior met financiering van textielkoning Marcel Boussac, was nog altijd winstgevend. Maar het zat gevangen in een zinkend schip. De Franse regering had eerdere aanbiedingen geweigerd van partijen die enkel Dior wilden kopen – ze eisten dat de koper het volledige conglomeraat zou overnemen, inclusief de schulden en de duizenden banen.

Arnault zag wat anderen over het hoofd zagen: dit was geen reddingsoperatie, dit was een investeringskans. Het slechtste huis in de beste straat.

Met hulp van Antoine Bernheim, senior partner bij investeringsbank en private-equity-fondsbeheerder Lazard Frères, structureerde Arnault een gedurfde overname. Hij legde slechts 15 miljoen dollar eigen kapitaal in – het equivalent van zijn familiefortuin uit de bouw. Lazard financierde de rest: nog eens 45 tot 65 miljoen dollar aan vreemd vermogen. De totale transactieprijs bedroeg ongeveer 80 miljoen dollar – symbolisch laag gezien de schuldenlast.

Wat volgde, was chirurgische precisie. Binnen twee jaar ontsloeg hij 9.000 werknemers. De Franse pers doopte hem *'The Terminator'*. Hij verkocht de textiel fabrieken, de luiersfabrikant, de plastic divisies – alles wat

niet tot de kern behoorde. De opbrengst: ongeveer 500 miljoen dollar, ruim zes keer zijn oorspronkelijke investering.

Wat hij behield: Christian Dior en het iconische Parijse warenhuis Le Bon Marché.

Tegen 1987 was het bedrijf weer winstgevend: 112 miljoen dollar winst op een omzet van 1,9 miljard. Arnault had bewezen wat buy-out in essentie doet: waarde bevrijden die gevangen zit in inefficiënte structuren.

Maar hij was nog niet klaar. Via een reeks strategische manoeuvres – een joint venture met Guinness, geleidelijke aandelenaankopen, en het benutten van interne machtsstrijd – verwierf hij in 1989 de controle over het pas opgerichte LVMH. Vandaag bezit LVMH meer dan 75 merken, van Louis Vuitton tot Tiffany, en behoort Arnault tot de rijkste mensen ter wereld met een geschat vermogen van meer dan 200 miljard dollar. Zijn oorspronkelijke inzet? Vijftien miljoen dollar en een taxirit.

*‘Mensen zeggen dat ik een wolf ben. Maar wolven verscheuren bedrijven. Ik was de enige die niet wilde ontmantelen.’*

— *Bernard Arnault (LVMH)*

### *De les – macro-visie en micro-executie*

De verhalen van Schwarzman en Arnault illustreren dezelfde tijdloze waarheid: de grootste winsten ontstaan niet door het beste te kopen, maar door het beste te herkennen in wat anderen als waardeloos beschouwen.

De strategie is briljant in haar eenvoud, maar veeleisend in haar uitvoering. Ze vereist naast kapitaal twee zeldzame competenties tegelijk: macro-visie – het vermogen om structurele trends te lezen vóór ze con-

sensus worden – én micro-executie – de operationele discipline om een onderpresteerder om te bouwen tot een marktleider.

Niet elk fonds beheerst die combinatie. Maar wie het doet, koopt rendement in op de dag van de transactie – niet pas bij de exit.

» *‘The price you pay determines the return you earn – before you’ve done anything else.’*

### *Niet elk fonds dat geld ophaalt, verdient het ook*

In een wereld met recordhoeveelheden **dry powder** en stijgende entry multiples, is het niet langer voldoende om ‘in private equity te zitten’. Het verschil tussen het beste en het middelmatige fonds bedraagt gemiddeld 5 tot 7 procentpunten per jaar.

Waar de markt vroeger alles omhoogtrok, bepaalt vandaag de selectie het succes. Grote institutionelen verkleinen hun GP-lijsten. Ze herleiden tientallen relaties tot een handvol betrouwbare partners – fondsen met bewezen value creation playbooks, duidelijke discipline in fondsomvang en herhaalbare alfa.

Voor de protagonist is dat de kern: niet jagen op wat nieuw klinkt, maar investeren in wat bewezen werkt. Toegang tot top-tier managers is niet vanzelfsprekend; ze zijn vaak oversubscribed. Distributies uit succesvolle voorgaande fondsen worden immers meestal doorgerold naar de capital calls voor de nieuwe vintage. Dat maakt selectie en toegang tot deze fondsen een bron van toegevoegde waarde.

Maar blind volgen is even gevaarlijk. Empirisch onderzoek wijst op afnemende schaalvoordelen: naarmate private-equityfondsen groter worden, daalt de net IRR lichtjes. Een recente studie schat dat een 1% toename in fondsgrootte samenhangt met ongeveer 0,1 procentpunt lagere net IRR (netto **Internal Rate of Return**) – consistent met het idee dat schaal fondsen richting grotere deals duwt, waar waardecreatie moeilijker te ‘engineeren’ is. De ware kunst ligt dus in balans: veiligheid én selectieve alfa. De top 70% van de portefeuille hoort bij bewezen

namen; de overige 30% bij ‘*next generation managers*’ die de alfa van morgen creëren.

*‘Great deals are built on discipline, not on dreams.’*

## Growth capital – de brandstof voor expansie

Tussen venture capital en buy-out bevindt zich growth capital. Het richt zich op bedrijven die winstgevend zijn, maar versnelling zoeken: nieuwe markten, productontwikkeling of overnames.

Fondsen nemen soms minderheidsbelangen (< 50%), zodat de ondernemer aan het roer blijft, of meerderheden om schaalvergroting sneller te realiseren.

Een recente illustratie is InterAlpen Partners met hun investering in het Duitse robotica-bedrijf NEURA Robotics. Deze onderneming ontwikkelt cognitieve en humanoïde robots die kunnen samenwerken met mensen. Met steun van InterAlpen en later ook een instap van NVIDIA werd de waardering in amper twee jaar verviervoudigd.

Growth-fondsen combineren ondernemerschap met discipline. Ze nemen meer tijd dan venture, maar minder schuld dan buy-outs. De IRR schommelt typisch tussen 15% en 20%, de J-curve is ondieper en de kasstromen stabiel. Voor veel investeerders vormt growth capital daardoor een evenwichtige kernpositie binnen private equity: minder sprong dan venture, minder hefboom dan buy-out, maar wel directe blootstelling aan structurele groei.

## Secondaries

### de tweede adem van kapitaal

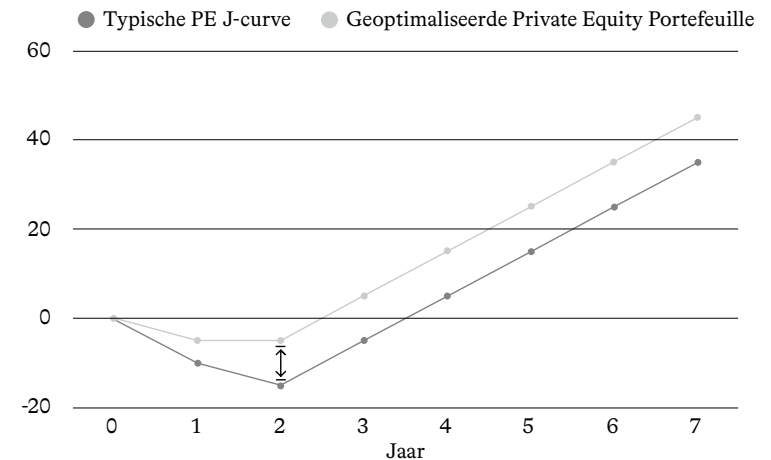
In het begin van de private-equitygeschiedenis zaten investeerders vaak tien jaar vast in hun fonds. Maar naarmate de markt volwassen werd, groeide de behoefte aan liquiditeit. Zo ontstond de secondary-markt – een tweedehandsmarkt voor private-equitybelangen.

Stel: een pensioenfonds bezit een portefeuille met belangen in fondsen van EQT, CVC, en Blackstone, samen goed voor 100 miljoen euro aan nog niet volledig opgevraagde posities. Om strategische redenen wil het die verkopen. Een gespecialiseerde secondary koper of secondaries fund doet dan een due diligence, analyseert alle onderliggende fondsen, bekijkt de capital account statements en brengt een bod uit, vaak als percentage van de **Net Asset Value**, de NAV (bijvoorbeeld 92% of 103%). Heden slagen secondaries fondsen erin om te kopen met korting op de NAV. Enkele jaren geleden was een uplift op de NAV nog gebruikelijk.

Na akkoord volgt het formele proces: overdracht van rechten, notificatie aan de betrokken GP's en betaling. Vanaf dan ontvangt de koper de toekomstige distributions en betaalt hij de resterende capital calls.

Er bestaan twee hoofdvormen van secondaries. Bij LP-led deals verkoopt een bestaande Limited Partner zijn belangen. Bij GP-led deals neemt de fondsbeheerder zelf het initiatief en brengt hij zijn beste portefeuillebedrijven onder in een nieuw **continuation vehicle**, zodat de waarde verder kan groeien zonder onmiddellijke verkoop.

Voor de belegger hebben secondaries voordelen én valkuilen. Ze bieden directe blootstelling aan een rijpe portefeuille, een snellere cashflow en een lage loss ratio. De J-curve is vlakker omdat het kapitaal al deels aan het werk is. Nadelen zijn de extra kostenlaag van het secondary-fonds, beperkte transparantie over de onderliggende holdings en complexe fiscaliteit – het is vaak moeilijk te herleiden waar exact het rendement vandaan komt.



Bron: B-sure, private markets 2026

Niet elke investeerder heeft het geduld om tien jaar te wachten. Daarom is er een bloeiende markt ontstaan voor deze secondaries fondsen.

De waardering van die belangen gebeurt meestal op basis van de laatste NAV. Hoe beter de onderliggende portefeuille, hoe kleiner de korting.

Daarnaast duikt een nieuw fenomeen op: continuation vehicles. Dat zijn nieuwe structuren die een fonds opricht om zijn beste bedrijven langer vast te houden. De oorspronkelijke investeerders kunnen hun participatie verkopen of 'roll-overen' in het nieuwe vehikel.

Dit klinkt eenvoudig, maar het vergt strikte governance: onafhankelijke **fairness opinions**, aangepaste fee-structuren en duidelijke regels om **double dipping** te vermijden. Ondertussen zijn secondaries populair. De markt overschrijdt intussen jaarlijks 600 miljard dollar en vormt een essentieel mechanisme voor doorstroming van kapitaal. Voor veel beleggers is het een strategische bouwsteen: een manier om liquiditeit te kopen zonder volatiliteit.

Voor de protagonist-investeerder fungeren secondaries en continuation vehicles als strategisch instrument – niet enkel voor J-curve mitigatie, maar ook om in latere fasen rendement te stabiliseren.

» *'Liquidity is not the enemy of long-term investing.'*

## Turnaround & distressed — de kunst van heropstanding

Hier geen boardroom met uitzicht op Manhattan. Geen champagne bij closing. In distressed private equity begint het verhaal meestal in stilte. Een bedrijf dat ooit trots was, draait vandaag verlies. De banken zijn nerveus. Leveranciers bellen vaker. En ergens in het organigram zit een managementteam dat te lang heeft gehoopt dat het 'vanzelf wel zou keren'.

Dit is het domein van distressed en turnaround private equity. Een discipline voor specialisten. Niet voor investeerders die comfort zoeken, maar voor fondsen die floreren in chaos. Fondsen die niet altijd graag gezien zijn en precies daarom nodig.

Wie hier instapt, koopt zelden groei. Men koopt tijd. Of beter, men koopt de kans om het tij te keren. Dat gebeurt zelden met zachte hand. Turnaround-fondsen nemen beslissingen waar anderen blijven aarzelen. Sluitingen, desinvesteringen, herstructureringen, het hoort bij het werk. Daardoor ogen ze soms hard, zelfs harteloos. Maar in veel dossiers is het alternatief geen vriendelijker scenario, enkel een trager faillissement.

In België is CIM Capital zo'n speler. Geen luidruchtige dealmaker, maar een bedrijvendokter. Hun dossiers starten waar anderen afhaken, bedrijven met structurele problemen, operationele inefficiëntie en een balans die kraakt. En bijna altijd begint de turnaround met dezelfde ongemakkelijke maar noodzakelijke ingreep: een nieuw management. Een andere CEO. Een ander ritme. Minder vergaderingen, meer beslissingen.

Dat was ook het geval bij Veritas. Een vertrouwde naam in het Belgische straatbeeld, maar achter de etalages zat het model vast. Onder nieuw aandeelhouderschap en met een hertekend management werd het bedrijf ontmanteld en opnieuw opgebouwd. Niet met grootse beloftes, maar met discipline: focus op kernactiviteiten, controle over kosten en

cash, en een organisatie die opnieuw wist waarvoor ze bestond. Vandaag staat Veritas opnieuw recht.

Internationaal zagen we hetzelfde patroon bij Le Pain Quotidien. Tijdens de COVID-crisis wankelde het iconische merk. Wat volgde was geen cosmetische herfinanciering, maar een echte reset onder impuls van M80 Partners. Structuren werden vereenvoudigd, markten geselecteerd, en ook hier kwamen andere profielen aan het stuur. Het resultaat was geen mirakel, maar iets veel waardevollers: opnieuw winstgevendheid.

Waarom zouden beleggers dit doen? Omdat turnaround investing een asymmetrische weddenschap is. Je stapt in wanneer waarderingen geen hoop meer weerspiegelen. Als de operatie slaagt, kan de waardecreatie aanzienlijk zijn. Niet ondanks het risico, maar dankzij het risico. Tegelijk ligt dat risico hoger dan bij klassieke buy-out- of growthfondsen. De marge voor fouten is klein, timing is cruciaal en uitvoering genadeloos.

Er bestaan drie hoofdbenaderingen: distressed debt (schuld met korting inkopen en omzetten naar equity), special situations (complexe situaties met herstructureringspotentieel) en credit opportunities (tijdelijke noodleningen aan gezonde bedrijven).

De potentiële rendementen zijn vaak hoog (15-25% IRR), maar de spreiding is groot. Dit is de meest intensieve tak van private equity, waar tijd, psychologie en koelbloedigheid het verschil maken. Distressed private equity is geen stijl voor iedereen. Het vraagt vertrouwen in de general partner, geloof in operationele waardecreatie en de bereidheid om ongemakkelijke beslissingen te aanvaarden. Maar wanneer het lukt, maakt dit type fonds het verschil tussen verdwijnen en voortbestaan.

## Co-investments — de privé-uitnodiging

Institutionele en ervaren private beleggers nemen steeds vaker rechtstreeks deel naast de General Partner – een zogenaamde *co-investment*. Het biedt meer controle, meer inzicht in de deal en minder kosten.

In de praktijk verloopt het anders dan vaak wordt gedacht. Een fonds als KKR of EQT biedt geselecteerde LP's de mogelijkheid om naast het hoofdfonds mee te investeren in een specifieke transactie. De GP deelt een teaser, een NDA en een beknopt **investment memorandum**. Geïnteresseerde investeerders krijgen doorgaans slechts enkele dagen om hun interesse te bevestigen en hun allocatie te bepalen. De uiteindelijke participatie wordt door de GP verdeeld — soms pro rata, soms op basis van relatie, trackrecord of snelheid van toezegging. De juridische afhandeling gebeurt via een afzonderlijke shareholders agreement of co-investment vehicle met specifieke informatie- en governance-rechten.

De voordelen zijn duidelijk: geen dubbele kostenstructuur, meer transparantie en, bij succes, een hogere MOIC. Nadelen: beperkte tijd, hoge *ticket sizes* en soms adverse selection – de allerbeste deals blijven vaak volledig binnen het fonds.

Co-investments zijn zinvol voor investeerders die een hogere mate van betrokkenheid willen. Ze leveren fee-efficiëntie en daardoor een potentieel hogere netto-IRR op, mits men de snelheid en complexiteit van de besluitvorming aankan.

» *Partnership is not about trust; it's about alignment.*

### ***Semiliquide & evergreen-structuren – een toekomst tussen beurs en fonds***

Private-equityfondsen waren lang closed-end: tien tot twaalf jaar looptijd, geen uitstap onderweg. De laatste jaren is daar verandering in gekomen met de opkomst van semiliquide en evergreen-fondsen. Europa gaf dit model een wettelijk kader via ELTIF 2.0. In deze fondsen wordt de NAV (Net Asset Value) maandelijks of per kwartaal berekend. Beleggers kunnen meestal periodiek instappen of uitstappen, maar er gelden voorwaarden.

Wie wil uittreden, moet vaak een vooropzeg geven (bijvoorbeeld 3 of 6 maanden) zodat het fonds tijd heeft om liquiditeit vrij te maken.

Bovendien kan de beheerder bij onverwacht veel uitstappen een redemption gate activeren: een tijdelijke beperking van uitbetalingen. De NAV-waardering gebeurt op basis van interne waarderingen en externe **audits**. Omdat de onderliggende activa niet dagelijks worden verhandeld, loopt de waardering altijd wat achter op de economische realiteit, de zogenaamde **valuation lag**. Voordelen zijn een snellere toegang, afwezigheid van de J-curve, een vloeiendere cashflow en de mogelijkheid om kapitaal bijna continu aan het werk te houden. Nadelen: hogere kosten, beperkte liquiditeit en een inherent lager verwacht rendement omdat het fonds een **liquidity sleeve** moet aanhouden (cash of kortlopende private-credit-posities).

Belangrijk is dat beleggers dit model niet verwarren met de liquiditeit van beursfondsen. Semiliquide structuren zijn een brug – niet de bestemming. Ze vragen begrip van gating-mechanismen, waarderingsbeleid en kapitaalplanning.

*‘Private markets are the next public markets.’*

— *David Layton (Partners Group)*

### **Feederfondsen vs. fund-of-funds – verschillende wegen naar Rome**

Niet elk private-equityfonds is een ‘eindbestemming’ op zich. Soms is een fonds vooral een toegangspoort naar andere fondsen. In de praktijk zie je dan twee structuren opduiken: feederfondsen en fund-of-funds. Ze leiden allebei naar dezelfde ‘stad’ – private equity – maar via een andere weg.

### *Wat is een feederfonds?*

Een feederfonds (of feeder vehicle) is een structuur die kapitaal van een bepaalde doelgroep bundelt en dat vervolgens doorstuurt naar één onderliggend masterfonds.

Je kunt het zien als een aparte ingang naar hetzelfde gebouw. De master is het globale fonds, waar de portefeuille wordt beheerd. De feeder is een afzonderlijke toegangsdeur, vaak met een eigen fiscaliteit, documentatie en minimuminleg.

In België wordt de private **privak** vaak gebruikt als feeder naar buitenlandse masterfondsen, bijvoorbeeld een Luxemburgse **SCSp** of een Frans **FCPR**. Zo krijgen Belgische beleggers toegang tot internationale topfondsen via een lokaal gereguleerd kader, met een fiscaal en juridisch regime dat aansluit bij hun situatie.

Een feeder kan om verschillende redenen worden opgezet:

- Fiscale en juridische optimalisatie: De feederstructuur wordt afgestemd op het land en het type belegger (bv. Belgische vennootschappen, particulieren, pensioenvehikels). Vaak wordt de feeder opgezet via een fiscaal transparant vehikel, zodat in België vennootschappen kunnen genieten van **DBI-aftrek**, en particulieren van een vrijstelling roerende voorheffing op de gerealiseerde meerwaarden op aandelen.
- Praktische toegang: Het minimumticket van het masterfonds kan erg hoog liggen. Door via een feeder te werken, worden veel kleinere tickets samengevoegd tot één grote instap. Zelfs de meest professionele en grote fondsbeheerders hebben vaak niet de equipe om de compliance en onboarding van honderden particuliere investeerders voor hun rekening te nemen.
- Zij accepteren daarom enkel institutionele investeerders en HNWI's die met minimale bedragen van 5 miljoen euro en meer instappen. Vervolgens zijn het vaak financiële instellingen, zoals private banken, die een feederstructuur opzetten om hun cliënteel toegang te geven tot het masterfund. Deze banken zijn doorgaans beter georganiseerd om compliance en onboarding van talrijke investeerders lokaal te structureren. Een gelijkaardige dynamiek zagen

we eerder bij Quaestor. Het behoorde tot de vroege institutionele investeerders in het Europese venturecapitalfonds Hummingbird Ventures. Hun feederstructuur maakte die strategie toegankelijk voor een breder publiek in België. De succesvolle exits binnen de Hummingbird portefeuille leverden mooie rendementen op voor de betrokken investeerders.

- Accentkeuze binnen een grotere allocatie: Een investeerder kan verschillende feeders gebruiken om bewust accenten te leggen: meer technologie, meer VS, meer mid-market Europa focus, enzovoort...

De spreiding zit hier vooral in het onderliggende masterfonds; de feeder zelf is meestal een enkelvoudige toegangslijn. Een gespreide portefeuille uitwerken als investeerder zal dus betekenen: meerdere commitments nemen bij meerdere (feeder)fondsen.

### *Feederfondsen in de praktijk: adviesgestuurd vs. online platform*

Persoonlijk vind ik feederfondsen vooral sterk werken in combinatie met beleggingsadvies of een family-office-aanpak specifiek gericht op een afgelijnd doelpubliek. Je ziet partijen die, net als Quaestor in België, werken met een geïntegreerd vermogensbeheer en daarbij private-equityfeederfondsen aanbieden, hoofdzakelijk aan HNWI woonachtig in België. De adviserende partij:

- helpt de juiste feeder(s) te selecteren,
- stemt capital calls af op de totale vermogenssituatie van de cliënt,
- zorgt dat de private-equityblootstelling coherent blijft met de rest van de portefeuille en het risicoprofiel.

Dat model is anders dan de online en low-cost platformen zoals Moonfare, die voor een breder internationaal publiek feederstructuren aanbieden met lagere minimuminzetten en een digitale onboarding. Hun missie is duidelijk: de toegang tot private equity democratiseren, door via Luxemburgse of andere feeders grote fondsen in kleinere stukjes te 'hakken'.

Belangrijk nuancepunt: het feit dat je via zo'n platform of via een (online) bank 'maar' in een feeder stapt, betekent niet dat er minder werk is voor de investeerder. Temeer omdat dit aanbod meestal niet gecombineerd wordt met beleggingsadvies.

Beleggers moeten dan zelf onder meer:

- de fiscale behandeling (in België én in de structuur) begrijpen,
- de intekendocumenten grondig doornemen, en eigenlijk een dubbele due diligence verrichten. Op zowel de feederstructuur als op het onderliggende masterfund.
- de waarderingmethodieken (NAV-berekening, **IPEV-richtlijnen**, rol van onafhankelijke valuator/AIFM, enz.) analyseren,
- de kostenstructuur (management fee, performance fee, eventuele carried interest op feeder-niveau) kritisch bekijken.

Een online platform kan de toegang en administratie vereenvoudigen, maar het juridische en fiscale eindrisico ligt nog altijd bij de investeerder. Een private-equityfonds aanschaffen is namelijk een heel pak complexer dan online een aandeel Apple kopen. Voor vermogende cliënten blijf ik het dus cruciaal vinden dat een feederinvestering wordt ingebed in een breder advies- en controlekader.

### ***Wat is een fund-of-funds?***

Een fund-of-funds (**FoF**) werkt anders. Een FoF is geen doorgeefluik naar één master, maar een actief beheerde portefeuille van meerdere onderliggende private-equityfondsen. In plaats van rechtstreeks in vijf à tien individuele fondsen te tekenen, beleg je in één FoF dat die selectie voor jou maakt.

Een FoF voegt een extra laag professionalisering toe:

- selectie van fondsen (**primaries**, secondaries, co-investments),
- spreiding over regio's (Europa, VS, Azië),
- spreiding over segmenten (mid-market, large-cap, sectorfondsen),
- spreiding over vintages (bijvoorbeeld drie opeenvolgende kalenderjaren).

Voor veel vermogende families is een FoF aantrekkelijk omdat het operationele werk wordt uitbesteed:

- de FoF-beheerder volgt tientallen onderliggende fondsen op en rapporteert deze consistent aan de investeerder,
- alle capital calls en distributions worden centraal beheerd, vergezeld van een fiscaal noodzakelijke rapportage,
- **pricing** en herinvesteringen over meerdere jaren zitten meestal in het mandaat ingebouwd.

In België heb je bijvoorbeeld spelers als Integra en Top Tier Access, die FoF-vehikels bouwen met een mix van internationale buy-out- en co-investeringsstrategieën, vaak in samenwerking met lokale family offices.

De protagonist-beleggingsfondsen passen in diezelfde logica: een fund-of-funds-benadering met institutionele spreiding, maar toegankelijk gemaakt voor vermogende ondernemers, families en hun vennootschappen.

### ***Wanneer kies je wat?***

#### *1. Feederfondsen –*

*voor de investeerder met eigen stuurkracht*

Een feederfonds is vooral logisch wanneer:

- je zeer gericht toegang wil tot een bepaald topfonds of een specifieke strategie,
- je via lokale structuren (bijvoorbeeld een Belgische privak) fiscaal en juridisch wil optimaliseren,
- je zelf – of via een family office/adviseur – voldoende capaciteit hebt om capital calls, cashplanning en totale allocatie op te volgen.

In de praktijk zie je dat vooral grote vermogens en professionele adviseurs meerdere feeders inzetten als bouwstenen, en daarboven een eigen allocatie- en cashflowplan leggen.

## 2. Fund-of-funds – voor wie ontzorging en brede spreiding verkiest

Een FoF is logischer wanneer:

- je ontzorgd wil worden in sourcing, selectie, monitoring en cashflowbeheer,
- je in één beweging een brede spreiding wil (meerdere fondsen, regio's, segmenten, vintages),
- je geen intern team hebt dat alle individuele fondsen kan analyseren en opvolgen.

FoF-beheerders bouwen in feite een 'institutionele allocatie' voor cliënten die zelf geen pensioenfonds of verzekeraar zijn, maar wél diezelfde kwaliteit en spreiding wensen.

## 3. Kosten en efficiëntie

Beide structuren brengen een extra kostenlaag met zich mee:

- bij een feeder betaalt de investeerder de kosten van het onderliggende masterfonds, aangevuld met een beperkte beheersvergoeding van de feederstructuur. Die aanvullende vergoeding schommelt doorgaans tussen 0,5% en 1,2% per jaar en wordt meestal berekend op basis van de netto-inventariswaarde (NAV) of het effectief geïnvesteerde kapitaal in het onderliggende fonds.
- bij een FoF betaal je net zoals bij de feeder, een gelijkaardige management fee en mogelijks nog een bijkomende carry in functie van het rendement van het FoF. De management fees bij een FoF worden tijdens de investeringsperiode van het fonds meestal aangerekend op het gecommitteerde kapitaal, na de investeringsperiode op het gecommitteerde kapitaal verminderd met de reeds gemaakte distributies.
- Die extra kosten hebben alleen zin als ze toegevoegde waarde opleveren: betere selectie, toegang tot anders onbereikbare fondsen, professionelere spreiding, en efficiëntere cashflowplanning. In de publieke markten ben ik doorgaans geen fan van fund-of-funds, omdat investeerders rechtstreeks toegang hebben

tot kwalitatieve fondsen. Binnen private equity maakt een goede FoF exact het verschil tussen een opportunistische verzameling fondsen en een coherente, goed gespreide allocatie met best in class beheerders.

Voor financiële instellingen is het aanbieden van private equity aantrekkelijk omdat de inkomsten vaak voor meerdere jaren vastliggen. Daar staat tegenover dat deze investeringen operationeel meer werk vergen, onder meer door de opvolging van capital calls, rapportering en cashflowplanning, wat een meer actieve en betrokken begeleiding van hen vraagt.

De protagonist weet dat het analyseren van de kostenstructuur van private-equityfondsen zinloos is wanneer men zich beperkt tot het vergelijken van de beheersvergoeding alleen. Een ogenschijnlijk voordelig fonds kan in de praktijk duurder uitvallen dan een alternatief met een hogere management fee. Fondsen dragen immers ook vaste kosten voor onder meer audit, fiscaal advies, notariële aktes, rapportering en administratieve ondersteuning. Grotere fondsen kunnen deze vaste kosten spreiden over een hogere AUM, waardoor hun relatieve impact afneemt.

Daarbovenop verschillen fondsen sterk in hoe zij operationele en commerciële kosten aanrekenen. Sommige General Partners financieren marketing, onboarding van investeerders, distributie, jaarlijkse investeerdersvergaderingen en verplaatsingskosten volledig vanuit de management fee. Andere factureren deze kosten dan weer afzonderlijk en rechtstreeks aan het fonds, waardoor de headline fee lager oogt, maar de totale kost voor de investeerder hoger kan uitvallen.

Ook de aard van de dienstverlening speelt een rol. Bepaalde beheerders beperken zich strikt tot fondsbeheer, terwijl andere bijkomende diensten zoals vermogensplanning, aanbieden zonder bijkomende kost. Die verschillen zijn zelden zichtbaar in een fee-tabel, maar wel bepalend voor de uiteindelijke waarde die een investeerder geniet.

## Afsluiting

–

### zeven wegen naar waarde

Van de garage tot het hoofdkantoor, van heropstanding tot de rotatie van kapitaal – alle strategieën delen één kern: actief eigenaarschap op lange termijn. Private equity is geen industrie van cijfers, maar een verhaal van karakter.

De protagonist-investeerder kiest niet tussen stijlen, hij componeert ze als een symfonie: primaries voor toegang tot exclusieve fondsen, secondaries voor ritme om zo de J-curve te verkorten, co-investments voor diversificatie, en semiliquide fondsen voor continue acceleratie.

» *‘There are many roads to value,  
but they all start with conviction.’*

# *HOOFDSTUK 7*

---

## *DE KUNST VAN PORTEFEUILLE- OPBOUW*

## *‘Structure is strategy in slow motion.’*

Sommige beleggers jagen op rendement. Anderen bouwen het. Private equity behoort tot die tweede categorie. Waar de beurs elke seconde lawaai maakt, is private equity een stille machine – een spel van ritme, discipline en geduld. Een goede portefeuille is geen toevallig geheel van fondsen, maar een architectuur van beslissingen.

### **De architectuur van een private-equityportefeuille**

Een goed opgebouwde portefeuille lijkt op een architecturaal plan: niet elk element is zichtbaar, maar alles heeft een functie. Een doordachte structuur combineert lagen, ritme en tijd. De basis ligt in spreiding – over vintages, fondstypes (zoals buy-out, growth, secondaries en co-investments) én over regio's.

Door jaarlijks nieuwe commitments aan te gaan, ontstaat een natuurlijke cyclus van capital calls en distributions. De ene golf van uitkeringen financiert de volgende golf van investeringen – een permanent vliegwiel dat rendement en liquiditeit in balans houdt.

Voor investeerders die nog geen private-equity-blootstelling hebben, is het zinvol te starten met drawdown-fondsen, eventueel via een fund-of-funds-structuur.

Zo wordt de blootstelling geleidelijk opgebouwd. In de praktijk duurt het vaak drie tot vier jaar voordat het toegezegde kapitaal volledig is opgevraagd en de portefeuille zijn beoogde gewicht bereikt.

Semiliquide fondsen kunnen hierbij een nuttige rol spelen in aanvulling op de drawdown-fondsen.

Ze laten toe om sneller een groter deel van het vermogen ‘aan het werk’ te zetten, omdat ze al bestaan uit een actieve portefeuille. Tegen de

tijd dat de drawdown-fondsen in latere jaren hun kapitaal hebben opgevraagd, is de totale exposure naar private equity structureel in evenwicht.

*‘Een private-equityportefeuille  
is als een orchidee: ze groeit  
traag, maar bloeit lang.’*

### **Diversificatie**

#### **niet te breed, wel doordacht**

Diversificatie is geen spel van aantallen, maar van dynamiek. Het doel is niet overal een beetje in te zitten, maar de juiste cashflowprofielen te combineren.

#### ***Diversificatie: waarom private equity écht anders werkt dan publieke markten***

Een van de meest voorkomende misvattingen bij beleggers die hun bedrijf verkopen, is dat ze denken voldoende te diversifiëren door hun vermogen te spreiden over verschillende grootbanken.

Iemand die vier miljoen euro ontvangt, verdeelt dat dan bijvoorbeeld in vier keer één miljoen bij drie traditionele grootbanken en een vierde private bank. Op papier lijkt dat verstandig, maar een ‘**look-through**’-analyse vertelt een heel ander verhaal.

#### ***De illusie van spreiding in publieke markten***

De meeste aandelenfondsen van grootbanken hebben een sterke correlatie met de **MSCI World** of gelijkaardige globale indexen. De top-posities zijn vrijwel overal dezelfde: Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Alphabet... Wie 1 miljoen euro bij vier banken belegt, heeft in de praktijk dus géén vier verschillende portefeuilles, maar vier keer dezelfde portee-

feuille in een andere verpakking. De schijn van diversificatie maskeert in werkelijkheid een hoge concentratie in dezelfde onderliggende bedrijven en dezelfde marktbeveging. De correlatie is zeer hoog, waardoor de risicospreiding beperkt blijft.

***Private equity:  
echte spreiding door unieke portefeuilles***

Bij private equity werkt dat fundamenteel anders. Elk private-equity-fonds bouwt zijn eigen portefeuille van private bedrijven, aangekochte deelnemingen, sectorstrategieën en waardecreatieplannen.

Het zijn geen indexfondsen, geen ETF's en geen producten die dezelfde onderliggende aandelen volgen. De kans dat twee private-equity-fondsen in exact dezelfde bedrijven investeren, is nagenoeg onbestaande.

Zelfs wanneer twee fondsen in dezelfde sector actief zijn, verschillen de timing van aankopen, de waarderingen, de specifieke bedrijven, de geografie, de manier waarop waarde wordt gecreëerd en de exitstrategie.

Daarom vormen twee private-equityfondsen onderling meestal een zeer krachtige en authentieke vorm van diversificatie.

***Grotere spreiding in rendementen –  
en waarom dat net waardevol is***

Omdat elk fonds unieke bedrijven bezit, zijn de verschillen in prestaties tussen private-equityfondsen ook groter dan in publieke fondsen. Het spectrum tussen de slechtst presterende en de best presterende fondsen is breder, precies omdat ze niet in dezelfde onderliggende bedrijven zitten.

Voor beleggers betekent dit twee belangrijke inzichten:

1. Diversificatie werkt beter en is noodzakelijk in private equity, omdat fondsen echt niet hetzelfde aanhouden.
2. Selectie is belangrijker, omdat de verschillen tussen fondsen groter zijn dan in publieke markten.

In tegenstelling tot publieke beleggingsfondsen is private equity geen commoditeit. Het is een wereld van unieke portefeuilles, unieke strategieën en unieke teams. In de wereld van beurgenoteerde aandelen-

fondsen zijn wij normaal gezien geen fan van fund-of-funds, in tegenstelling tot de private wereld, waar deze fund-of-funds volgens ons zeer waardevol zijn.

***Waarom dit relevant is  
voor ondernemers die cashen***

Voor veel ondernemers die hun bedrijf verkopen, is het cruciaal dat hun vermogen gediversifieerd wordt buiten hun vroegere core-business.

Private equity biedt precies dat:

- exposure aan tientallen tot honderden private bedrijven,
- geen afhankelijkheid van één beursindex,
- weinig correlatie met publieke markten,
- en een betere spreiding tussen fondsen onderling.

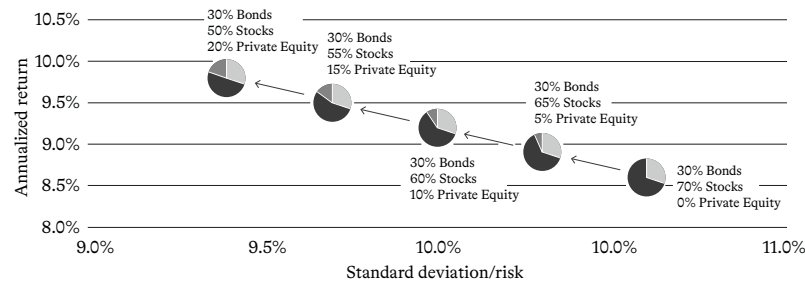
Een robuuste private-equityportefeuille verdeelt kapitaal over drie assen:

- geografisch: Europa, Noord-Amerika, Azië;
- qua grootte: mid-market, large-cap;
- qua strategie: primaries, secondaries en co-investments.

Buy-outfondsen nemen daarin doorgaans het zwaartepunt in – ze vertegenwoordigen wereldwijd het grootste beheerde vermogen (AUM) en combineren een aantrekkelijk risico-rendementprofiel met een consistent historisch trackrecord.

Tien zorgvuldig gekozen fondsen, gespreid over vijf vintages, volstaan vaak om institutionele spreiding te benaderen. Meer kan zelfs contraproductief zijn: te veel fondsen leidt tot verwatering van kennis en focus.

**Currency-hedging** is bij private equity zelden noodzakelijk. Omdat de portefeuille geleidelijk wordt opgebouwd én afgebouwd, dempen tijd en spreiding de valutavolatiliteit vanzelf. De natuurlijke timing van investeringen en exits vormt een ingebouwde bescherming tegen wisselkoersschommelingen. De grafiek hieronder toont waarom private equity niet enkel een rendementsmotor is, maar ook een stabilisator.



Bron: Neuberger Berman 2024

Wanneer een klassieke portefeuille van 30% obligaties en 70% aandelen stap voor stap wordt aangevuld met private equity – door telkens 5% aandelen te vervangen – stijgt het verwachte rendement en daalt tegelijk het risico.

Bij 20% private equity, 50% **public equity** en 30% obligaties ligt het verwachte rendement van de globale portefeuille boven 10%, terwijl de standaardafwijking (het gemeten risico) zelfs lager is dan bij de start. Voor de volledigheid geef ik even weer dat deze cijfers gebaseerd zijn op rendementen uit het verleden en dus zeker geen garantie zijn voor de toekomst.

Het resultaat: een efficiëntere portefeuille – meer rendement per eenheid risico.

» *‘Private equity beweegt niet op kwartaalcijfers. Ze is minder gecorreleerd met de beurs, reageert niet op headlines, en bouwt waarde in stilte. Door illiquiditeit ontstaat sereniteit.’*

### ***De weg naar de fondsen – hoe connecties ontstaan in de praktijk***

Wie vandaag in contact wil komen met de internationale top van private-equityfondsen, ontdekt al snel dat deze huizen geen loket hebben waar je zomaar binnenwandelt. Toegang ontstaat via vertrouwen, en vertrouwen

ontstaat via samenwerking. In mijn eigen parcours is die kennismaking met de grote namen op verschillende manieren gegroeid.

Eerzijds werken wij al vele jaren met fondsbeheerders voor de meer liquide activaklassen – obligaties, aandelen, multi-assetfondsen – en precies diezelfde huizen hebben vaak ook een private-equitytak. Zo kom je via de publieke poort in de private wereld terecht.

Een voorbeeld: de groep Rothschild & Co, wereldwijd gekend voor haar liquide beleggingsfondsen, beheert ook de private-equitydivisie Five Arrows. Wat begon als een samenwerking binnen hun Valor-fondsen, groeide uit tot een directe relatie met hun private-equityteam. Hetzelfde geldt voor andere institutionele beheerders: via de liquide zijde van hun aanbod leer je hun private-tak kennen – en dat opent deuren die voor de meeste beleggers gesloten blijven.

Daarnaast ontstaat er ook toegang via onze cliënten. Veel van hen zijn ondernemers of HNWI die in contact komen met fondsen op het moment dat ze (een deel van) hun onderneming verkopen.

Private-equityhuizen zoals PAI Partners, Quilvest of Portobello zoeken sterke familiebedrijven met groeipotentieel, en zo ontstaan vaak natuurlijke relaties. Een verkoopgesprek wordt een partnerschap, en een partnerschap een bron van wederzijds vertrouwen. Maar niets vervangt het persoonlijke contact. Internationale conferenties en beurzen spelen daarin een sleutelrol.

Beurzen zoals IPEM in Cannes en Parijs, of SuperReturn in Berlijn, brengen letterlijk de hele wereld van private equity samen – van GP’s tot institutionele investeerders.

Het zijn intensieve, maar bijzonder waardevolle evenementen waar je op één plek tientallen fondsen kunt spreken. Je plant vooraf ontmoetingen, bespreekt allocaties, toetst strategieën af en bouwt zo stap voor stap een netwerk dat verder reikt dan brochures of websites.

Deze events zijn niet goedkoop, maar hun waarde is meetbaar in relaties, inzichten en toekomstige samenwerkingen. In die zin is private equity, zelfs in zijn meest internationale vorm, nog steeds een people-business. Geld mag dan globaal zijn – vertrouwen blijft lokaal.

*‘In de wereld van private equity is de handdruk nog altijd waardevoller dan de handtekening.’*

## De bouwstenen

### primaries, secondaries en co-investeringen

Een private-equityportefeuille is als een motor met drie cilinders: primaries, secondaries en co-investments. Elk element levert vermogen, maar in een ander tempo.

Primaries zijn de klassieke investeringen in nieuwe fondsen. Ze bieden toegang tot top-tier General Partners, maar vragen tijd – gemiddeld vijf jaar voor de eerste distributions.

Wij verkiezen meestal te investeren in primaries-fondsen waarin wij allocatie krijgen, en bij voorkeur pas bij de **final close**. Op dat moment zijn de eerste investeringen vaak al gedaan, er is zicht op eventuele waarderingssuplifts, en we kunnen daardoor sneller kapitaal activeren met meer informatie over de kwaliteit van de portefeuille. De prijs die we moeten betalen om later deel te nemen aan het feestje, noemt de **equalisation fee**. Deze intrest betaal je aan de bestaande investeerders in het fonds, zodat zij gecompenseerd worden als first mover.

Secondaries zijn participaties in reeds bestaande fondsen. Ze verkorten de J-curve, versnellen kasstromen en verlagen het initiële risico.

Co-investeringen geven investeerders directe deelname aan specifieke transacties, vaak zonder bijkomende kostenlaag. Fondsen met co-investments hebben vaak een bredere spreiding, omdat ze kunnen ‘meesurfen’ op transacties die door andere GP’s worden gesourced. Ze vergroten de diversiteit en bieden extra exposure zonder extra fondsen kostenlaag.

De optimale portefeuille combineert deze drie lagen zodat er een evenwicht ontstaat tussen maturiteit, rendement en liquiditeit. Zoals in een orkest moet elk instrument juist worden ingezet; te veel violen verstoren het ritme.

## De tijdsdimensie

### commitment pacing en cashflowbeheer

Private equity draait om ritme, niet om snelheid. De grootste fout die een belegger kan maken, is zijn volledige kapitaal in één keer willen investeren. Een fonds vraagt het geld immers niet onmiddellijk op: het investeert stap voor stap, naarmate kansen zich aandienen.

Wie dat tempo probeert te forceren, riskeert óf een te grote cashpositie die niets opbrengt, óf een liquiditeitsklem wanneer meerdere fondsen tegelijk kapitaal oproepen.

Daarom spreken we over **commitment pacing** – het kunstmatig maar bewust doseren van toezeggingen (*commitments*) over de tijd, zodat de totale blootstelling aan private equity gestaag toeneemt zonder de liquiditeitsreserve in gevaar te brengen. Een goed pacing-plan is de ruggengraat van een stabiele portefeuille. Het houdt rekening met het feit dat private-equityfondsen kapitaal slechts geleidelijk opvragen via capital calls en winsten pas jaren later terugbetalen via distributions. Tussen die twee stromen ligt het kloppend hart van de J-curve. Wie als investeerder zijn beoogde private-equityblootstelling wil opbouwen, moet dus vooruitkijken in ritmes, niet in bedragen. Institutionele spelers spreken dan over een commitmentprogramma: een meerjarenplan dat jaarlijks nieuwe fondsen toevoegt zodat het geheel zichzelf in stand houdt.

### *Een voorbeeld van pacing in de praktijk*

Stel een investeerder die op termijn 10 miljoen euro aan private equity wil blootstellen via closed-end fondsen. Niet in één beweging, maar met aandacht voor ritme en timing. Hij kiest bewust voor jaarlijkse commit-

ments, telkens in nieuwe vintages. In de eerste vijf jaar nemen zijn out-of-pocket betalingen geleidelijk toe. Het kapitaal wordt stap voor stap aan het werk gezet, in een tempo dat zijn liquide activa kunnen dragen. Daarna zijn nog enkele jaren nodig voordat het doelbedrag ook effectief is geïnvesteerd, terwijl de out-of-pocket blootstelling al begint te dalen. De protagonist weet dat private-equityfondsen doorgaans vijf jaar investeren en een totale looptijd hebben van negen tot dertien jaar. Door zijn commitments systematisch over tien jaar te spreiden, vermijdt hij concentratierisico en bouwt hij gecontroleerd een evenwichtige portefeuille op.

Jaar	Nieuwe commitments	Cumul. commitments	Capital call	Total called	Saldo te storten	Total Distributions	Out-of-pocket
1	€ 2.000.000	€ 2.000.000	€ 300.000	€ 300.000	€ 1.700.000	—	€ 300.000
2	€ 2.000.000	€ 4.000.000	€ 750.000	€ 1.050.000	€ 2.950.000	—	€ 1.050.000
3	€ 2.000.000	€ 6.000.000	€ 1.113.750	€ 2.163.750	€ 3.836.250	€ 300.000	€ 1.863.750
4	€ 2.000.000	€ 8.000.000	€ 1.313.156	€ 3.476.906	€ 4.523.094	€ 850.000	€ 2.626.906
5	€ 2.000.000	€ 10.000.000	€ 1.467.696	€ 4.944.602	€ 5.055.398	€ 1.750.000	€ 3.194.602
6	€ 1.000.000	€ 11.000.000	€ 1.362.464	€ 6.307.067	€ 4.692.933	€ 2.450.000	€ 3.857.067
7	€ 1.000.000	€ 12.000.000	€ 1.280.910	€ 7.587.977	€ 4.412.023	€ 4.250.000	€ 3.337.977
8	€ 1.000.000	€ 13.000.000	€ 1.217.705	€ 8.805.682	€ 4.194.318	€ 6.100.000	€ 2.705.682
9	€ 1.000.000	€ 14.000.000	€ 1.168.722	€ 9.974.404	€ 4.025.596	€ 8.250.000	€ 1.724.404
10	€ 1.000.000	€ 15.000.000	€ 1.130.759	€ 11.105.163	€ 3.894.837	€ 11.700.000	€ (594.837)

De negatieve netto out-of-pocket vanaf jaar tien in bovenstaande vereenvoudigde tabel geeft aan dat er cumulatief meer kapitaal werd uitgekeerd dan ooit werd gestort. In de praktijk worden de distributies opgedeeld tussen meerwaarden en terugbetalingen van kapitaal. Zo krijg je nog een beter zicht hoeveel kapitaal er effectief nog in de fondsen geïnvesteerd zit. In jaar zes bereikt bovenstaande portefeuille haar evenwichtsfase: er werd op dat ogenblik ongeveer voor zes miljoen aan kapitaal opgevraagd. Vanaf dat moment worden de jaarlijkse opvra-

gingen meer dan volledig gecompenseerd door de distributies uit de eerste fondsen. De maximale netto kapitaal inzet blijft daarbij beperkt: op geen enkel moment bedraagt de effectieve out-of-pocket blootstelling meer dan 4 miljoen euro. Zo ontstaat er een zelfregulerende cyclus: de uitkeringen van oudere vintages financieren de nieuwe commitments.

Professionele investeerders versnellen die fase vaak door te werken met een over-commitment-ratio van 120 à 130%. Afhankelijk van de gewenste nettoblootstelling. Ze verbinden zich dus tot meer dan hun actuele liquiditeit, omdat ze weten dat niet alle fondsen tegelijk zullen oproepen. De ervaring leert dat deze lichte overbelofte de meest efficiënte manier is om kapitaal optimaal te laten renderen zonder overmatige cashbuffers aan te houden. Heden laten de distributies van sommige fondsen echter op zich wachten waardoor de cashflow bij sommige investeerders met over-commitments en onvoldoende liquiditeiten in stress kan komen.

Afhankelijk van het type private-equityfonds gaan we ook nog een inschatting maken van het maximaal bedrag dat effectief door de GP zal opgevraagd worden. Bij venture capital fondsen zal er vaak in de praktijk niet meer dan 85% van het gecommitteerde kapitaal effectief opgevraagd worden.

Het beheer van een fund-of-fund of professionele uitgebalanceerde private-equityportefeuille gebeurt meestal met een **PMS (Portfolio Management System)**, hier wordt er per fonds een worst-base-best case scenario gemoduleerd tot een globale portefeuille wat een meer realistische inschatting kan geven op de cashflowprojecties in de toekomst.

### *Cashflowbeheer als strategisch instrument*

In een wereld waar liquiditeit soms als veiligheid wordt gezien, is het bij private equity net omgekeerd: te veel cash betekent gemiste kansen. Cashflowbeheer is daarom geen administratieve taak, maar een strategisch proces. Het vergt inzicht in de verwachte capital calls per fonds, de timing van distributions, en de onderlinge correlatie tussen vintages.

Een goed pacing-plan anticipeert niet enkel op rendement, maar op continuïteit. Het zorgt ervoor dat er nooit te veel cash nutteloos stil-

staat, maar ook nooit te weinig om een oproep te beantwoorden. In de praktijk helpt het Portfolio Management System (PMS) de professionele LP. Deze softwaresystemen helpen bij het voorspellen van toekomstige kasstromen op basis van historische patronen van vergelijkbare fondsen. Dat maakt de liquiditeitsplanning meetbaar en beheersbaar.

Een zorgvuldig opgebouwde pacing is dus niet alleen de technische klok van een portefeuille, maar ook de mentale rustgever van de investeerder. Wie weet dat zijn kapitaal in het juiste ritme beweegt, hoeft niet meer dagelijks te controleren wat de markt doet. Het proces werkt verder in stilte – met de precisie van een metronoom en de gratie van tijd.

» *‘Wie de tijd beheerst, beheerst het rendement.’*

## Risicobeheer en vertrouwen

Risico verdwijnt niet in private equity, maar wordt omgezet in structuur. Selectie, rapportering en toezicht vormen de drie pijlers van vertrouwen. De professionalisering van de sector heeft geleid tot een ecosysteem van gespecialiseerde service providers:

AIFM's die toezicht en governance waarborgen, auditors die waarдерingen en rekeningen certificeren, en portfolio management-systemen (PMS) die cashflows, rapporten en performancemetingen beheren. Deze infrastructuur vormt het ruggengraatnetwerk van de moderne private-equity-industrie. Een gereguleerde omgeving en een professionele aanpak creëren extra zekerheid voor investeerders. Vertrouwen is geen accessoire in private equity – het is een activa.

» *‘Vertrouwen is de rente op discipline.’*

## Van allocatie naar doelstelling

Een goede allocatie begint niet bij cijfers, maar bij inzicht in de rol die private equity binnen het totaalvermogen moet spelen. Vertrekken vanuit een financieel plan, waarbij het huidige vermogen in kaart gebracht wordt en vervolgens doelstellingen bepaald worden. Private equity fonds investeringen mogen immers niet het doel op zich zijn, maar wel een middel om de beleggingsdoelstellingen van de investeerder te behalen.

Is het de groeimotor, de diversificator, of de stabiliserende component? De invulling daarvan bepaalt hoeveel, hoelang en via welke structuren men investeert. Voor de startende investeerder zou de nadruk moeten liggen op fondsen met bewezen trackrecords, stabiele investment teams en consistente uitvoering over meerdere cycli.

De beste GP's zijn geen sterren, maar architecten van voorspelbaarheid – zij die weten dat waardecreatie een proces is, geen event. Een evenwichtige allocatie koppelt rendement aan voorspelbaarheid, risico aan tijd en structuur aan karakter. De ideale portefeuille is diegene die de belegger toelaat zijn strategie te volgen, ongeacht de marktrisico's.

» *‘De perfecte portefeuille is niet degene die de hoogste return haalt, maar degene die trouw blijft aan zijn doel.’*

## De kunst van fondsselectie

### hoe herken je een meester?

Private equity is geen industrie van sensatie, maar van discipline. Een portefeuille weerspiegelt het karakter van zijn eigenaar: geduld, focus, en de bereidheid om waarde te laten rijpen.

De kracht van een goede portefeuille zit niet enkel in de fondsen die hij bevat, maar in de principes die hem sturen – regelmaat, spreiding, transparantie en consistentie.

» *‘In private equity kun je niet zomaar instappen en weer uitstappen. Je kiest een partner voor tien jaar. Kies verkeerd, en je zit vast in een huwelijk zonder liefde.’*

### ***De vraag die niemand stelt***

Wanneer ondernemers of families mij voor het eerst aanspreken over private equity, verwachten ze meestal dat het gesprek snel richting rendement gaat. IRR, MOIC, de J-curve, en verhalen over iemand die ‘het uitzonderlijk goed heeft gedaan met een bepaald fonds’... Toch begin ik bijna altijd met een andere vraag: ‘Hoe goed kent u de mensen aan wie u uw kapitaal toevertrouwt?’ Die vraag verrast, omdat we in de publieke markten geleerd hebben om de beheerder te negeren. Een ETF vraagt geen karakterstudie. Een General Partner (GP) wel. In private equity koop je geen markt, je koopt een team. Hun oordeel, hun discipline, hun omgang met tegenslag. En belangrijker nog: hun gedrag wanneer niemand meekijkt. Dat maakt fondsselectie tot een van de meest onderschatte disciplines binnen vermogensbeheer. Niet omdat ze technisch zo complex is, maar omdat ze menselijk is.

### ***Een concreet dossier: Five Arrows als spiegel***

Om dit tastbaar te maken, neem ik één fonds als leidraad: het Europese mid-market buy-outfonds van Five Arrows, de private-equitytak van Rothschild & Co. Niet omdat dit ‘het beste fonds’ zou zijn, maar omdat het een goed voorbeeld is van hoe een degelijk huis zich laat lezen – voorbij het verhaal, richting structuur. Wanneer zo’n dossier op onze tafel belandt, spreken wij bewust van confirmatory due diligence. Dat betekent: het fonds is al geselecteerd op hoofdlijnen. De strategie past. De reputatie klopt. Het team is bekend. Maar nu testen we of dat vertrouwen ook overeind blijft wanneer we dieper graven.

De kernvraag blijft steeds dezelfde: Kunnen wij met een gerust geweten het kapitaal van onze cliënten tien jaar lang toevertrouwen aan dit team?

### ***Laag 1 – strategie: wat bouwen ze écht?***

Elk fonds heeft een narratief. De kunst is om dat narratief te reduceren tot zijn essentie. Bij Five Arrows is die essentie helder: mid-market buy-outs met focus in Europa, met controle, actieve governance en uitgesproken toewijding richting operationele waardecreatie. Geen jacht op megadeals, geen afhankelijkheid van financiële engineering, maar werken in een segment waar nabijheid tot het management en ondernemerschap nog het verschil maakt.

Onze conclusie op strategisch vlak was positief, precies omdat het Value Creation Plan (VCP) niet abstract blijft. Digitalisering, professionalisering van management, internationale expansie en selectieve buy-and-build zijn geen marketingtermen, maar terugkerende patronen. Het fonds rekent niet op multiple-expansie als primaire rendementsbron. Dat maakt de strategie robuuster over cycli heen.

Waar we altijd scherp op zijn, is vaagheid. Een fonds dat zijn waardecreatie niet kan uitleggen zonder slides, heeft zijn huiswerk niet gemaakt. In dat opzicht scoorde Five Arrows precies door soberheid: weinig beloftes, veel proces.

### ***Laag 2 – team: wie draagt het gewicht?***

Track record is onmisbaar, maar nooit doorslaggevend op zich. IRR en MOIC zeggen iets over het verleden, niets over de toekomst, tenzij je begrijpt wie die cijfers heeft gerealiseerd.

Tijdens onze analyse viel het historisch trackrecord van Five Arrows duidelijk op. De voorgaande mid-marketfondsen realiseerden een IRR die structureel boven 20% lag bij de volledig gerealiseerde fondsen, gecombineerd met een MOIC van meer dan 2x. Dat zijn cijfers die niet voortkomen uit één uitzonderlijke exit, maar uit een consistente reeks transacties over meerdere fondsvintages heen.

Wat daarbij minstens even belangrijk is, is de timing van de waardecreatie. Bij Five Arrows komt de DPI doorgaans later op gang dan bij sommige meer opportunistische fondsen. Dat is geen toeval, maar een bewuste keuze. Het fonds neemt expliciet de tijd om operationele verbeteringen, strategische positionering en buy-&-buildtrajecten volle-

dig te laten renderen alvorens tot exit over te gaan. Waarde wordt eerst gebouwd, pas daarna gerealiseerd.

Die discipline begint al vóór de aankoop van een target. Five Arrows vertrekt niet vanuit individuele opportuniteiten, maar vanuit een duidelijke sectorselectie. Sectoren met een structurele groeidynamiek en een **economic moat**, terugkerende inkomsten, regulatoire bescherming, schaalvoordelen of hoge switching costs, komen in aanmerking. Pas wanneer die contouren scherp zijn, wordt gezocht naar het juiste platformbedrijf.

Een illustratief voorbeeld daarvan is de Belgische groep van verzekeringsmakelaars Hillewaere, waar Five Arrows als aandeelhouder een doordachte en gefaseerde buy-&-buildstrategie ondersteunt. De verzekeringsmakelaardij combineert schaalvoordelen, klantentrouw en regelgeving, precies het type omgeving waarin langetermijnwaardecreatie kan worden opgebouwd. Multiple-expansie bij een latere exit wordt dan de kers op de taart.

Voor ons was dit een belangrijk gegeven: niet alleen weten wat het rendement is, maar ook hoe en wanneer het wordt gerealiseerd. Dat onderscheidt fondsen die snel willen scoren van fondsen die bereid zijn om waarde te laten rijpen. Bij Five Arrows was onze vaststelling dat het rendement niet gedragen wordt door een of twee uitzonderlijke deals, maar door een brede set transacties. De loss ratio blijft uiterst beperkt, en belangrijker: verliezen worden benoemd en geanalyseerd, niet gemaskeerd. Wat voor ons zwaarder weegt, is teamcontinuïteit. In het mid-market segment is het netwerk van partners, operationele profielen en sector kennis vaak persoonsgebonden.

Onze conclusie hier was geruststellend: de kernpartners werken al lang samen, beslissingsmacht is gespreid, en opvolging is geen bijzaak maar onderdeel van de cultuur. Het is precies daar dat veel fondsen kwetsbaar zijn: sterke oprichters zonder duidelijke overdracht. Dat risico zagen wij hier minder uitgesproken.

### *Laag 3 – governance: discipline boven ego*

Een fonds leeft of sterft bij zijn governance. Niet wanneer alles goed gaat, maar wanneer het tegenzit. Bij Five Arrows viel op hoe gestructureerd het Investment Committee functioneert. Beslissingen zijn collectief, met ingebouwde tegenspraak. Geen cultus rond één ‘deal maker’, geen shortcuts om snelheid te winnen ten koste van discipline.

Ook de rol van investeerders via de LPAC is duidelijk omljnd. Conflicten, afwijkingen en uitzonderingen worden niet informeel opgelost, maar expliciet voorgelegd. Dat wijst op een volwassen relatie met LP's: niet als geldschietters, maar als partners. Deze zorgzame governance zijn wij gewoon vanuit de traditionele private banking wereld. Aangezien Five Arrows een onderdeel is van de R-Co brand, waaronder ook de traditionele beursvolgende fondsen hangen, was het hier zoals meestal bij de hybride fondsenhuizen, dik in orde. Zelf werken wij al 17 jaar naar grote tevredenheid met hun fondsen, de contacten met de beheerders, investment professionals en governance-structuren zijn consequent professioneel, transparant en consistent gebleken, zowel in rustige markten als in stressmomenten.

Onze conclusie is eenvoudig: goede governance vertraagt soms, maar beschermt altijd. En bescherming is in private equity een vorm van rendement.

### *Laag 4 – economische voorwaarden: alignment of interests*

Terms zijn geen detail, ze zijn de juridische vertaling van intentie. Bij Five Arrows zagen we een klassieke maar evenwichtige structuur: een marktconforme management fee, geen buitensporige kosten die het rendement uithollen, en een duidelijke focus op fondsresultaat. De carried interest (carry) is gekoppeld aan een hurdle rate, waardoor rendement eerst naar de investeerders vloeit. Belangrijker nog: de GP commitment is substantieel. Dit is geen symbolisch percentage, maar kapitaal dat voelbaar mee op het spel staat. Voor ons blijft dat een van de sterkste signalen van ernst. In dit geval investeert de familie Rothschild per fonds

20% tot 25% mee met eigen middelen naast dat van haar cliënten, dit geeft vertrouwen en vermindert wat ons betreft de risico's.

### ***Laag 5 – waardering: vertrouwen in cijfers***

In private equity bepaalt NAV niet alleen rapportering, maar ook psychologie. Daarom kijken wij uiterst kritisch naar waarderingmethodiek. Five Arrows volgt de IPEV-richtlijnen strikt, met periodieke herwaardering en externe toetsing. Er is aandacht voor NAV Lag, geen poging om realiteit te verdoezelen met cosmetische stabiliteit. Dat lijkt banaal, maar het is zeldzaam in moeilijke markten.

Onze conclusie hier: waardering is geen creatief proces. Een fonds dat voorzichtig waardeert, koopt vertrouwen. En vertrouwen is op lange termijn waardevoller dan een paar basispunten extra op papier.

### ***Laag 6 – structuur: complex mag, onduidelijk niet***

De juridische structuur van een fonds mag complex zijn, zolang ze begrijpelijk is. Bij Five Arrows is de opzet klassiek, met duidelijke verantwoordelijkheden en transparante kapitaalstromen: een gecommiteerd kapitaal gevolgd door capital calls. We zien geen exotische constructies, geen overmatig gebruik van zijvehikels of continuation funds zonder duidelijke rationale. Dat geeft rust. Eenvoud wijst vaak op discipline.

### ***Synthese: van analyse naar overtuiging***

Na weken van lezen, spreken en toetsen, blijft uiteindelijk één vraag over: Geloven wij dat dit team, met deze strategie en onder deze voorwaarden, in staat is om tien jaar lang consistent waarde te creëren?

In het geval van Five Arrows was het antwoord geen enthousiaste sprong, maar een rustige bevestiging. En dat is vaak het beste teken. Goede fondsen hoeven niet te overtuigen; ze moeten standhouden onder druk.

### ***Slot – Meesters herken je aan rust***

Alles wat hierboven staat, kan gelezen worden als een methodiek. En dat is het ook. Maar de essentie van fondsselectie zit niet in de stappen, maar in het oordeel. Soms klopt alles op papier, maar niet in gevoel. Soms ontbreekt er een vinkje, maar straalt het team integriteit en discipline uit. Private equity blijft een mensenvak. De cijfers helpen. De structuren beschermen. Maar uiteindelijk vertrouwt je mensen. En precies daarin schuilt de kunst van fondsselectie.

***‘Due diligence is geen wantrouwen. Het is respect – voor het kapitaal dat je beheert, voor de cliënten die je vertrouwen, en voor het vak dat je beoefent.’***

## **De psychologie van de LP**

### **emoties beïnvloeden het kapitaalbeheer**

Deze vijf woorden scheiden de protagonist van de figurant. In tegenstelling tot publieke markten, waar je elke seconde kunt kopen en verkopen, is een commitment aan een PE-fonds een eenrichtingsstraat. Je stapt in, en de enige uitgang is wachten – of verkopen op de secondary markt tegen een korting die je nog jaren zal achtervolgen.

Dit hoofdstuk gaat niet over rendement of IRR. Het gaat over iets fundamenteelers: de psychologie van het vasthouden wanneer alles in je schreeuwt om los te laten. En het gaat over wat de protagonist anders doet – de slimme LP die begrijpt dat private equity niet alleen een financiële test is, maar een karakterproef.

*‘You can only sell once.’*

— *Stephen Schwarzman (Blackstone)*

### ***De anatomie van stille jaren***

Een typisch PE-fonds heeft een looptijd van tien tot twaalf jaar. De eerste drie tot vijf jaar – de investment period – worden gekenmerkt door capital calls, dalende NAV's, en radiostilte. Dit is de fase die investeerders het vaakst onderschatten.

Stel je voor: je hebt 500.000 euro gecommiteerd aan een buy-out-fonds. In jaar één wordt 150.000 euro opgevraagd. Je ontvangt een kwartaalrapport van acht pagina's vol jargon, met een NAV die 8% lager staat dan je inleg. In jaar twee: nog een capital call van 120.000 euro, en weer een rapport. De NAV krabbelt terug naar -3%. Geen distributies. Geen exits. Niets concreets. Dit is de J-curve in actie – maar op papier begrijpen en emotioneel doorleven zijn twee verschillende dingen.

### ***Wat doet de gemiddelde LP?***

De meeste investeerders ervaren in deze fase een combinatie van:

1. Cognitieve dissonantie: Ze hebben een rationele beslissing genomen op basis van due diligence, track records en marktanalyse. Maar hun emotionele brein ziet alleen rode cijfers.
2. Vergelijkingsstress: Terwijl hun PE-allocatie 'onderpresteert', stijgt de S&P 500 met 15%. Hun buurman vertelt enthousiast over zijn Tesla-aandelen. Ze vragen zich af of ze een fout hebben gemaakt.
3. Illusie van controle: In publieke markten kun je handelen. In PE kun je alleen wachten. Die machteloosheid is voor veel investeerders moeilijker te verdragen dan een daadwerkelijk verlies.

### ***Wat doet de protagonist?***

De slimme LP weet dit alles voordat hij investeert. Hij heeft de J-curve niet alleen begrepen, maar geïnternaliseerd. Hij weet dat de eerste jaren er precies zo uit zullen zien – en hij heeft zich mentaal voorbereid.

Concreet:

- Hij heeft zijn liquiditeitsbuffer zo ingericht dat capital calls nooit ongelegen komen.
- Hij leest de kwartaalrapporten niet om zich zorgen te maken, maar om te leren – welke sectoren presteren, welke portfoliobedrijven groeien, hoe de GP opereert.
- Hij vergelijkt zijn PE-portefeuille nooit met de S&P 500 op kwartaalbasis. Dat is appels met peren vergelijken. Hij vergelijkt alleen over volledige cycli, en alleen met relevante PE-benchmarks.

» *‘Private equity is geen investering. Het is een huwelijk.*

*De protagonist begrijpt dat je niet kunt scheiden wanneer het even tegenzit – en hij trouwt alleen met partners die hij tien jaar kan verdragen.’*

### ***De verleiding van de secondary markt***

En dan komt de verleiding. Je ontvangt een telefoontje, of tegenwoordig vaker een LinkedIn-bericht, van een secondary broker. Hij heeft een koper gevonden voor je positie. Ja, het is tegen 85% van NAV, maar je krijgt liquiditeit. Je kunt het geld heralloceren naar iets 'beters'. Je kunt de onzekerheid achter je laten. Dit is het moment waarop figuranten de grootste fout van hun carrière maken.

### ***De wiskunde van verkopen met korting***

Laten we de cijfers doorrekenen. Je hebt 500.000 euro gecommiteerd, waarvan 400.000 euro is opgevraagd. De huidige NAV is 450.000 euro. Een secondary koper biedt 85% van NAV – dat is 382.500 euro.

De figurant verkoopt, en voelt opluchting. De onzekerheid is weg.

Drie jaar later publiceert het fonds zijn finale resultaten: 2,1x MOIC, net IRR van 18%. Die oorspronkelijke commitment zou 1.050.000 euro waard zijn geweest. In plaats daarvan ontving de verkoper 382.500 euro – en de koper die zijn positie overnam, realiseerde een rendement van 175% in drie jaar.

Dit is geen hypothetisch scenario. Het is wat er gebeurde met tientallen LP's die tijdens de financiële crisis van 2008-2009 hun posities verkochten. De mediaan-korting op LP-posities bereikte 30% tot 40%. Sommige venture-capital-posities gingen voor 60% tot 70% korting van de hand. De kopers – secondary fondsen als Lexington Partners, Ardian, en Collier Capital – behaalden recordrendementen.

### *Wat doet de protagonist?*

De protagonist herkent de secondary-verleiding voor wat het is: een transfer van waarde van geduldige naar ongeduldige investeerders. Hij weet dat secondary-kopers niet aan liefdadigheid doen – ze kopen omdat ze verwachten geld te verdienen. Elke korting die hij accepteert, is iemand anders' winst.

Zijn regels:

1. Nooit verkopen vanuit emotie. Als hij de impuls voelt om te verkopen, wacht hij 48 uur. Hij belt zijn adviseur. Hij herleest zijn oorspronkelijke investeringsthesis. In 90% van de gevallen verdwijnt de impuls.
2. Alleen verkopen vanuit strategie. Er zijn legitieme redenen om te verkopen:
  - Herbalancering: Zijn PE-allocatie is door illiquiditeit gegroeid tot 25% van zijn portefeuille, terwijl zijn beleid 15% voorschrijft.
  - Liquiditeitsnood: Hij heeft het geld nodig voor een bedrijfs-overname, een scheiding, of een andere levensfase.
  - Portefeuilleoptimalisatie: Hij wil oude fondsen (10+ jaar) opruimen om **line-item proliferatie** tegen te gaan.

3. Het verschil kennen. Structurele redenen zijn rationeel. Emotionele reacties zijn kostbaar. De protagonist verkoopt alleen op zijn eigen voorwaarden – nooit op die van de markt.

### *Family dynamics – de protagonist bouwt een dynastie*

Voor family offices speelt nog een andere dimensie: de overdracht naar de volgende generatie. Hier onderscheidt de protagonist zich het duidelijkst.

Onderzoek van Deloitte Private toont dat 70% van vermogende families hun rijkdom verliest tegen de tweede generatie, en 90% tegen de derde. Een van de belangrijkste oorzaken? Onvoldoende financiële educatie – specifiek over illiquide, complexe beleggingscategorieën zoals private equity.

### *Het probleem van de figurant*

De gemiddelde vermogensbezitter behandelt PE-educatie als een afterthought. De NextGen – de kinderen en kleinkinderen – groeit op met een heel ander referentiekader:

- Ze zijn gewend aan instant gratification: beleggingsapps zoals Robinhood, investeringen in crypto en meme-stocks.
- Ze hebben nooit een volledige marktcyclus meegemaakt.
- Ze begrijpen niet waarom 2 miljoen euro 'vastzit' in iets wat ze niet kunnen verkopen.

Wanneer de patriarch of matriarch overlijdt, erven ze een portefeuille met twintig PE-fondsen, een gemiddelde resterende looptijd van zes jaar, en 3 miljoen euro aan uitstaande unfunded commitments. Zonder context voelt dit als een last, niet als een kans.

### *De protagonist-aanpak*

De ervaren LP begrijpt dat vermogen overdragen eenvoudig is, maar wijsheid overdragen een generatie kost. Hij integreert NextGen-educatie

als een formeel onderdeel van zijn governance – niet als een nice-to-have, maar als een strategische prioriteit.

Zijn playbook:

1. Vroege betrokkenheid: Vanaf hun twintigste draaien zijn kinderen mee in LPAC-vergaderingen (als toehoorder). Ze lezen de kwartaalrapporten. Ze mogen vragen stellen – en ze worden serieus genomen.
2. Eigen allocatie: Elk familielid krijgt een kleine eigen PE-allocatie (50.000-100.000 euro) om de volledige cyclus te ervaren – van commitment tot capital call tot distributie. Niets leert beter dan eigen geld op het spel.
3. Case studies uit de familiegeschiedenis: ‘In 2009 wilden we verkopen. We deden het niet. Dit is wat er gebeurde.’ Concrete verhalen bekijken beter dan abstracte theorieën.
4. Governance-structuur: Een family investment committee waarin de NextGen formeel participeert, met duidelijke stemrechten en verantwoordelijkheden. Niet als figuranten, maar als toekomstige protagonisten.

» *Vermogen overdragen is eenvoudig.*

*Een protagonist opleiden vereist twintig jaar.*

### ***De discipline om te blijven committeren***

De grootste psychologische uitdaging komt misschien niet tijdens de holding period, maar ervoor: de discipline om te blijven committeren in moeilijke markten. Hier toont de protagonist zijn ware aard.

### ***Het bewijs voor vintage diversificatie***

Data van Cambridge Associates en Burgiss tonen consistent aan:

- LP's die alleen investeerden in de 'beste' vintages (achteraf bepaald) presteerden slechter dan LP's die consistent elk jaar committeerden.

- Het missen van de beste vintages (2001, 2002, 2009, 2010) kostte meer rendement dan het vermijden van de slechtste vintages.
- De mediaan buy-out IRR in 2000 (voor de dotcom-crash) was 11%. In 2001, 2002 en 2003: respectievelijk 25%, 40% en 47%.

De les is contra-intuïtief: de beste tijd om te investeren is wanneer het het moeilijkst voelt.

### ***Waarom figuranten falen***

Psychologisch gezien zijn mensen geprogrammeerd voor het tegenovergestelde gedrag:

- Recency bias: Ze extrapoleren de recente performance naar de toekomst. Na een slecht jaar verwachten ze meer slechte jaren.
- Loss aversion: Het verlies van 100 euro voelt twee keer zo pijnlijk als de vreugde van 100 euro winst. Dit maakt hen risicomijdend op precies het verkeerde moment.
- Social proof: Wanneer andere LP's hun commitments verlagen, voelt het 'veilig' om hetzelfde te doen. Maar de markt belooft contrarians, niet volgers.

### ***De protagonist-discipline***

De slimme LP begrijpt dat market timing in PE bijna onmogelijk is – en dat de kosten van het missen van een goede vintage hoger zijn dan de kosten van het meemaken van een slechte.

Zijn aanpak:

1. Pacing plan: Hij heeft een meerjarenplan voor commitments dat niet afhankelijk is van marktomstandigheden. €X per jaar, ongeacht de headlines.
2. Contra-cyclisch denken: Wanneer anderen zich terugtrekken, ziet hij kansen. De beste vintages voelen het slechtst – en hij weet dat.
3. De McKinsey-les: Een analyse van 500 PE-firms toonde dat de beste performers tijdens de financiële crisis degenen waren die hun **capital deployment rate** handhaafden. *There are many ways*

*to lose out in a crisis,' concludeerden de onderzoekers. 'Common ones include deploying too much capital at the peak; selling too much in a panic at or near the bottom; and, often as bad or worse, sitting nervously on the sidelines as prices resume their climb.'*

De protagonist zit niet nerveus aan de zijlijn. Hij blijft in het spel.

### ***De toolkit van de protagonist***

Hoe bouw je de psychologische weerbaarheid die nodig is voor PE-investeren? De protagonist heeft vijf concrete instrumenten:

#### ***1. Pre-commitment discipline***

Vóórdat hij investeert, legt hij zijn allocatie en pacing vast in een formeel Investment Policy Statement. Dit document is zijn anker tijdens marktstress, wanneer het te laat is om rationeel na te denken.

#### ***2. De 'krant van 2031'-test***

Bij elke beslissing stelt hij zichzelf de vraag: 'Hoe zou ik me voelen als ik over deze beslissing lees in een krant, vijf jaar later?' Dit helpt om kortetermijndenken te doorbreken. Paniekverkopen voelt nu goed, maar leest later als een blunder.

#### ***3. Automatische herbalancing***

Hij bouwt mechanismen in die emotie uit de besluitvorming halen. Bijvoorbeeld: 'Als onze PE-allocatie boven 18% komt, verkopen we de oudste posities op de secondary markt – ongeacht mijn gevoel.' Regels, geen impulsen.

#### ***4. Een trusted advisor***

De protagonist weet dat hij niet immuun is voor emotie. Hij heeft iemand die hem belt wanneer hij op het punt staat een verkeerde beslissing te nemen – en die hij de autoriteit heeft gegeven om hem tegen te spreken.

### ***5. Het langetermijngeheugen***

Hij houdt een logboek bij van zijn investeringsbeslissingen en de redenen erachter. Wanneer hij twijfelt, leest hij terug. Zijn verleden zelf was waarschijnlijk rationeler dan zijn huidige zelf.

### ***De paradox van illiquiditeit – het geheime wapen***

Hier is het inzicht dat de protagonist begrijpt en de figurant nooit zal accepteren: de illiquiditeit van private equity is geen bug, het is een feature. In publieke markten worden investeerders constant verleid om te handelen. Elke koersbeweging triggert een reactie. De gemiddelde holding period van een S&P 500-aandeel is gedaald van acht jaar in de jaren '60 naar minder dan zes maanden vandaag. Het resultaat: de gemiddelde retail-investeerder behaalt een rendement dat per jaar 2-3% lager ligt dan de index – puur door slechte timing.

PE dwingt je om stil te zitten. Je kunt niet verkopen op een slechte dag. Je kunt niet switchen naar de 'hot fund' van het moment. Je bent veroordeeld tot geduld – en geduld wordt beloond. Dit verklaart waarom institutionele investeerders zoals endowments en pensioenfondsen, die decennia kunnen wachten, consistent hogere rendementen behalen dan retail-investeerders. Het is niet (alleen) toegang tot betere managers. Het is de afwezigheid van de mogelijkheid om zichzelf te saboteren.

De protagonist omarmt deze dwang. Hij ziet illiquiditeit niet als een beperking, maar als bescherming tegen zijn eigen zwakste impulsen.

» *'De grootste vijand van de investeerder is niet de markt.*

*Het is de spiegel. PE verwijdert de spiegel.'*

### ***Een persoonlijke noot – de protagonist die bijna verkocht***

In mijn zestien jaar als family office manager heb ik tal van LP-beslissingen begeleid. De meeste waren rationeel, gedisciplineerd en winstgevend. Maar de beslissingen die me het meest zijn bijgebleven, waren de momen-

ten van bijna-verkoop – de momenten waarop een protagonist bijna een figurant werd.

2023. Een cliënt met 30% van zijn vermogen geïnvesteerd in PE-fondsen, verspreid over acht fondsen. De traditionele private banking portefeuilles waren reeds in 2022 gecorrigeerd door stijgende inflatie en geopolitieke onrust, waardoor zijn kredietlijnen op de portefeuille maximaal gebruikt werden.

De NAV van de private-equityfondsen dewelke al voorbij de J-curve waren, waren voor de eerste keer gedaald. De secondary markt bood opportunistisch een belachelijk bedrag. De cliënt belde me, stem trillend: 'Ik wil eruit. Tegen elke prijs.'

Tijdens onze meeting liepen we samen door elk fonds, elke onderliggende positie, elke manager. Vervolgens namen we met contact met de betreffende GP's van de fondsen die mogelijk zorgen baarden. We maakten een lijst met de impliciete exit-multiples als hij nu zou verkopen versus als hij zou wachten. We bespraken zijn liquiditeitsbehoefte (die nipt, maar niet in stress was) en zijn emotionele staat (die reëel was). Hij verkocht niet. Hij bleef de protagonist van zijn eigen verhaal. Drie jaar later was diezelfde portefeuille 50% meer waard. De fondsen die hij bijna had verkocht onder de NAV, leverden gemiddeld 2,4x op. Hij bedankte me niet voor een briljante investeringsstrategie. Hij bedankte me voor het tegenhouden van zijn eigen paniek. Dat is de essentie van ons beroep.

*'Als family officer zijn wij  
in de essentie verkopers  
van geduld.'*

Dat is wat een goede adviseur doet: niet enkel het vinden van de beste fondsen, maar het beschermen van protagonisten tegen het moment waarop ze figurant dreigen te worden.

### *Conclusie – de protagonist kiest zijn moment*

Private equity vraagt meer van je dan geld. Het vraagt geduld, discipline en de moed om stil te blijven wanneer alles beweegt. Je kunt maar één keer verkopen. Elke exit is definitief. Elke korting is permanent.

De protagonist begrijpt dit. Hij beheert zijn emotioneel kapitaal net zo zorgvuldig als zijn financieel kapitaal. Hij weet wanneer hij moet wachten en wanneer hij mag handelen. Hij verkoopt op zijn voorwaarden – nooit op die van de markt.

De figurant? Die koopt hoog, verkoopt laag, en concludeert dat private equity 'niet voor hem' is. Het verschil zit niet in intelligentie. Het zit in karakter.

# *HOOFDSTUK 8*

---

## *DE EUROPESE EN BELGISCHE CONTEXT*

## *‘Regelgeving is geen beperking, maar een kader waarin vertrouwen groeit.’*

De wereld van private equity lijkt op een discreet schaakspel – stil, maar uiterst gereguleerd. Wie van buitenaf kijkt, ziet een wirwar van landen, structuren en afkortingen. Wie van binnenuit kijkt, ziet een ecosysteem dat enkel functioneert dankzij het precieze evenwicht tussen vrijheid en toezicht.

Private equity leeft van ondernemerschap, maar ademt vertrouwen. En vertrouwen zonder structuur is geen deugd, maar een gok. Achter elk fonds schuilt een juridische vorm – en achter elke vorm een filosofie. De ene kiest voor flexibiliteit, de andere voor bescherming. Beide wegen leiden naar rendement, maar via een ander landschap.

### **Europa als kader**

#### **van vrijheid naar verantwoordelijkheid**

Sinds de financiële crisis van 2008 is de Europese AIFMD-richtlijn (Alternative Investment Fund Managers Directive) het fundament van alle alternatieve beleggingsfondsen.

Ze bracht orde in een wereld die tot dan grotendeels ongeregeerd was: transparantie, risicobeheer, belangenconflicten en rapportering werden verplicht.

Waar **UCITS-fondsen** de publieke markten bestrijken, reguleert AIFMD alles wat daarbuiten valt – private equity, private debt, infrastructuur, vastgoed en **hedgefondsen**.

De bedoeling is niet om ondernemerschap te beperken, maar om vertrouwen te standaardiseren en grensoverschrijdende distributie mogelijk te maken.

Binnen dat Europese kader bestaat een belangrijk onderscheid:

- **AIFM-light:** een beperkte vergunning, eenvoudiger te behalen, bedoeld voor beheerders onder bepaalde activadrempels (meestal < 500 miljoen euro zonder hefboom). Ze mogen enkel binnen het eigen land fondsen aanbieden, met beperkte rapportering.
- **Full AIFM:** een volwaardige vergunning met Europees paspoort, hogere kapitaalvereisten en strikte rapporteringsregels. Deze fondsen mogen in de hele EU worden verdeeld, maar de compliance-last is aanzienlijk groter.

Wie dus investeert, kiest indirect ook tussen twee werelden: lichte flexibiliteit of volledige bescherming.

Voor grote fondsen is die tweede optie de norm; kleinere initiatieven kiezen vaak voor de light-versie om wendbaar te blijven en kosten te besparen. Sinds 2024 kreeg dit kader een belangrijke uitbreiding via ELTIF 2.0 (European Long-Term Investment Fund). De vernieuwde verordening versoepelde de regels rond instapdrempels en liet semi-liquide structuren toe, waardoor ook particuliere beleggers gemakkelijker toegang kunnen krijgen tot langetermijnactiva. Wat begon als een product voor pensioenfondsen, evolueert nu naar een brug tussen retail en institutioneel kapitaal – zonder afbreuk te doen aan toezicht en rapportering.

Voor institutionele beleggers met een eigen team van financiële experts is directe toegang tot een niet-gereguleerd fonds perfect verantwoord – zij kunnen de due diligence intern organiseren. Maar voor de gewone HNWI's is beleggingsadvies door een financiële instelling met vergunning én toegang tot gereguleerde private-equity-oplossingen absoluut wenselijk.

» *‘Harmonisatie is geen bureaucratie – het is de taal waarin vertrouwen grensoverschrijdend wordt.’*

## België

–

### de privak als brug tussen toezicht en discretie

#### *De geboorte van een Belgisch alternatief*

In 2003 probeerde de Belgische wetgever iets ambitieus: een eigen beleggingsvehikel creëren dat kon concurreren met de Luxemburgse SICAR en de Franse FCPR. Het resultaat was de private privak (of PRICAF Privée) – een gereguleerde vennootschap ontworpen voor niet-beursgenoteerde beleggingen.

De intentie was nobel: Belgische ondernemers en families toegang geven tot private equity binnen een lokaal gereguleerd kader, zonder de complexiteit van buitenlandse structuren. Een closed-end structuur die investeert in niet-genoteerde ondernemingen, met verplichte registratie bij de FOD Financiën en rapporteringsplicht.

Een belangrijk kenmerk is de fiscale neutraliteit. Meerwaarden op aandelen zijn in principe vrijgesteld, wat ervoor zorgt dat de waardecreatie zich daar bevindt waar ze hoort: bij de investeerder. De structuur fungeert aldus als een efficiënt doorgeefluik-vehikel, zonder extra fiscale frictie op fondsniveau, zolang de wettelijke beleggingsvoorwaarden worden gerespecteerd.

Maar de realiteit van het commerciële succes was anders. De eerste versie van de privak was te rigide. Fondsen mochten geen controleparticipaties nemen in hun investeringen – een absurde beperking voor buy-outfondsen die per definitie controle zoeken. Het resultaat? Bijna niemand gebruikte het vehikel. Buitenlandse structuren bleven de standaard. In 2007 kwam versie 2.0. Beter, maar nog steeds te beperkend. De markt bleef sceptisch.

Pas in 2018, onder minister van Financiën Johan Van Overtveldt, kwam de doorbraak. De relancewet maakte fundamenteel komaf met de beperkingen: controleparticipaties werden toegelaten, de fiscale behandeling werd gestroomlijnd, en het juridisch kader werd gelijkgetrokken

met internationale standaarden. Het effect was spectaculair. Eind 2018 telde België 65 geregistreerde private privaks. Vandaag zijn het er meer dan 225 – bijna een verviervoudiging in zes jaar.

» *‘De Privak 3.0 bewees dat België wél een competitief alternatief kon bieden – als de wetgever maar luisterde naar de markt.’*

#### *Het wettelijk kader – 25.000 euro, maar met een twist*

De wetgeving rond de private privak bevat een subtiliteit die veel investeerders verrast.

De wettelijke minimale inleg is 25.000 euro. Dat staat letterlijk in de wet: wie wil participeren in een private privak moet minstens dit bedrag committeren. Op het eerste gezicht lijkt dit toegankelijk – een drempel die veel vermogende particulieren kunnen halen.

Maar er is een tweede regel die alles verandert: het 150-aanbiedingen-regime. Een private privak mag in België maximaal 150 investeerders benaderen zonder prospectusplicht. Dit is geen limiet op het aantal LP's dat uiteindelijk investeert, maar op het aantal personen dat een aanbod ontvangt. Zodra de 151ste persoon wordt benaderd, valt het fonds onder de regels voor openbare aanbidding – met bijbehorende prospectusplicht, FSMA-toezicht en administratieve lasten.

Wat betekent dit in de praktijk?

Fondsbeheerders moeten strategisch omgaan met hun 150 'slots'. Ze willen deze niet verspillen aan te veel kleine tickets die weinig kapitaal opleveren maar wel een slot innemen. Vandaar dat de meeste private privaks zich in de praktijk richten op investeringen met een minimum van 100.000 tot 250.000 euro – ruim boven het wettelijke minimum.

De logica is eenvoudig: als je slechts 150 investeerders mag benaderen, wil je dat elke LP substantieel bijdraagt aan de fondsomvang. Een fonds dat 50 miljoen euro wil ophalen met gemiddelde tickets

van 25.000 euro zou 2.000 investeerders nodig hebben – onmogelijk onder het 150-regime.

Daarnaast is het zo dat fondsen die uitsluitend professionele investeerders benaderen met een commitment van 100.000 euro of meer, onbeperkt mogen aanbieden. Het 150-regime is dan niet van toepassing.

Dit verklaart waarom de meeste private privaks in de praktijk een minimuminleg van 100.000 tot 250.000 euro hanteren – ruim boven het wettelijke minimum. Dat is een bewuste keuze om uit het 150-aanbiedingenregime te stappen en onbeperkt te kunnen distribueren.

Een vaak onderschat aandachtspunt met betrekking tot deze 25.000-regel, doet zich voor wanneer investeringen in een private privak gebeuren via een maatschap. Hoewel de maatschap in de praktijk vaak als één investeringsvehikel wordt gebruikt, is zij juridisch en fiscaal transparant. Dat betekent dat de wet niet naar de maatschap kijkt, maar naar de onderliggende maten.

De wettelijke minimuminleg van 25.000 euro geldt dan ook per maat, in verhouding tot zijn participatie in de maatschap. Een maatschap met vier maten waarbij de ouders elk nog maar 1% aanhouden, zal dus minstens 2,5 miljoen euro moeten investeren om conform te blijven. Wordt dat bedrag niet gehaald, dan zakt de onderliggende investering per maat onder de wettelijke drempel. Dat is geen louter theoretische finesse. Indien dit structureel verkeerd wordt toegepast, kan dit niet alleen vragen oproepen bij individuele investeerders, maar in het uiterste geval zelfs het privak-statuut van het fonds onder druk zetten. Om die reden voeren professionele fondsen bij maatschappen steeds een look-through-analyse en hanteren zij in de praktijk hogere minimumtickets dan wettelijk vereist. De maatschap blijft een krachtig instrument voor vermogensplanning en familiale governance, maar in combinatie met private privaks vraagt zij extra discipline tijdens het KYC-proces.

### ***Bioqube Ventures – van Beerse naar NASDAQ***

Weinig verhalen illustreren de kracht van de Belgische privak beter dan dat van Bioqube Ventures. In 2015 richtten Debora Dumont en Nico Vandervelpen een gespecialiseerde life sciences investeringsfirma op

vanuit Brussel. Hun visie was helder: Europese biotechnologie – met name therapeutische innovatie – verdient gedurfd kapitaal én operationele expertise. Niet alleen geld, maar ook de kennis om wetenschappelijke doorbraken te vertalen naar bedrijfs waarde.

Van 2016 tot 2019 ontwikkelden ze een uniek investerings- en incubatiemodel op de Janssen R&D-campus in Beerse. Tien jonge bedrijven werden opgericht en begeleid – een proeftuin voor hun aanpak. Met de steun van JJDC, de venture arm van de farmamastodont Johnson & Johnson investeerden ze in vier van deze bedrijven en genereerden ze succesvolle returns. Maar om écht te kunnen schalen, hadden ze een professionele fondsstructuur nodig.

In mei 2020 lanceerden ze Bioqube Factory Fund I – een private privak onder Belgisch recht. De timing leek ongelukkig: midden in de COVID-pandemie, met wereldwijde onzekerheid over de economie. Maar voor biotech was het precies het juiste moment. De pandemie bewees hoezeer de wereld afhankelijk is van farmaceutische innovatie.

Het fonds trok institutionele investeerders aan, waaronder PMV, FPIM, Belfius Insurance en het European Investment Fund (EIF) – de venture-capital-arm van de Europese Investeringsbank. Bioqube bleef trouw aan haar ‘more than capital’ aanpak en trok nieuwe strategische investeerders aan: zo kreeg JJDC het gezelschap van Genmab (een toonaangevend internationaal, beursgenoteerd biotechnologisch bedrijf) en IQVIA (een wereldwijde dienstenverlener op het vlak van klinische studies).

De strategie: het bouwen van een gebalanceerde portfolio aan veelbelovende biotechbedrijven, met focus op therapeutica. Bioqube ging hierin verder dan klassieke venture capital. Hun ‘duale investeringsmodel’ omvat naast participaties in meer mature kandidaat-geneesmiddelen – die al een eerste klinisch bewijs of ‘proof of concept’ hebben aangetoond – ook zogenaamde ‘create’-projecten – wetenschappelijke activa die nog extra de-risking vereisen voordat ze klaar zijn voor een spin-off. Dit hybride model – half investeerder, half venture builder – onderscheidt hen van traditionele VC-fondsen.

### ***Bicara Therapeutics – de ultieme validatie***

In september 2024 gebeurde wat elke venture capital investeerder nastreeft: een portfolio-onderneming die naar de beurs gaat.

Bicara Therapeutics, een van de meer mature investeringen van Bioqube Factory Fund I, noteerde op de NASDAQ met een marktkapitalisatie van 932 miljoen dollar. Het bedrijf ontwikkelt bifunctionele antilichamen voor de behandeling van kanker – een technologie die tumorcellen gericht aanpakt zonder gezonde cellen te beschadigen.

Voor de LP's van het fonds was dit een mijlpaal. Een Belgische privak, beheerd door een Belgisch team, had mee geïnvesteerd in een bedrijf dat nu honderden miljoenen dollars waard is en genoteerd staat op de belangrijkste technologiebeurs ter wereld.

» *‘Een IPO op NASDAQ vanuit een Belgische privak – tien jaar geleden was dit ondenkbaar.’*

Bicara was geen toeval. De co-investeerdere lezen als een who's who van internationale life sciences VC: Omega Funds, RA Capital Management, F-Prime Capital, Forbion. Bioqube Ventures had zich een plaats verworven aan tafel met de groten.

Het succes van het eerste fonds opende de deur naar een nieuw fonds – Bioqube Factory Fund II – opnieuw een Belgische private privak, met voortgezette steun van het EIF via het InvestEU-programma. Dit tweede fonds bouwt voort op het succesvol en beproefd model. De portefeuille aan investeringen in therapeutica wordt zorgvuldig samengesteld met actieve, hands-on ondersteuning van de participaties in elke fase van hun groei.

De evolutie van Bioqube illustreert wat de private privak mogelijk maakt:

1. Lokale structuur, internationale ambitie. Het fonds is Belgisch, maar de investeringen strekken zich uit over Europa tot de Verenigde Staten.
2. Toegang tot Europese steun. Door te kiezen voor een gereuleerde structuur kon Bioqube profiteren van EIF-participatie en

InvestEU-backing – kapitaal dat niet beschikbaar zou zijn voor een niet-gereguleerd vehikel.

3. Fiscale efficiëntie. Als private privak van de eerste categorie geniet het fonds quasi-volledige fiscale neutraliteit op meerwaarden uit aandelenparticipaties, mits voldaan aan de DBI-voorwaarden.
4. Professionele governance. Met een erkende beheerder, rapporteringsverplichtingen en een LPAC (LP Advisory Committee) biedt de structuur de waarborgen die institutionele investeerders verwachten.

De Founding Managing Partners, Debora Dumont en Nico Vandervelpen, combineren samen met hun internationale team decennia ervaring in medicijnenontwikkeling, venture capital en ondernemerschap.

### ***De privak als feederstructuur***

Niet alle private privaks investeren rechtstreeks in bedrijven. Een groeiend aantal fungeert als feederstructuur – een Belgisch vehikel dat kapitaal bundelt om te investeren in buitenlandse masterfondsen.

Dit model combineert het beste van twee werelden: de fiscale efficiëntie en lokale regulering van de Belgische privak, met de track record en toegang van internationale topfondsen.

Concreet werkt het zo: een Belgische vermogensbeheerder richt een private privak op die uitsluitend investeert in, bijvoorbeeld, een Luxemburgse SCSp (Société en Commandite Spéciale) beheerd door een gerenommeerde GP als Ardian, PAI Partners of Waterland... Belgische investeerders committeren aan de privak; de privak committeert aan het masterfonds.

Het model is populair. Het verklaart mede de explosieve groei van het aantal privaks sinds 2018: veel nieuwe structuren zijn feeders naar bestaande internationale fondsen.

» *‘De privak is het Belgische paspoort voor internationale private equity – maar lees ook de kleine lettertjes.’*

### *Conclusie – een Belgisch succesverhaal in wording*

De private privak is geen perfecte structuur. Maar ze is wel een Belgisch succesverhaal. Van een vergeten vehikel in 2003 naar meer dan 225 geregistreerde fondsen vandaag. Van rigide beperkingen naar internationale concurrentiepositie. Van scepticisme naar acceptatie bij family offices, private bankers en institutionele investeerders.

De sleutel tot dat succes? Luisteren naar de markt. De hervorming van 2018 bewees dat Belgische regelgeving wél kan innoveren – als de politieke wil er is.

Bioqube Ventures toont wat mogelijk is: een Belgisch team, een Belgische structuur, internationale ambities, en een portfolio-onderneming die noteert op NASDAQ. Van de campus in Beerse naar de trading floor in New York – via een private privak.

### *De achilleshiel blijft de fiscale stabiliteit*

Maar er is een schaduwzijde die België parten speelt: fiscale onzekerheid.

Kijk naar Luxemburg. In 1988 was het Groothertogdom het eerste EU-land dat de UCITS-richtlijn omzette in nationale wetgeving. Sindsdien – meer dan 35 jaar – heeft Luxemburg een consistent en voorspelbaar fiscaal kader gehandhaafd voor investeringsfondsen. Geen plotse koerswijzigingen, geen politieke experimenten met fiscale regimes, geen eindeloze hervormingsdebatten die investeerders in onzekerheid laten.

Het resultaat? Luxemburg beheert vandaag meer dan 900 miljard euro aan gereguleerde alternatieve fondsen, is thuisbasis voor meer dan 260 geautoriseerde AIFM's, en twee op drie internationaal gedistribueerde UCITS-fondsen zijn Luxemburgs. De SCSp is uitgegroeid tot de gouden standaard voor private equity-structuren, gekozen door fondsbeheerders wereldwijd omwille van fiscale transparantie, contractuele flexibiliteit én juridische voorspelbaarheid.

De troeven die internationale fondsbeheerders consequent noemen bij de keuze voor Luxemburg: politieke en economische stabiliteit, een pragmatisch en adaptief juridisch kader en een betrouwbare fiscale

behandeling die niet elke legislatuur ter discussie staat. Luxemburg heeft een AAA-kredietrating en een van de laagste staatsschulden van Europa – signalen dat een land investeerders serieus neemt.

België heeft hier jammer genoeg nog veel te leren. De afgelopen jaren kende België een aaneenschakeling van fiscale hervormingsplannen die nooit volledig werden uitgevoerd. In maart 2023 lanceerde minister van Financiën Vincent Van Peteghem een ambitieus hervormingsplan van 600 pagina's. In juli 2023 mislukte de politieke consensus. Het resultaat: onzekerheid over de toekomst van DBI-vrijstellingen, de behandeling van carried interest, en de evolutie van de roerende voorheffing.

Die onzekerheid heeft concrete gevolgen:

- Geen specifiek regime voor carried interest. Waar Luxemburg, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk heldere fiscale kaders bieden voor fund managers, blijft België in het ongewisse. De Arizona-coalitie heeft een regime aangekondigd, maar de details – en vooral de implementatie – blijven onduidelijk.
- Hoge standaard roerende voorheffing (30%). Vergeleken met jurisdicties waar 0% bronheffing mogelijk is op aandeleninkopen of interest, is België minder competitief. Juist structureren kan dit mitigeren, maar vereist extra complexiteit.
- Wijzigende DBI-voorwaarden. De drempel voor de participatievrijstelling wordt mogelijks verhoogd van 2,5 miljoen naar 4 miljoen euro – een aanscherping die sommige investeringen raakt.
- Politieke onvoorspelbaarheid. Fiscale regimes die vandaag gelden, kunnen morgen ter discussie staan. Geen investeerder plant graag een commitment van twaalf jaar in een omgeving waar de spelregels elk moment kunnen veranderen.

» *'Luxemburg bouwde zijn fondsensector op een fundament van vertrouwen. België bouwt op drijfzand.'*

Dit is geen pleidooi tegen de privak – integendeel. Het is een oproep aan de Belgische wetgever om het fundament te versterken. De hervorming van 2018 was een doorbraak, maar een doorbraak is niet genoeg. Wat

investeerders nodig hebben, is consistentie over meerdere legislaturen heen. De Belgische private-equitysector – via Private Capital Belgium en andere organen zou best betrokken worden tijdens het wetgevend proces om verrassingen te vermijden.

Beleggers in een privak hebben immers een illiquide investering vaak voor jaren in portefeuille, het voelt oneerlijk als de fiscale spelregels onderweg zouden veranderen waarbij de investeerder niet de mogelijkheid heeft vroegtijdig uit te stappen.

### ***De weg vooruit***

De private privak heeft bewezen wat mogelijk is. De vraag is nu of België de volgende stap durft te zetten: van een succesvol niche-instrument naar een volwaardig concurrentievoordeel.

Dat vereist politieke moed. Niet om de fiscale behandeling gunstiger te maken dan elders – dat is een race to the bottom – maar om haar stabiel en voorspelbaar te maken. Een fiscaal kader dat investeerders kunnen vertrouwen, legislatuur na legislatuur.

De fondsbeheerders zijn er. Het talent is er. De investeringsmogelijkheden zijn er. Wat ontbreekt, is het vertrouwen dat België niet halverwege de fondsooptijd de regels zal veranderen.

Bioqube Ventures en andere Belgische successen tonen dat we kunnen concurreren met de besten. Maar om dat structureel te doen, moet België denken zoals een fondsenbeheerder: niet in legislaturen, maar in vintage years.

» *‘Elke LP-portefeuille verdient een lokaal accent. De privak maakt dat mogelijk – als België het fundament van vertrouwen versterkt.’*

## **Luxemburg, Frankrijk en de Verenigde Staten**

–

### **de internationale mozaïek**

Luxemburg is uitgegroeid tot de Europese draaischijf voor private equity.

De Société en Commandite Spéciale (SCSp) is er de gouden standaard: fiscaal transparant, zonder rechtspersoonlijkheid, maar met maximale flexibiliteit in de partnership-structuur. Ze combineert het beste van twee werelden – de transparantie van een vennootschap met de soepelheid van een contractuele samenwerking.

Frankrijk werkt met de FCPR (Fonds Commun de Placement   Risques) en de FPCI, onder toezicht van de AMF. Deze structuren lijken op de SCSp maar hebben een nationaal label en zijn bijzonder populair bij Franse institutionelen.

In de Verenigde Staten domineert nog steeds de Delaware Limited Partnership (LP), gebruikt door iconische namen als KKR, Carlyle en Blackstone. Ze blijft wereldwijd de benchmark voor rechtszekerheid en investeerdersbescherming – en diende als inspiratie voor de Europese SCSp.

Samen tonen deze vormen dat private equity niet enkel een beleggingsklasse is, maar een juridisch ecosysteem. Fiscale en juridische expertise zijn essentieel: de juiste structuur bepaalt niet alleen het rendement, maar ook de efficiëntie na belastingen.

## **De niet-gereguleerde wereld**

–

### **ondernemerschap in zijn puurste vorm**

Naast deze gereguleerde kaders bestaat er een minder zichtbare wereld: de niet-gereguleerde structuren. In België, Nederland en Frankrijk zien we vaak ondernemerscollectieven die, na de verkoop van hun bedrijf, samen investeren via een BV of NV. Geen prospectus, geen FSMA-

toezicht, geen AIFM-licentie – enkel netwerk, ervaring en vertrouwen. Hun voordeel is snelheid en flexibiliteit. Hun risico: gebrek aan controle en rapportering. Ze zijn niet gebonden aan diversificatie- of looptijdvereisten, maar dat maakt ze kwetsbaar bij conflicten of slechte governance.

Toch zijn dit vaak de broedkamers van toekomstige fondsen – informele allianties die later uitgroeien tot professionele beheerders met een AIFM-licentie. Maar ze kunnen evenzeer geruisloos verdwijnen na een reeks mislukte transacties.

» *‘Elke grote fondsbeheerder is ooit begonnen als een groep ondernemers met een idee en een BV.’*

## Advies of doe-het-zelf – de rol van begeleiding

Private equity is geen markt voor toevallige beleggers. De meeste fondsen staan enkel open voor professionele investeerders die verklaren dat ze de risico's begrijpen, de illiquiditeit aanvaarden en zelfstandig beslissingen kunnen nemen. In de praktijk betekent dit vaak: geen advies, geen bescherming. Wie rechtstreeks inschrijft, moet zelf de due diligence uitvoeren, juridische documenten analyseren en de eigen risicodraagkracht inschatten. Dat kan, maar vraagt expertise en tijd.

Voor HNWI's en families is het doorgaans verstandiger om te werken via gereguleerde advieskanalen of bancaire instellingen. Daar bestaat een duidelijk kader van beleggingsadvies, met een verplicht passendheids- en geschiktheidsonderzoek, een beoordeling van liquiditeit en risicoprofiel, en periodieke rapportering.

Institutionele beleggers met een eigen financieel team kunnen perfect zelfstandig opereren – zij beschikken over de middelen en ervaring om zelf een grondige due diligence uit te voeren.

Maar voor particuliere beleggers blijft professionele begeleiding essentieel.

» *‘Private equity verdient advies, geen improvisatie.’*

## Grenzen en convergentie – naar één Europese taal

Elke lidstaat hanteert zijn eigen fiscaliteit en toezicht. Toch groeit de druk om regels te harmoniseren. De Europese Commissie streeft naar een uniform kader voor private equity, waarbij investeerders vlotter toegang krijgen tot fondsen, zonder de bescherming te verliezen. De komst van ELTIF 2.0 is daar een eerste stap in.

De volgende stap wordt vermoedelijk een geharmoniseerde AIFM-vergunning voor grensoverschrijdende distributie, met uniforme ESG-rapportering en transparante kostenstandaarden. Private equity evolueert zo naar een volwassen, pan-Europese industrie waarin vertrouwen, toezicht en ondernemerschap hand in hand gaan.

## Slot – structuur als stille kracht

Regelgeving klinkt zelden sexy, maar ze is het fundament waarop vertrouwen rust. Een goed fonds is niet alleen een verzameling van bedrijven, maar ook een samenspel van juridische precisie, toezicht en governance. De juiste structuur, het juiste toezicht en de juiste begeleiding bepalen niet enkel het comfort van de belegger, maar ook het nettorendement. In die zin is regelgeving geen beperking, maar een hefboom voor volwassen kapitaal. De belegger van morgen zal bewegen in een wereld die complex is, maar tegelijk transparanter dan ooit. En dat is precies wat volwassen markten onderscheidt: discipline, helderheid en wederzijds vertrouwen.

*‘Wie zijn governance goed regelt, hoeft zijn rendement niet te verdedigen.’*

# *HOOFDSTUK 9*

---

## *ETHIEK, DUURZAAMHEID EN GOVERNANCE*

## *‘Impact is het nieuwe rendement.’*

Er was een tijd waarin impact en rendement tegenover elkaar stonden, alsof elke euro winst gepaard moest gaan met een morele kost. Die tijd is voorbij. Vandaag groeit in de wereld van private equity het besef dat winst pas duurzaam is wanneer ze standhoudt – economisch, sociaal én ecologisch.

Private equity, ooit het domein van rendement en discipline, blijkt uitermate geschikt om échte verandering te realiseren. Omdat fondsen actieve eigenaars zijn, kunnen ze niet alleen rekenen, maar ook sturen. Ze kunnen management vervangen, strategie heroriënteren en gedrag beïnvloeden. Waar beursgenoteerde bedrijven vaak rapporteren over ESG zonder het echt te leven, bouwen private-equityfondsen duurzaamheid rechtstreeks in hun waardecreatie-plan.

» *‘Wie eigenaar is, heeft verantwoordelijkheid.  
En wie langdurig eigenaar is, kan echt verschil maken.’*

### **Hoe private equity impact kan creëren**

Een fonds koopt niet enkel een bedrijf; het koopt de mogelijkheid tot transformatie. Die macht kan destructief zijn – maar ook uitzonderlijk constructief. Steeds meer fondsen kiezen voor dat laatste.

Toen KKR in 2008 zijn Green Portfolio Program lanceerde, geloofde bijna niemand dat CO<sub>2</sub>-reductie en winst hand in hand konden gaan. Zestien jaar later resulteerden systematische energie-efficiëntie en procesaanpassingen in substantiële kostenbesparingen én lagere emissies bij tientallen bedrijven. Ook EQT liet zien hoe duurzaamheid waarde creëert: in industriële niches worden productieketens herbouwd rond

energie-efficiëntie, hergebruik van materialen en digitale monitoring – met hogere marges en een sterkere waardering bij de exit als gevolg.

Belangrijk contextueel element: achter EQT staat het industriële netwerk van de Zweedse Wallenberg-familie, via Investor AB (de holding die onder meer referentie-aandeelhouder is in bedrijven zoals Atlas Copco). Dat industriële ‘huis van vertrouwen’ verklaart mee waarom institutionele beleggers EQT al vroeg als partner zagen: lange horizon, degelijk governance-kader en een reputatie die generaties overspant.

In Frankrijk introduceerde Dominique Senequier van Ardian in haar portefeuilles een ESG-scorekaart die elk managementteam concrete doelen laat opnemen (van CO<sub>2</sub>-reductie tot diversiteit en ketentransparantie). Zulke instrumenten maken duurzaamheid operationeel en meetbaar – en dus waarderingsrelevant bij de exit. In de literatuur zien we hetzelfde signaal terug: fondsen die ESG integraal in hun operatie-agenda verankeren, kunnen hogere multiples realiseren bij verkoop, niet omdat ze ‘mooier rapporteren’, maar omdat de risico’s lager en de kasstromen voorspelbaarder worden.

### **ESG als nieuwe standaard**

In Europa kan geen fonds nog kapitaal ophalen zonder zijn visie op ESG helder te formuleren. De SFDR-verordening verplicht fondsen zichzelf te classificeren:

- Artikel 6: geen expliciete duurzaamheidsdoelstelling;
- Artikel 8 (‘lichtgroen’): bevordert milieu- of sociale kenmerken;
- Artikel 9 (‘donkergroen’): heeft duurzaamheid als kernmissie.

Dat is geen semantiek. Het kapitaal dat naar private equity stroomt, komt grotendeels van institutionele beleggers – pensioenfondsen, verzekeraars en staatsfondsen – met eigen, strikte ESG-mandaten. Fondsen die die taal niet spreken, verliezen toegang tot kapitaal.

Tegelijk vraagt dit onderscheid om nuance. De protagonist weet dat een aanzienlijk deel van de Artikel-6 private-equityfondsen in de prak-

tijk toch zeer duurzaam opereert. De reden is structureel: een private-equityfonds heeft bij aanvang geen bestaande portefeuille, maar bouwt een toekomstige. Bij de start kan er dus nog geen due diligence gebeuren op individuele participaties, wél op beleid, governance, incentives en ESG-processen van de beheerder.

Juist daar wordt het verschil gemaakt. De grootste positieve ESG-impact ontstaat vaak niet door uitsluitend ‘duurzame’ bedrijven te kopen, maar door bedrijven actief te transformeren: energie-efficiënter maken, governance professionaliseren, arbeidsomstandigheden verbeteren en transparantie afdwingen waar die voordien ontbrak. ESG wordt zo geen label, maar een hefboom. Wat begon als uitsluiting – ‘waar investeren we niet in?’ – is geëvolueerd naar transformatie: ‘Hoe creëren we duurzame waarde binnen bestaande ondernemingen?’ In private equity is ESG daardoor minder een startpunt dan een proces, en minder een claim dan een verantwoordelijkheid.

## Bestuur en integriteit – governance als fundament

Duurzaamheid zonder governance is façade. Daarom is deugdelijk bestuur de stille kracht achter elk fonds dat verantwoordelijkheid ernstig neemt. Het vertaalt zich in onafhankelijke bestuursorganen, heldere delegatie- en rapporteringslijnen, een robuust whistleblower-beleid, beloningsstructuren die ook niet-financiële KPI's meenemen, en glas-heldere regels rond belangenconflicten.

Minstens even bepalend in private equity is reputatie. Grote institutionele beleggers beperken hun due diligence niet tot cijfers en structuren, maar voeren ook een grondige reputatiescreening uit: het historisch gedrag van het team, de omgang met stakeholders en de manier waarop eerdere incidenten zijn aangepakt en afgehandeld. In een sector waar vertrouwen niet dagelijks wordt herprijsd, is reputatie vaak het meest duurzame kapitaal.

In een ecosysteem waar relaties decennialang meegaan en een fonds vaak een **blind pool** is, is reputatie letterlijk krediet: toegang tot co-investments, tot betere bankfinanciering, en tot managementteams die de ‘zware rugzak’ willen delen met een partner die ze vertrouwen.

ILPA-aanbevelingen, SFDR-classificatie en UN-PRI-ondertekening vormen samen een hygiëne-minimum. Wat onderscheidt, is consequent gedrag.

### *De val van Abraaj – een les in governance-risico*

Private equity leeft van vertrouwen. Investeerders schrijven tientallen miljoenen over op basis van rapporten, mandaten en een handdruk.

De essentie van dat vertrouwen is dat de beheerder – de General Partner (GP) – het kapitaal van zijn Limited Partners (LP's) met evenveel zorg behandelt als het zijne. Wanneer dat vertrouwen breekt, valt de hele structuur als een kaartenhuis.

De geschiedenis kent maar weinig gevallen waar dat zo spectaculair gebeurde als bij The Abraaj Group, ooit hét succesverhaal van de groei-markten – en enkele jaren later het toonbeeld van wat er fout kan gaan wanneer governance en transparantie worden verdrongen door groei en charisma.

### *De droom van de frontier markets*

Begin jaren 2000 heerste in de investeringswereld een nieuwe overtuiging: de volgende golf van rendementen zou niet meer uit New York of Londen komen, maar uit **frontier markets** – landen als Kenia, Pakistan, Nigeria en Vietnam.

Arif Naqvi, een briljante Pakistaanse ondernemer, wist die droom te verpakken in een modern investeringsvehikel: The Abraaj Group, opgericht in 2002 in Dubai. Hij sprak de taal van impact, ondernemerschap en inclusieve groei, en combineerde dat met de belofte van private-equity-rendementen.

Zijn verhaal overtuigde de grootste namen: de International Finance Corporation (IFC), de Bill & Melinda Gates Foundation, de CDC Group

(nu British International Investment), en verschillende soevereine fondsen uit het Midden-Oosten en Azië. Abraaj groeide in vijftien jaar tijd uit tot een platform met meer dan 3 miljard dollar aan beheerd vermogen en kantoren in dertig landen.

In de wereld van private equity was dit ongezien: een beheerder uit de groeilanden zelf die westers kapitaal ophaalde om lokale ondernemingen te versterken. Abraaj leek het bewijs dat impact en rendement perfect konden samengaan.

### *De opmars van een nieuw soort fondsbeheerder*

Abraaj positioneerde zich als impact-gedreven growth fund. Het vlaggenschip, het Abraaj Growth Markets Health Fund (AGHF), had een uitgesproken maatschappelijk doel: de gezondheidszorg in opkomende landen verbeteren. Die combinatie van purpose en profit was aantrekkelijk voor institutionele beleggers die hun allocatie naar ‘responsible investing’ wilden versterken. De structuur was klassiek – Limited Partnerships met een General Partner (Abraaj Investment Management Ltd.) – maar het vertrouwen in Naqvi’s visie was ongezien. Tussen 2012 en 2016 werd Abraaj gezien als hét model van succes in emerging markets PE.

Het fonds financierde ziekenhuizen in Kenia en Pakistan, energieprojecten in Noord-Afrika en groeibedrijven in de Golfregio. Arif Naqvi was een vaste gast in Davos; hij belichaamde de verpersoonlijking van ‘capital with conscience’.

### *De breuklijnen*

Onder de oppervlakte ontstonden echter spanningen. De expansie van Abraaj vereiste hoge vaste kosten en een continue instroom van nieuwe fondsen. De management fees konden dat tempo nauwelijks dragen, waardoor de beheermaatschappij – niet de fondsen – met liquiditeitsproblemen kampte.

In 2017 merkten enkele LP’s dat de cashflows van het Health Fund niet overeenstemden met de gerapporteerde NAV’s. De Gates Foundation, IFC en CDC Group vroegen een onafhankelijke audit. Die bracht aan het licht dat ongeveer 230 miljoen dollar tijdelijk was overgeheveld van

het fonds naar de beheermaatschappij om interne tekorten te dekken – zonder correcte disclosure of voorafgaande toestemming.

Hoewel de bedragen later werden teruggestort, was het vertrouwen definitief weg. De structuur – met meer dan veertig entiteiten verspreid over verschillende jurisdicties – bleek ondoorzichtig. De scheiding tussen fondsen, SPV’s en de management company was onvoldoende geborgd.

De kern van het probleem was governance misalignment:

- de GP gebruikte fondsgelden voor operationele doeleinden;
- de LP’s hadden onvoldoende realtime inzicht in de geldstromen;
- de onafhankelijke auditfunctie had onvoldoende toegang.

Vanuit een Europees of Belgisch perspectief toont dit waarom het scheiden van beheerder, **bewaarbank**, administratie en fondsentiteiten zo essentieel is. De toezichtkaders van FSMA en **CSSF** zouden zo’n situatie onmogelijk maken, precies omdat ze belangenconflicten structureel uitsluiten.

### *De val*

Toen de auditresultaten begin 2018 uitlekten, was het domino-effect onstuitbaar.

- Februari 2018: Deloitte stapt op als auditor.
- Mei 2018: een liquidator wordt aangesteld op de Kaaimaneilanden.
- 2019: het bedrijf wordt ontbonden.
- 2022: Arif Naqvi wordt in het Verenigd Koninkrijk uitgeleverd aan de VS op beschuldiging van fraude.

De onderliggende fondsen werden nadien overgenomen door andere managers (zoals Actis en TPG Rise), maar de reputatieschade voor alle betrokken LP’s was aanzienlijk.

Wat ooit werd gepresenteerd als ‘de KKR van de emerging markets’ eindigde als waarschuwing tegen ongeremde expansie zonder transparante controle.

### *De lessen voor de protagonist*

De val van Abraaj is meer dan een exotisch incident; het is een fundamentele les in governance-risico.

1. Governance is geen formaliteit, maar een voorwaarde. Zelfs de sterkste strategie of het meest nobele doel faalt als de interne checks & balances niet onafhankelijk zijn.
2. Transparantie is geen last, maar een concurrentievoordeel. Investeerders verwachten realtime inzage in kapitaalstromen, niet enkel kwartaalrapporten.
3. Charisma vervangt geen compliance. Een visionaire oprichter kan een fonds lanceren, maar enkel structuur houdt het duurzaam.
4. Due diligence stopt niet bij instap. De protagonist-investeerder blijft opvolgen of de aannames en risicobeheersing overeind blijven.
5. Impact zonder integriteit bestaat niet. Zodra het doel belangrijker wordt dan de middelen, verdwijnt het vertrouwen dat private equity draaglijk maakt.
6. Een kwalitatief en duurzaam beheer vereist voldoende fee. Heden zien we nieuwe initiatieven, die met bijzonder lage fees de private-equityfondsenmarkten willen veroveren. Als investeerder is dit geen duurzaam verhaal, daar de GP voldoende middelen moet genereren om een competent team decennialang te verlonen.

### *Slotreflectie*

De val van Abraaj was geen uitzondering, maar een spiegel. Private equity is een krachtig instrument voor waardecreatie – maar net daarom is het kwetsbaar voor wie zijn onafhankelijkheid of transparantie opgeeft. De protagonist weet: rendement is het gevolg; governance is de voorwaarde.

*‘In de wereld van private equity is vertrouwen de valuta. En zoals bij elke munt: één valse uitgifte kan het hele stelsel doen wankelen.’*

## Duurzaamheid als waardecreatie

### cases

De verschuiving is economisch, niet ideologisch: duurzaamheid levert rendement op als ze operationeel wordt. TPG Rise (een impactfonds binnen TPG) investeerde in 2018 130 miljoen dollar in DreamBox Learning (adaptieve K-8-math-software). De strategie: leerachterstand meetbaar verkleinen op schaal, met terugkerende licentie-inkomsten en sterke retentie. DreamBox werd in 2023 overgenomen door Discovery Education; Rise leverde daarbij zowel impact-metrics als financieel rendement.

In 2017 stapte The Rise Fund in EVERFI (digitale onderwijs- en financiële geletterdheidsplatforms). In 2021 werd EVERFI verkocht aan Blackbaud in een deal ter waarde van ca. 750 miljoen dollar (cash en aandelen) – een transactie die ESG-logica (maatschappelijke waarde) en schaalbare software-economie combineerde.

De rode draad: wanneer ‘impact’ concreet gemanaged wordt – met meetmethodieken en accountability – vertaalt die zich in efficiëntere processen, voorspelbaardere kasstromen en hogere exit-multiples.

## **Ethiek in besluitvorming**

### **grenzen, reputatie en geopolitiek**

Ethiek ligt niet in woorden, maar in keuzes: een fonds beslist niet enkel wat het koopt, maar ook wat het níét wil bezitten. Uitsluitingslijsten (tabak, controversiële wapens, bepaalde fossiele activiteiten) zijn intussen mainstream, maar de echte toets gebeurt op reputatie-niveau: hoe resoneert een portefeuille in een wereld van sociale media en geopolitieke gevoeligheid?

Publieke druk kan ook indirect spelen: eigenaarschap ‘op afstand’ kan reputatierisico’s triggeren. Zo kreeg festivaluitbater Superstruct (in portefeuille bij KKR) in 2024 te maken met boycot- en protestoproepen rond het Israël-Gaza-conflict – een voorbeeld van hoe geopolitiek de reputatie-perceptie van een General Partner kan raken, zelfs wanneer de kern van de investering cultureel/consumentgericht is. Voor beleggers is de les telkens dezelfde: pas reputatiescreening en stakeholder-mapping toe, ook in schijnbaar niet-politieke sectoren.

## **De investeerder als hoeder van vertrouwen**

In de kern van elke toewijzing schuilt een morele én praktische vraag: ‘Aan wie vertrouw ik mijn geld toe, en wat doet die ermee?’ In private equity is dat extra scherp omdat een fonds bij instap vaak een blind pool is: de uiteindelijke bedrijven zijn nog niet allemaal gekend. Je besluit op basis van team, proces, historiek en governance-kader – niet op basis van een lijst met namen. Via de periodieke rapportering kom je pas gaandeweg te weten wat er effectief gekocht wordt; ‘verkopen’ kan niet tussentijds zoals op de beurs. Dat maakt selectie, due diligence en reputatie van de General Partner cruciaal – én verklaart waarom institutionele beleggers zulke hoge eisen stellen aan transparantie, rapportage-frequentie en ESG-integratie.

## **Slot**

### **rendement met een geweten**

De toekomst van private equity ligt in de fusie tussen winst en waarden. Kapitaal dat enkel geld zoekt, zal steeds minder welkom zijn; kapitaal dat ook betekenis creëert, zal meer worden beloond.

De vraag die de volgende generatie investeerders stelt, is eenvoudig en scherp: ‘Wat heeft mijn geld vandaag veranderd – behalve mijn saldo?’

Private equity is uniek gepositioneerd om dat antwoord te geven: door actief eigenaarschap, door governance die meer is dan papier, en door ESG dat geen rapport is maar een ritme. De hoogste vorm van rendement is impact die blijft.

# *HOOFDSTUK 10*

---

## *DE TOEKOMST VAN PRIVATE MARKETS*

*‘It is better to be an optimist who is wrong than a pessimist who is right.’*

— *Elon Musk (Davos World Economic Forum 2026)*

Private equity was altijd een wereld van gesloten deuren. Toegang was voorbehouden aan wie de juiste relaties had, het juiste kapitaal en het geduld om twaalf jaar te wachten op rendement. Vandaag zien we die deuren langzaam openzwaaien – een beweging die men de democratisering van private markets noemt. Maar democratisering is een tweesnijdend zwaard: ze kan toegang bieden, of verwarring creëren. De toekomst zal afhangen van wie er binnenkomt – en wie de sleutels beheert.

## Democratisering van private markets – wie vandaag echt investeert

Private equity was decennialang een wereld achter gesloten deuren. Niet door elitisme, maar omdat de aard van de activaklasse – illiquiditeit, lange looptijden, complexe fondsstructuren en intensief actief beheer – vroeg om kapitaal dat geduldiger, consistentener en professioneler was dan wat een doorsnee belegger kon bieden.

Institutionele beleggers bouwden die wereld. Family offices professionaliseerden ze. En vandaag staat de deur op een kier voor een nieuw publiek – maar met een nuance die cruciaal is: toegang is geen reden om deel te nemen, begrip wel.

## *De investeerderspiramide – de echte bouwers van private equity*

Om te begrijpen hoe de markt vandaag werkt, volstaat het om naar de kapitaalstructuur te kijken. De private-equitywereld wordt gedragen door drie lagen, elk met hun eigen logica, horizon en verantwoordelijkheden.

Investeerdertype	Percentage
Pensioenfondsen	38%
Verzekeringsmaatschappijen	14%
Overige institutionelen	13%
Staatsinvesteringsfondsen	12%
Family Offices	10%
Universitaire fondsen/stichtingen	9%
HNWI	4%

### *1. Bovenaan: institutionelen – de stille ankers*

Pensioenfondsen, verzekeraars, universiteitsendowments en staatsfondsen vertegenwoordigen nog steeds meer dan 80% van al het private-equitykapitaal. Zij zoeken stabiliteit, voorspelbaarheid en rendement dat niet vervormd wordt door dagelijkse volatiliteit. Voor hen is private equity geen trend, maar infrastructuur – een structurele pijler binnen hun assetallocatie.

### *2. In het midden: family offices – de versnellers van de nieuwe cyclus*

De voorbije tien jaar zijn professionele family offices uitgegroeid tot de snelst groeiende investeerdersgroep binnen private markets. Volgens het UBS Global Family Office Report 2024 bedraagt hun gemiddelde allocatie naar private equity wereldwijd 20-25%, terwijl Belgische family offices zelfs richting 32% evolueren (data van PensioPlus).

Zij zijn natuurlijke investeerders: ondernemers die EBITDA, marges en waardecreatie intuïtief begrijpen. Private equity voelt voor hen niet als een belegging, maar als een verlengde van hun eigen carrière.

### *3. Onderaan: vermogende particulieren – de nieuwe protagonisten*

Hun marktaandeel is vandaag nog beperkt tot circa 4%, maar groeit snel. De nieuwe gereguleerde structuren zoals ELTIF 2.0, de vernieuwde Belgische privak, en semiliquide fondsen creëren veilige toegang voor dit segment. Maar toegang is geen synoniem voor geschiktheid. Private equity blijft een product voor de geïnformeerde belegger – iemand die begrijpt wat illiquiditeit, capital calls, distributions en commitment pacing betekenen.

### *Van gesloten bastion naar gecontroleerd toegankelijke markt*

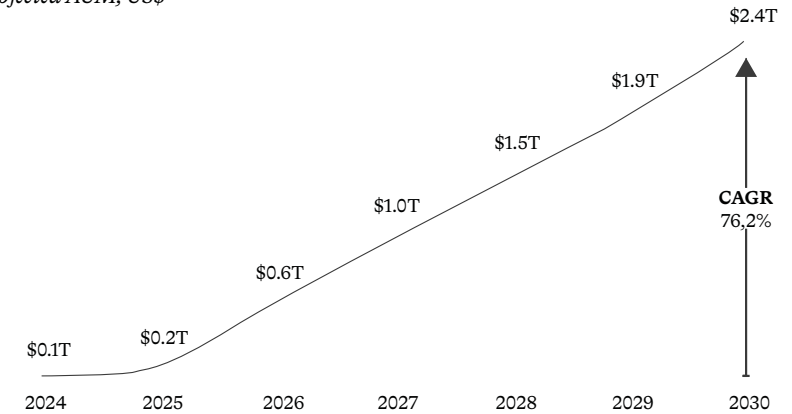
Vroeger waren de toegangswegen beperkt tot grote institutionele mandaten. Vandaag bestaan meerdere routes die de markt op een verstandige manier openen:

- ELTIF 2.0 creëert een wettelijk kader voor retailtoegang, mét beschermingsmechanismen.
- De Belgische privak laat investeringen vanaf 25.000 euro toe, al ligt de reële ondergrens door het 150-aanbiedingenregime meestal hoger.
- Semiliquide fondsen bieden periodieke instap- en uitstapmogelijkheden, waarden op NAV, maar blijven onderhevig aan gating-mechanismen om verkoopdruk te beheersen.
- Fund-of-funds bieden brede spreiding over tientallen fondsen, sectoren en regio's, met als ruil een extra kostenlaag maar een veel lager individueel risico.

Deze structuren maken toegang mogelijk zonder de essentie van private equity te ondermijnen: ondernemerschap, tijd en discipline.

### **US retail investors' allocations to private capital is expected to grow exponentially in the United States by 2030**

*Projected AUM, US\$*



*Bron: Deloitte Center for Financial Services analysis.*

### *De rol van family offices als nieuwe poortwachters*

Naarmate vermogende particulieren toegang krijgen, groeit de rol van professionele family offices. Zij fungeren als gatekeepers, omdat zij:

- strikte due-diligenceprocessen gebruiken,
- fondsen selecteren op track record, teamkwaliteit en governance,
- toegang verkrijgen tot oversubscribed top-tier fondsen,
- en private equity integreren in een holistische vermogensstructuur.

Zonder deze begeleiding lopen particuliere investeerders het risico te worden misleid door partijen zonder vergunning voor beleggingsadvies, of door aanbieders die illiquide fondsen vermarkten alsof het spaarproducten zijn.

De family office wordt hierdoor een curator van kwaliteit: een beschermlaag tussen complexe private-marketsproducten en de eindbelegger.

### ***De particuliere belegger: kansen én verantwoordelijkheden***

Dankzij de evolutie van de markt krijgt de particuliere belegger vandaag toegang tot kansen die tien jaar geleden ondenkbaar waren. Maar toegang betekent niet dat iemand klaar is om deel te nemen.

De term ‘democratisering van private markets’ klinkt aantrekkelijk. Hij suggereert vooruitgang en toegankelijkheid, alsof private equity eindelijk voor iedereen binnen bereik komt. In de praktijk vraagt die belofte om nuance. De kernvraag is niet of meer beleggers toegang krijgen, maar onder welke voorwaarden, met welk risicobesef en wie uiteindelijk de verantwoordelijkheid draagt.

### ***De nieuwe lokroep: particulier pensioengeld***

Na institutionele beleggers en family offices richt de private-equitysector zich steeds nadrukkelijker op het Amerikaanse particuliere pensioenstelsel, en meer bepaald op 401(k)-regelingen. Dat is geen toeval. In totaal beheren deze plannen ongeveer 12.000 miljard dollar. Zelfs een beperkte allocatie naar private markten zou een ongeziene kapitaalinstroom betekenen.

Het enthousiasme bij vermogensbeheerders is groot. Spelers als Blackstone en Apollo Global Management bouwen aparte retail- en pensioendivisies uit en lanceren semiliquide fondsen, interval funds en private-creditproducten. Andere partijen, zoals Ares Management, blijven voorzichtiger en stellen expliciet de vraag of deze evolutie wel in het belang is van de eindbelegger. Die terughoudendheid is terecht.

### ***Institutioneel is niet individueel***

Dat pensioenfondsen al decennialang investeren in private equity, infrastructuur en private credit, betekent niet dat deze activa automatisch geschikt zijn voor individuele pensioenrekeningen.

In Europa worden bedrijfspensioenen beheerd door institutionele fondsen met professionele investment committees, duidelijke governance en een langetermijnmandaat. In het Amerikaanse 401(k)-stelsel ligt het beleggingsrisico daarentegen grotendeels bij het individu,

dat vaak met beperkte financiële kennis keuzes maakt uit een vooraf samengesteld aanbod.

Precies daar ontstaat spanning. Private equity wordt gekenmerkt door illiquiditeit, complexe NAV-waarderingen, lange looptijden, onvoorspelbare cashflows en een gelaagde kostenstructuur. Wat beheersbaar is voor institutionele beleggers, kan problematisch worden voor individuele pensioenspaarders – zeker wanneer transparantie en begrip ontbreken.

### ***Fiduciaire verantwoordelijkheid als rem***

Onder de Amerikaanse ERISA-wetgeving kunnen beheerders persoonlijk aansprakelijk worden gesteld wanneer beleggingen als inefficiënt of voorzien van disproportionele kosten worden beoordeeld. Het debat draait daarom niet om rendement, maar om fiduciaire verantwoordelijkheid.

Centrale vragen zijn eenvoudig, maar ongemakkelijk:

- Hoe verhoudt liquiditeitsrisico zich tot de herbalanceervereisten van pensioenplannen?
- Hoe leg je NAV en NAV-lag uit aan een individuele deelnemer?
- Wanneer worden management fees en carried interest disproportioneel ten opzichte van het nettorendement?

Zelfs binnen de sector waarschuwen ervaren spelers dat de kostenstructuur van private-equityproducten het rendement voor pensioenspaarders kan uithollen tot onder dat van eenvoudige indexfondsen, terwijl het risico hoger en de flexibiliteit lager is.

### ***Permanent kapitaal of permanente spanning?***

Voor beheerders is de aantrekkingskracht van 401(k)-kapitaal begrijpelijk: recurrente instroom, lange horizon, stabiele geldstromen – in theorie bijna permanent kapitaal. Maar permanent kapitaal impliceert ook permanente verantwoordelijkheid.

Private equity werkt alleen wanneer selectie, discipline en governance centraal blijven staan. Zodra schaal, marketing of politieke druk die principes verdringen, verschuift het risico van de beheerder naar de eindbelegger. Dat is geen randverschijnsel, maar een structurele span-

ning tussen wat private equity nodig heeft om goed te functioneren en wat retail- en pensioenstructuren vereisen om eerlijk en begrijpelijk te blijven.

**Conclusie –  
democratisering is een maturiteitsproef**

De democratisering van private markets is een van de belangrijkste bewegingen van deze generatie. Niet omdat het product verandert, maar omdat de toegang verandert.

Maar private equity blijft een discipline die:

- geduld beloont,
- volatiliteit dempt,
- waarde bouwt op basis van EBITDA-groei, operationele verbetering en governance,
- en investeerders beschermt tegen hun eigen emoties dankzij illiquiditeit.

Het is geen product dat iedereen moet bezitten. Het is een product dat iedereen kan bezitten – op voorwaarde dat men begeleid wordt door expertise, structuur en inzicht.

De protagonist begrijpt deze nuance. Democratisering is niet de deur wijd openzetten, maar de toegang openhouden voor wie visie, maturiteit en langetermijnkarakter toont.

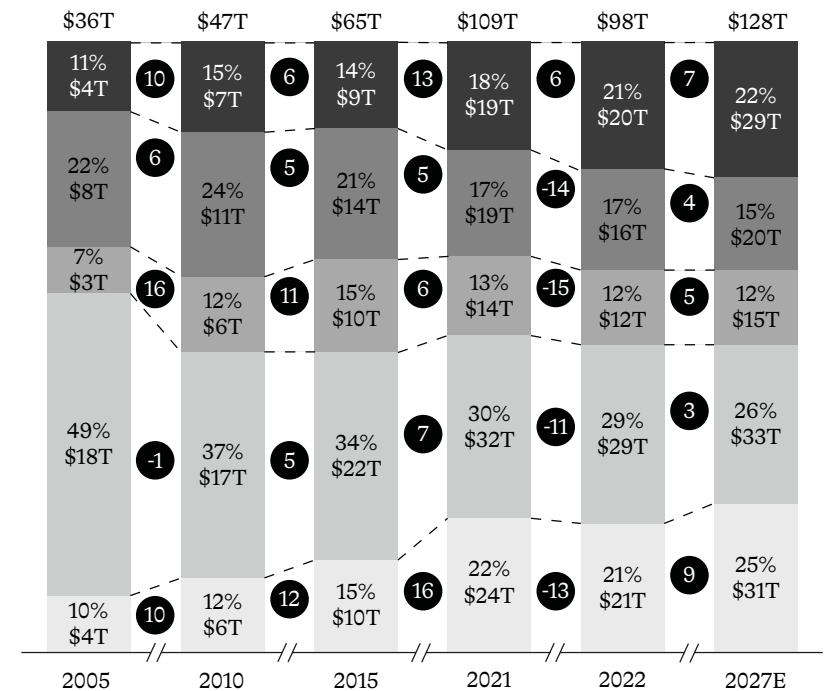
**De opkomst van semiliquide en evergreen-structuren**

» *‘Liquiditeit is een illusie; voorspelbaarheid is wat telt.’*

Er voltrekt zich momenteel een stille maar fundamentele verschuiving in de wereld van vermogensbeheer. Waar het traditionele private banking-model jarenlang steunde op dure, actief beheerde fondsen, beweegt het kapitaal vandaag in twee tegenovergestelde richtingen:

Enerzijds naar extreem goedkope passieve oplossingen (trackers & ETF’s), en anderzijds naar hoogwaardige illiquide strategieën zoals private equity en private debt met actief beheer en hoge fees.

**Global AuM by product**



Bron: Boston Consulting Group (BCG), Global Asset Management Market Sizing, 2023

De grafieken van McKinsey, UBS en Preqin zijn unaniem: **Passief beleggen** meer dan verdubbelde zijn marktaandeel. Private markets werden de snelst groeiende hoeksteen van het mondiale vermogen. Traditioneel actief beheer verloor hierbij terrein. Er ontstaat een duidelijke polarisatie: *low fee or high value*. Alles ertussenin wordt uitgehold.

In dat landschap ontstaat een nieuwe categorie: semiliquide en evergreen-fondsen. Ze nemen een hybride positie in – ergens tussen de beurs en de klassieke private-equityfondsstructuur – en spelen in op de nood van beleggers aan meer toegankelijkheid zonder de essentie van private markets te verliezen.

De groei van deze structuren kadert perfect in deze beschreven macrotrend. De rol van semiliquide fondsen in het moderne vermogensbeheer zal de komende jaren aan populariteit winnen.

Drie structurele trends die ik vandaag zie:

1. Passief voor efficiëntie, private markets voor rendement: Beleggers gebruiken ETF's om goedkoop exposure te krijgen naar publieke markten, en private equity om echte waardecreatie te capteren. De middencategorie, dure klassieke fondsen en traditionele private banking krijgen een kleinere allocatie.
2. Belgische family offices hebben gemiddeld rond de 30% van hun vermogen in private equity en private debt geïnvesteerd, ruim boven het wereldgemiddelde. Deze verschuiving creëert behoefte aan instrumenten die toegankelijker en flexibeler zijn dan klassieke drawdown-fondsen.
3. Evergreen-fondsen democratiseren private equity. Niet door de activiteit eenvoudiger te maken, maar door de toegang te structureren:
  - lagere instapbedragen,
  - doorlopende toegang, zonder J-curve,
  - regelmatige NAV-waarderingen.

Voor veel nieuwe beleggers zijn evergreen-fondsen de eerste stap in private markets, waarna ze later zullen evolueren naar portefeuilles met klassieke closed-end-fondsen.

### *De belofte van semiliquiditeit: een brug, geen uitgang*

In de kern combineren semiliquide fondsen drie elementen:

1. Langetermijninvesteringen in private equity, private debt, infrastructuur of real assets.
2. Periodieke instap- en uitstapmomenten, vaak maandelijks of per kwartaal.
3. NAV-gebaseerde waarderingen, waardoor de belegger een 'fondsprijs' ziet zoals bij een openbaar fonds.

Voor beleggers die snel hun doelallocatie naar private equity willen opbouwen – zonder jaren te wachten op capital calls – zijn ze bijzonder aantrekkelijk. In tegenstelling tot klassieke closed-end-fondsen bevatten deze structuren namelijk al een draaiende portefeuille. Vanaf dag één is je geld aan het werk.

Dat verklaart waarom family offices en high-net-worth-individuen (HNWI's) deze structuren steeds vaker gebruiken als aanvulling bij hun klassieke commitments. Je kan met behulp van deze fondsen immers sneller je doelallocatie richting private markten bereiken. De architectuur van liquiditeit: hoe fondsen liquiditeit kunnen bieden zonder hun essentie te verliezen.

Een semiliquide fonds kan liquiditeit bieden omdat het zijn portefeuille bewust breder en anders samenstelt dan een klassiek closed-end fonds. Wel mogen beleggers niet vergeten dat de onderliggende waarden in deze fondsen, zelf maar zeer beperkt liquide zijn. Deze belofte van liquiditeit mag dus niet voorgespiegeld worden als een garantie.

Een deel wordt geïnvesteerd in private debt (snellere cashflows).

- Een deel in infrastructuur (stabiele coupons).
- Een deel in secondary-posities (verkorte J-curve).
- En vaak tot 10–20% cash of kortlopende instrumenten.

De liquiditeit is dus niet onbeperkt. Daarom hanteren alle professionele evergreen-fondsen gating-mechanismen: de mogelijkheid om uittredingen tijdelijk te beperken wanneer er uitzonderlijk veel uitstapverzoeken zijn.

Dit beschermt de overblijvende beleggers tegen:

- gedwongen verkopen tegen slechte prijzen,
- waardevernietiging,
- en verstoring van de portefeuillestructuur.

De gebeurtenissen van 2022-2023, waarin meerdere grote infrastructuur evergreen-fondsen van o.a. Blackstone hun redemption gates activeerden, tonen dat zelfs wereldspelers niet ontsnappen aan de fysieke beperkingen van illiquide markten. Het was geen teken van zwakte, maar van discipline, zonder gating zouden zij miljarden aan waarde hebben vernietigd.

### *Waarom evergreen-fondsen fiscaal anders behandeld worden*

Semiliquide structuren mengen doorgaans meerdere activaklassen. Dat maakt ze stabiel, maar vaak fiscaal minder aantrekkelijk dan pure buy-outfondsen binnen een private privak structuur.

Door deze cashpositie, of rente dragende instrumenten aanwezig binnen deze semiliquide fondsen is er vaak **Reynderstaks** (30% roerende voorheffing) verschuldigd voor Belgische inwoners op een stuk van het rendement van deze fondsen. Vaak zijn dit ook kapitalisatiefondsen waarop de beurstaks van 1,32% bij verkoop van toepassing is voor Belgische cliënten.

*‘Waar in België de private privak gezien kan worden als een fiscaal efficiënt vehikel voor closed-end private-equityfondsen, kan de TAK23 beleggingsverzekering voor Belgische cliënten gezien worden als de go to oplossing voor semiliquide fondsen.’*

In ruil voor een eenmalige premietaks van 2% op het kapitaal, biedt deze **TAK23** beleggingsverzekering een bevrijding van de 30% roerende voorheffing en beurstaksen anders verschuldigd op het rendement van deze semiliquide fondsen.

Het verwachte brutorendement van semiliquide fondsen ligt door de aanwezigheid van cash en vastrentende investeringen doorgaans ook iets lager dan klassieke PE-fondsen, maar het comfort en de voorspelbaarheid liggen hoger. In portefeuilles van de cliënten binnen onze family office, fungeren ze dan ook als aanloop- of stabilisatielaag, niet als vervanging voor traditionele drawdown-fondsen.

### *Een blijvende evolutionaire stap*

Semiliquide of evergreen-fondsen zullen niet verdwijnen. Ze worden een derde investeringsvorm naast:

- closed-end fondsen (pure private equity, illiquide, hoogste potentiële rendement)
- publieke markten (liquiditeit, lagere alpha)

Ze zijn het financiële equivalent van een landingsbaan, ze helpen beleggers om veilig een positie op te bouwen in een markt die complex maar lonend is. En precies daarom hebben ze hun plaats, ze verlagen de

drempel, maar verraden niet de essentie van private equity: langetermijneigenaarschap, geduld en discipline.

## De integratie van technologie en data

Private equity heeft zich altijd afgespeeld achter gesloten deuren – vertrouwelijke documenten, papieren rapporten en Excel-modellen die meer intuïtie dan data vertaalden. Maar de wereld verandert. De nieuwe generatie investeerders groeit op met realtime informatie, geautomatiseerde analyses en digitale transparantie. Ze verwachten van hun fondsen niet alleen rendement, maar ook zichtbaarheid.

De voorhoede van de sector heeft dat begrepen. Vandaag zijn het niet meer de juristen of de dealmakers die de technologische revolutie aanvoeren, maar de data-architecten. Fondsen zoals EQT werken met interne AI-teams, niet om kosten te besparen, maar om beslissingen te verscherpen. Hun ‘Motherbrain’-platform analyseert meer dan 30.000 datapunten per dag om nieuwe investeringskansen te identificeren en portefeuillebedrijven te benchmarken tegen wereldwijde peers. Een toekomstige target kan vandaag niet meer verborgen blijven voor wie de juiste algoritmes heeft.

Technologie brengt niet enkel efficiëntie, maar ook een nieuwe vorm van controle. Automatische rapportering, realtime monitoring van operationele KPI's en cloud-based NAV-berekening maken het mogelijk om de prestatie van bedrijven bijna live te volgen. Wat vroeger één keer per kwartaal werd gemeten, wordt nu dagelijks gezien. Dat verandert het spel fundamenteel: de General Partner is niet langer enkel beheerder, maar datapiloot.

### *Digitalisering en tokenisatie – realistische adoptie*

Neem de Bored Ape NFT als voorbeeld. Even googelen en je weet wat ik bedoel.

De digitalisering van private markets is een van de meest beloofde maar ook meest misbegrepen trends. De term **tokenisatie** duikt steeds vaker op tijdens conferenties en in bankenrapporten, maar weinig investeerders begrijpen wat het in de praktijk betekent.

In essentie gaat het om het vertalen van een fondsbelang of participatie in een bedrijf naar een digitale representatie op blockchain. Elke token staat voor een stukje eigendom – authentiek, onvervalsbaar en in theorie overdraagbaar binnen een gereguleerd netwerk.

Het belooft vier grote verschuivingen:

- Efficiëntere administratie – eigendomsrechten en transacties kunnen automatisch worden afgewikkeld via slimme contracten.
- Verbeterde transparantie – de levenscyclus van een investering wordt digitaal traceerbaar, met minder menselijke fouten.
- Snellere verhandelbaarheid – participaties kunnen theoretisch worden doorgegeven zonder de klassieke bancaire of notariële trajecten.
- Lagere instapdrempels – fractioneel bezit maakt deelname mogelijk met kleinere bedragen.

Maar tussen de technologische belofte en de juridische realiteit ligt een lange weg. Private equity is gebaseerd op vertrouwen, governance en juridische precisie – waarden die zich niet eenvoudig laten coderen. Een transactie op blockchain kan perfect uitgevoerd worden, maar de kwaliteit van de deal blijft afhankelijk van menselijke analyse en due diligence. Een slechte investering blijft slecht, zelfs als ze digitaal wordt verpakt. De adoptie is daarom voorlopig geleidelijk en gefaseerd. Banken zoals Sygnum Bank in Zwitserland en fondshuizen zoals Hamilton Lane in de Verenigde Staten hebben de eerste gereguleerde tokenized fondsen gelanceerd, maar de volumes blijven beperkt. De technologie functioneert – de juridische ecosystemen (AIFMD, MiCA, FSMA-kaders) zoeken nog hun onderlinge balans. Zonder duidelijke fiscale en compliance-standaarden blijft de grootschalige toepassing een kwestie van tijd.

De realistische toekomst ligt in een hybride model: fondsen die hun juridische structuren behouden, maar hun administratie, rapportering

en investeerdersregister volledig digitaliseren. Tokenisatie zal in eerste instantie worden gebruikt voor interne efficiëntie en databeheer, niet voor publieke verhandelbaarheid.

De ware waarde van digitalisering ligt dus niet in snelheid, maar in controle en traceerbaarheid: betere rapportering, transparantere NAV-berekening en realtime inzichten in de prestaties van portefeuillebedrijven.

» *‘De toekomst van private equity is niet digitaal of analoog – ze is symbiotisch.*

*De code versterkt het karakter, niet omgekeerd.’*

### ***Data als de nieuwe valuta***

De digitalisering maakt data zelf tot een vorm van kapitaal. Waar vroeger ervaring en netwerk volstonden, bouwen private-equityfondsen vandaag dataplatformen die systematisch waarde creëren. Portefeuillebedrijven leren van elkaar: kostenstructuren worden vergeleken, EBITDA-marges gebenchmarkt, salarisniveaus geoptimaliseerd en energie-efficiëntie gemeten.

Een fonds dat honderd bedrijven bezit, beschikt in feite over honderd operationele laboratoria. Die interne data – realtime, gedetailleerd en niet-publiek – vormen een voorsprong die geen enkele publieke belegger kan evenaren.

Parallel daaraan ontstaat een tweede laag: externe dataproviders die de private-marketswereld in kaart brengen. Spelers als Preqin en PitchBook hebben zich ontwikkeld tot quasi-infrastructuur voor institutionele investeerders. Zij verzamelen en structureren informatie over onder meer:

- historische IRR-, MOIC- en DPI-reeksen per fonds en per vintage,
- fondsgroottes, fundraising-trends en closing-dynamiek,
- dealdata zoals entry multiples, sectorblootstelling en exitkanalen,
- teamhistoriek, partnerrotatie en trackrecords van individuele dealmakers,
- en secundaire marktprijzen voor fondsbelangen.

Die data zijn bijzonder waardevol – en dat merk je ook aan de toegangs-drempel. Licenties zijn duur, met startprijzen vanaf 25.000 euro per jaar, en strikt afgeschermd voor het brede publiek. Transparantie in private markets is geen open goed, maar een competitief privilege. Wie geen toegang heeft tot die databronnen, blijft afhankelijk van verhalen, marketingmateriaal en anekdotes.

Voor investeerders betekent dit dat de meerwaarde van hun General Partner steeds minder ligt in buikgevoel en steeds meer in de kwaliteit van het data-ecosysteem dat hij beheert. Fondsen met superieure data kunnen sneller herfinancieren, beter anticiperen op cycli en scherper sturen op operationele verbeteringen. De nieuwe concurrentie in private equity speelt zich daarom niet alleen af tussen fondsen, maar tussen hun informatiesystemen.

Technologie zal de mens in deze wereld niet vervangen, maar versterken. Ze maakt de investeerder niet kouder, maar preciezer – een instrument dat instinct ondersteunt met inzicht.

*‘Algorithms are better at statistics; humans are better at values.’*

— *Daniel Kahneman (Thinking, Fast and Slow)*

### **Private credit en secondaries** — **de dubbele motor**

Waar banken door strengere regelgeving terughoudend zijn geworden, vullen private-creditfondsen het gat. Ze voorzien bedrijven van flexibele leningen – snel, discreet en met langetermijnkapitaal. Volgens Preqin

(2025) nadert het wereldwijd beheerde vermogen in private credit de grens van 2 biljoen dollar.

In China is een groot deel van dit soort alternatieve kredietverlening opgenomen in het fenomeen dat men **shadow banking** noemt: financiële intermediairs die buiten het klassieke banktoezicht opereren. De sector groeit er nog steeds explosief – een teken dat bedrijven wereldwijd steeds vaker op niet-traditionele bronnen van kapitaal rekenen.

Ook in België zien we dat mechanisme in een gereguleerde micro-vorm via crowdfundingplatformen zoals WinWinner of BeeBonds. Ze bieden kleine ondernemingen toegang tot financiering buiten de bank, met investeerders die rendement zoeken én maatschappelijke relevantie. Tegelijk is ook de markt voor secondaries geëxplodeerd. Met een volume van ruim 600 miljard dollar per jaar (Bron: Greenhill 2025) is dit het snelst groeiende segment in private markets. Beleggers kunnen liquiditeit creëren zonder bedrijven te verkopen, via GP-led continuation funds of LP-position sales.

Samen vormen private credit en secondaries de dubbele motor van groei en liquiditeit. Ze brengen zuurstof in bedrijven én in fondsen, en maken de private-marketswereld veerkrachtiger.

» *‘Liquiditeit is geen vijand van private equity, zolang ze gedoseerd wordt toegelaten.’*

## Globalisering en regionalisering

De komende tien jaar zullen private markets tegelijk globaliseren en regionaliseren. Kapitaal zal blijven stromen naar groeiregio's zoals India en Zuidoost-Azië, waar demografie en technologie samenvloeien. Maar geopolitieke onzekerheid en supply-chain-problemen brengen een nieuwe trend: nearshoring. Productie komt weer dichterbij huis, uit nood aan stabiliteit en energiezekerheid. Private-equityfondsen volgen dit patroon.

Hun strategieën evolueren van global reach naar controlled proximity: dichterbij de bron, met meer toezicht en snellere besluitvorming. Europa wordt opnieuw aantrekkelijk als veilige, gereguleerde productiebasis.

*‘Globalization’s next phase will be driven less by cost efficiency and more by resilience and security.’*

— *prof. Dani Rodrik*

## *De nieuwe maatstaf – rendement met verantwoordelijkheid*

De toekomst van private equity wordt niet bepaald door cijfers, maar door principes. De fondsen van morgen zullen niet alleen return on capital, maar ook return on character moeten aantonen. Wie investeert in private markets, investeert automatisch in duurzaamheid, governance en impact.

De integratie van ESG-criteria is geen keuze meer, maar een structureel onderdeel van elk due-diligenceproces. Kapitaal dat zich hieraan onttrekt, zal eenvoudigweg geen toegang meer krijgen. Private equity verschuift van financiële naar maatschappelijke hefboom: winst als gevolg van betekenis.

» *‘De toekomst van private equity is niet het maximaliseren van waarde, maar het vermenigvuldigen ervan.’*

## De menselijke maat

–

### advies en actief beheer

Hoe technologisch en mondiaal de sector ook wordt, één factor blijft onvervangbaar: advies. In een wereld waar beleggers online met één klik indexfondsen kopen, vraagt private equity net het tegenovergestelde: dialoog, kennis en tijd.

Een goede adviseur doet meer dan toegang bieden; hij bewaakt evenwicht. Hij helpt bepalen welke allocatie past bij vermogen, liquiditeitsbehoefte en temperament van de belegger. Zonder begeleiding kan democratisering omslaan in overmoed en misbegrip. Private equity is bovendien een van de weinige domeinen waar actief beheer echt betekent wat het zegt. De General Partner verdient zijn management fee niet voor het volgen van een benchmark, maar voor het creëren van waarde – door strategische keuzes, herstructureringen en management-interventies. Dat onderscheidt deze activaklasse van de talloze ‘benchmark-huggers’ die passieve rendementen innen tegen actieve vergoedingen.

» *‘In private equity is advies geen luxe, maar risicobeheer.’*

» *‘En actief beheer betekent: verantwoordelijkheid nemen, niet enkel rendement claimen.’*

De toekomst van private markets zal worden gevormd door technologie, regelgeving en ambitie – maar geleid door mensen die weten wat vertrouwen betekent. Echte vooruitgang ontstaat niet door snelheid, maar door richting.

# *HOOFDSTUK 11*

---

## *EPILOOG: IN VERTROUWEN INVESTEREN*

## *‘Er is niets discreter dan succes dat gedeeld wordt.’*

In de wereld van kapitaal wordt zelden hardop gesproken over wat er echt toe doet. Macht toont zich luid, vertrouwen nooit. Het wordt verdiend in stilte, getest wanneer markten kantelen en bevestigd door consequent handelen, ver weg van de schijnwerpers.

### **De reis van kapitaal en karakter**

Wanneer ik terugkijk op de voorbije jaren, zie ik niet enkel cijfers of rendementen. Ik zie mensen. Cliënten die me hun vertrouwen schonken, collega's die elke dag het onmogelijke normaal maken, en partners die me eraan herinneren dat kapitaal zonder karakter weinig waard is.

Onze family office is voor mij nooit zomaar een financieel huis geweest. Het is een belofte – aan onze cliënten, maar ook aan onszelf. Ons doel is eenvoudig te formuleren, maar moeilijk te evenaren: vermogende cliënten maximale toegang geven tot performante beleggingsoplossingen, of die zich nu afspelen op de publieke markten of in de wereld van private equity.

Ik beschouw mezelf als een deler van kennis – iemand die bruggen wil slaan tussen academische inzichten, financiële ervaring en menselijke verhalen. Kennis hoort niet in een kluis, maar in omloop; ze groeit enkel wanneer ze gedeeld wordt. Daarom blijf ik investeren in educatie, onderzoek en open dialoog. Die missie kreeg de voorbije jaren concreet vorm aan de Universiteit Hasselt, waar ik als gastdocent Vermogensbeheer een reeks gastcolleges verzorgde voor laatstejaarsstudenten Master Handelswetenschappen en mee het afstudeertraject Vermogensbeheer hielp uitbouwen. Niet om theorie te herhalen, maar om studenten te

tonen dat vermogen beheren meer is dan cijfers: het is verantwoordelijkheid. En telkens wanneer ik daar voor de klas sta, besef ik opnieuw dat de toekomst van onze sector niet ligt in technologie of rendement, maar in de nieuwsgierigheid van jonge mensen die durven vragen: ‘Waarom?’

### **Dankwoord**

#### **de mensen achter de schermen**

Er is een gezegde dat je nooit alleen een berg beklimt. Dat geldt ook voor het bouwen van een onderneming, en zeker voor het uitbouwen van een ecosysteem van vertrouwen.

Vooreerst aan onze cliënten. Aan de families en ondernemers die ons al zeventien jaar lang hun vertrouwen schenken. Jullie zijn geen toeschouwers, maar medebouwers. Door jullie openheid, kritische vragen en langetermijnblik hebben wij geleerd wat verantwoordelijkheid in de praktijk betekent. Vertrouwen ontstaat niet door beloftes, maar door consistent handelen – ook wanneer niemand meekijkt. Dat jullie ons dat vertrouwen bleven schenken, jaar na jaar, beschouwen wij niet als vanzelfsprekend, maar als een voorrecht.

Aan mijn echtgenote Michelle Bovy – de echte protagonist(a) in dit verhaal. Zonder haar inzicht en geloof in wat ik doe, was dit project nooit realiteit geworden. Als voormalige CEO van onze family office heeft zij de fundamenten gelegd waarop we verder konden bouwen: haar nuchtere visie op wat onafhankelijke dienstverlening écht betekent, leeft vandaag nog in elke beslissing die we nemen.

Aan alle collega's – jullie zijn de stille motor onder dit geheel. Elk dossier, elke deadline, elk weekend dat nét iets te kort was: het telt. Ons motto ‘*Work Hard, Play Heart*’ (ja, met een *T*) symboliseert perfect wie we zijn: een bedrijf op mensenmaat, met hart voor cliënten én voor elkaar.

Aan mijn vriend en sparringpartner Nico Vandervelpen, onafhankelijk bestuurder binnen en oprichter van het Bioqube Factory Fund

– een man die biotechnologie leest als een roman en investeert met chirurgische precisie. Onze gesprekken, ergens tussen champagne en spreadsheets, herinneren me eraan dat wetenschap en rendement perfect kunnen dansen – zolang de choreografie klopt.

Aan professor Sigrid Vandemaele, hoogleraar Corporate Finance aan de UHasselt, onafhankelijk bestuurder bij Argenta en Protagonist: uw kritische geest is een luxe die te weinig mensen hebben. U combineert academische diepgang met menselijkheid – en dat maakt u tot de ideale vertrouwenspersoon. Uw opmerkingen fungeren steeds als richtingaanwijzers, niet als obstakels.

Aan de banken, fondsbeheerders en partners met wie we de afgelopen jaren hebben samengewerkt: samen hebben we niet enkel deals gesloten, we hebben ideeën getest, visies gedeeld en grenzen verlegd.

Dank voor de openheid, het wederzijds respect en de elegantie waarmee we samen de toekomst van private markets vormgeven.

» *‘In de juiste handen is een handdruk nog altijd sterker dan een contract.’*

## Slotwoord

### de horizon blijft open

Als er één ding is dat ik uit dit traject meeneem, dan is het dat de essentie van investeren niets te maken heeft met geld. Het gaat over tijd. Over vertrouwen. Over de mensen met wie je die tijd deelt.

Private equity, publieke markten, technologie, rendement – het zijn allemaal middelen. Wat telt, is het verhaal dat je ermee schrijft. Voor mij persoonlijk is dat verhaal nog lang niet ten einde.

Dit boek over private equity is geen sluitstuk, maar een volgende stap.

Met trots mag ik bijdragen als ondernemer aan alle huidige en toekomstige initiatieven die wij in het vooruitzicht hebben – projecten

waarin kennis, discipline en ondernemerszin samenkomen om iets te bouwen dat langer meegaat dan een cyclus.

*‘De wereld van kapitaal verandert voortdurend, maar vertrouwen blijft de enige munt die nooit devalueert.’*

Wie deze evolutie wil blijven volgen, nodig ik graag uit op [privateequitycode.com](http://privateequitycode.com)

Op onze website en blog delen we doorlopend inzichten, analyses en relevant nieuws over de private-equitymarkten, als verlengstuk van de thema’s die in dit boek aan bod kwamen. Met dank aan iedereen die meeschreef aan dit boek – niet met woorden, maar met daden.

Matty Martens – CEO B-sure NV

*GLOSSARIUM*

---

*DE PRIVATE  
EQUITY TAAL EN  
VERKLARENDE  
BEGRIPPEN*

Wie in de wereld van private equity stapt, ontdekt al snel dat rendement niet alleen in cijfers zit, maar ook in woorden. Begrippen als **carry**, **leverage** of **J-curve** zijn meer dan technische termen – ze beschrijven de psychologie, de ritmiek en de architectuur van een sector die werkt op lange adem.

Dit glossarium bundelt de kernbegrippen die in het boek voorkomen. Niet als theoretische woordenlijst, maar als praktische vertaling van het vakjargon dat investeerders, fondsbeheerders en adviseurs wereldwijd met elkaar verbindt. De vetgedrukte termen in het boek verwijzen naar deze verklaringen.

**AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive):**

Europese richtlijn die het beheer en de distributie van alternatieve beleggingsfondsen reguleert, met regels rond kapitaalvereisten, risicobeheer, rapportering en de scheiding tussen beheerder, bewaarbank en administrateur.

**Alfa:** Het extra rendement dat een fonds realiseert bovenop wat verklaard kan worden door marktblootstelling; in private equity vooral het resultaat van selectie, governance en operationele waardecreatie.

**Alignment of interest:** Principe waarbij de belangen van de General Partner (GP) en de Limited Partners (LP's) op één lijn worden gebracht, meestal via eigen kapitaalbreng van de GP.

**American Waterfall / Deal-by-deal waterfall:**

Winstverdelingsstructuur waarbij de GP carried interest ontvangt per individuele investering zodra de hurdle rate is gehaald.

**Angel Investor:** Individuele investeerder die in een zeer vroege fase kapitaal verstrekt aan een onderneming, vaak vóór institutionele fondsen instappen.

**ARR (Annual Recurring Revenue):** Jaarlijks terugkerende omzet, vooral gebruikt bij SaaS-bedrijven om voorspelbaarheid en schaalbaarheid te meten.

**Asset class:** Categorie van beleggingen met gelijkaardige risico- en rendementskenmerken, zoals aandelen, obligaties, vastgoed of private equity.

**Audit:** Onafhankelijke controle van financiële rapportering en interne processen, essentieel voor institutioneel vertrouwen.

**AUM (Assets Under Management):** Het totale beheerde vermogen van een fonds of fondsbeheerder.

**Basel-regels:** Internationale kapitaal- en liquiditeitsvereisten voor banken die kredietverlening beperken en zo de rol van private markten versterken.

**Bewaarbank (Depository):** Onafhankelijke instelling die toezicht houdt op kasstromen en activa van een fonds, verplicht onder AIFMD.

**Blind pool:** Fondsstructuur waarbij investeerders kapitaal toezeggen zonder vooraf te weten in welke bedrijven zal worden geïnvesteerd.

**Buy-out:** Overname van een bedrijf met een combinatie van eigen vermogen en schuld, gericht op actieve waardecreatie.

**Buy-and-build:** Strategie waarbij een platformbedrijf groeit via add-on-overnames om schaal, synergie en waardering te verhogen.

**Capital call:** Oproep door de GP aan LP's om een deel van hun toegezegde kapitaal effectief te storten.

**Capital deployment rate:** Het tempo waarin een fonds het gecommiteerde kapitaal effectief investeert in transacties. Het geeft aan hoe snel toezeggingen van investeerders worden omgezet in daadwerkelijke participaties.

**Carried interest (carry):** Prestatievergoeding van de GP, meestal 20% van de winst boven de hurdle rate.

**Cash-conversion ratio:** Verhouding tussen gerealiseerde kasstromen en boekhoudkundige winst; maatstaf voor kwaliteit van waardecreatie.

**Catch-up:** Fase in de winstverdeling waarbij de GP tijdelijk een groter deel van de opbrengsten ontvangt tot zijn carry volledig is bereikt.

**Clawback:** Contractuele bepaling die de GP verplicht ontvangen carry terug te betalen indien de eindprestatie lager uitvalt.

**Closed-end:** Fondsstructuur met vaste looptijd, zonder tussentijdse instap- of uitstapmogelijkheden.

**Co-investment:** Rechtstreekse investering van een LP naast het fonds in een specifieke deal, meestal zonder extra fees.

**Commitment:** Het totaalbedrag dat een investeerder toezegt aan een fonds.

**Commitment pacing / pacing:** Gespreide planning van fondscommitments om stabiele blootstelling over vintages te behouden.

**Continuation vehicle / Continuation Fund:** Nieuw vehikel waarin bestaande portfeuillebedrijven worden ondergebracht om de investeringshorizon te verlengen.

**Corporate raiders:** Historische term voor agressieve overname-investeerders; voorloper van modern private equity.

**Covenant-lite:** Schuldfinanciering met sterk beperkte of afwezige convenanten, wat flexibiliteit verhoogt maar bescherming voor kredietverstrekkers verlaagt.

**CSSF:** Luxemburgse toezichthouder op fondsen en financiële instellingen.

**Currency hedging:** Het afdekken van wisselkoersrisico door middel van financiële instrumenten, zodat schommelingen in vreemde valuta het rendement van een investering niet of slechts beperkt beïnvloeden.

**DBI-aftrek:** Belgisch fiscaal regime waarbij ontvangen dividenden onder voorwaarden grotendeels zijn vrijgesteld van belasting.

**Default notice:** Formele kennisgeving dat contractuele verplichtingen niet worden nageleefd.

**Deleveraging:** Het afbouwen van schulden via kasstromen, wat de waarde van het eigen vermogen verhoogt.

**Diversificatie:** Spreiding over activa, strategieën en vintages om risico's te beperken.

**Distressed / Turnaround fondsen:** Fondsen die investeren in bedrijven in financiële moeilijkheden met als doel herstructurering.

**Double dipping:** Praktijk waarbij meerdere vergoedingen worden aangerekend voor dezelfde economische activiteit.

**DPI (Distributed to Paid-In):** Verhouding tussen uitgekeerde kasstromen en het effectief gestorte kapitaal.

**Drawdown-fonds:** Private-equityfondsen waarbij investeerders een commitment aangaan en het kapitaal geleidelijk wordt opgevraagd via capital calls, in plaats van onmiddellijk volledig te storten.

**Dry powder:** Toegezegd maar nog niet geïnvesteerd kapitaal binnen een fonds.

**Due diligence (DD):** Grondige analyse van een fonds, transactie of bedrijf om risico's en kansen te beoordelen.

**EBITDA:** Operationele winst vóór interesten, belastingen, afschrijvingen en amortisatie.

**Economic moat:** Een duurzame concurrentiële beschermingswal rond een onderneming, waardoor zij haar winstgevendheid kan beschermen tegen concurrentie.

**Entry multiple:** De multiple (meestal x EBITDA) waartegen een investering wordt aangekocht.

**Equalisation fee:** Vergoeding die latere investeerders betalen om gelijkgeschakeld te worden met eerdere instappers.

**ERISA:** Amerikaanse pensioenwetgeving die investeringen door pensioenfondsen in private equity reguleert.

**ESG (Environmental, Social, Governance):** Criteria die duurzaamheid, ethiek en bestuurskwaliteit meten.

**Evergreen / Evergreen fund:** Fonds zonder vaste einddatum met continue instap en beperkte uitstapmogelijkheden.

**Fairness opinion:** Onafhankelijk oordeel over de financiële billijkheid van een transactieprijs.

**Family office:** Organisatie die het vermogen van een of meerdere families structureert en beheert met focus op lange termijn.

**Final close:** Moment waarop een fonds definitief wordt afgesloten voor nieuwe investeerders.

**Financial butler:** Onafhankelijke regisseur die financiële beslissingen over banken en fondsen heen coördineert voor vermogende cliënten.

**Financial engineering:** Structureren van kapitaal, schuld en kasstromen om rendement te optimaliseren.

**Frontier markets:** Opkomende markten in een vroeg ontwikkelingsstadium met hogere risico's en potentieel hogere rendementen.

**FSMA:** Belgische toezichthouder op financiële markten en producten.

**Fund-of-funds (FoF):** Fonds dat investeert in meerdere onderliggende fondsen voor spreiding.

**GP (General Partner):** Fondsbeheerder die investeringsbeslissingen neemt en het fonds beheert.

**GP Commitment / Skin in the game:** Eigen kapitaalinzet van de GP om belangen met LP's te aligneren.

**Governance:** Structuren, regels en controles die besluitvorming en toezicht organiseren.

**Hedgefondsen:** Actief beheerde fondsen met flexibele strategieën, vaak gericht op absolute return.

**High-yield bonds:** Obligaties met hogere rente en hoger risico, historisch belangrijk in LBO-financiering.

**HNWI (High Net Worth Individual):** Een particuliere belegger met een vrij belegbaar vermogen boven een bepaalde drempel, doorgaans vanaf ongeveer 1 miljoen euro aan belegbaar roerend vermogen.

**Hurdle rate / Preferred return:** Minimumrendement voor LP's vóór carry wordt toegekend.

**Illiquidity premium:** Extra verwacht rendement als compensatie voor illiquiditeit.

**Illiquide activa:** Beleggingen die niet snel verhandelbaar zijn zonder waardeverlies.

**ILPA:** Institutional Limited Partners Association, ontwikkelt best practices voor LP-GP-relaties.

**Infrastructure / Infrastructuur:** Investerings in essentiële activa met stabiele langetermijn-kasstromen.

**Investment memorandum:** Intern document waarin een investering volledig wordt geanalyseerd.

**IPEV-richtlijnen (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines):** Internationale richtlijnen voor de waardering van niet-beursgenoteerde participaties binnen private-equity- en venturecapitalfondsen.

**IPO (Initial Public Offering):** Beursintroduktie van een bedrijf.

**IRR (Internal Rate of Return):** Jaarlijks samengesteld rendement, sterk beïnvloed door timing van cashflows.

**J-curve:** Typisch rendementsverloop van private equity: eerst negatief, later positief.

**KPI's:** Meetpunten voor operationele en strategische prestaties.

**Leverage:** Gebruik van schuld om rendement te versterken, met verhoogd risico.

**Line-item proliferatie:** Toename van kleine, oude fondsposities die administratieve last veroorzaken.

**Liquidity sleeve:** Cashbuffer binnen (semi-)liquide fondsen.

**LLM (Large Language Model):** Geavanceerd AI-model dat natuurlijke taal begrijpt en genereert.

**Look-through:** Analyse waarbij men door een fondsstructuur heen kijkt.

**Loss ratio:** Het percentage participaties binnen een fonds dat met verlies wordt verkocht of volledig wordt afgeschreven (total loss).

**LP (Limited Partner):** Investeerder met beperkte aansprakelijkheid.

**LPAC (Limited Partner Advisory Committee):** Adviesorgaan van LP's rond governance en belangenconflicten.

**Management fee:** Jaarlijkse vergoeding voor het beheer van het fonds.

**Mark-to-market:** Waarderingsmethode op basis van actuele marktprijzen.

**MBO (Management Buy-out):** Overname waarbij het bestaande management een controlerend belang verwerft.

**MOIC (Multiple on Invested Capital):** Totale waarde gedeeld door geïnvesteerd kapitaal.

**MSCI World:** Wereldwijde aandelenindex van ontwikkelde markten.

**NAV (Net Asset Value):** Waarde van activa minus passiva.

**NFT:** Niet-fungible token; digitaal eigendomsbewijs op blockchain.

**Oversubscribed / Hard-cap:** Situatie waarbij de vraag groter is dan het doelkapitaal wat de hard-cap genoemd wordt.

**Passief beleggen:** Beleggingsstrategie die een index volgt zonder actieve selectie.

**PME (Public Market Equivalent):** Vergelijking van private-equity-rendement met publieke markten.

**Portfolio Management Systems (PMS):** Software voor beheer en rapportering van complexe portefeuilles.

**Power law:** Principe waarbij een klein aantal investeringen het merendeel van het rendement bepaalt.

**Primaries:** Rechtstreekse investeringen in nieuw opgerichte fondsen.

**Private Debt / Credit:** Niet-bancaire leningen verstrekt door gespecialiseerde fondsen.

**Private equity:** Investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven met actieve waardecreatie.

**Privak:** Belgisch gereguleerd private-equityvehikel met fiscaal gunstig kader.

**Protagonist:** De bewuste investeerder die actief, gedisciplineerd en langetermijngericht participeert in private markten.

**Public equity / Publieke markten:** Markten waar beursgenoteerde effecten vrij verhandelbaar zijn.

**Reynderstaks:** Belgische belasting op meerwaarden in bepaalde fondsen.

**Rollover-kapitaal:** Herinvestering van verkopers na een overname.

**SaaS-bedrijven:** Softwarebedrijven met abonnementsmodel en recurring inkomsten.

**SCSp:** Luxemburgse fondsstructuur (Special Limited Partnership).

**Secondaries:** Markt voor doorverkoop van bestaande fondsbelangen.

**Semiliquide / Semiliquid fund:** Fonds met beperkte, periodieke uitstapmogelijkheden.

**SFDR:** Europese regelgeving rond duurzaamheidsrapportering.

**Shadow banking:** Niet-bancaire kredietverlening buiten het klassieke bankensysteem.

**Sicar (Société d'Investissement en Capital à Risque):** Luxemburgse investeringsvennootschap voor private equity en venture capital, gericht op professionele beleggers en risicokapitaal.

**Sweet Spot:** Optimale fondsgrootte of dealomvang.

**TAK23:** Beleggingsproduct uitgegeven door een verzekeraar, gekoppeld aan beleggingsfondsen.

**Tokenisatie:** Digitalisering van eigendom via blockchain.

**Track record:** Historisch overzicht van gerealiseerde prestaties.

**TVPI (Total Value to Paid-In):** Totale waarde gedeeld door gestort kapitaal.

**UCITS-fondsen:** Sterk gereguleerde Europese beleggingsfondsen voor retailbeleggers.

**UNPRI-principes:** VN-richtlijnen voor verantwoord beleggen.

**Unfunded / Undrawn commitment:** Toegezegd maar nog niet opgevraagd kapitaal.

**Unicorn:** Privaat bedrijf met waardering boven één miljard dollar.

**Valuation lag:** De vertraging waarmee de waardering van niet-beursgenoteerde participaties wordt aangepast, waardoor de gerapporteerde waarde tijdelijk kan afwijken van de actuele economische realiteit.

**Value Creation Plan (VCP):** Plan waarin operationele waardecreatie wordt uitgewerkt.

**Vendor loan:** Lening van verkoper aan koper in het kader van een bedrijfsovername.

**Vintage / Vintage year:** Jaar waarin een fonds zijn eerste investeringen doet.

**Waterfall:** Mechanisme voor winstverdeling tussen LP's en GP's.



Gent, België  
info@borgerhoff-lamberigts.be  
www.borgerhoff-lamberigts.be

ISBN: 9789493508156  
NUR: 793  
Thema: KF  
D2026/11.089/158

© 2026, Borgerhoff & Lamberigts nv

Auteur: Matty Martens  
Coördinatie: Isabel Boons, Ella Brocq, Joni Verhulst  
Eindredactie: Liesbet De Pauw  
Cover en binnenwerk: Wouter van Nes

Gedrukt in Europa  
Eerste druk: Mei 2026

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie, elektronische drager of op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever. De uitgever heeft geprobeerd bij de samenstelling van deze uitgave alle rechthebbenden op copyright te contacteren. Mocht er een opname zonder voorkennis van rechthebbenden zijn gebeurd, dan verzoeken wij dezen alsnog contact op te nemen.

