

Europees venture capital: een verkeerd begrepen maar zeer aantrekkelijke asset class

Door Harry Geels

De grote aantrekkingskracht van venture capital is de combinatie van zowel hoge financiële opbrengsten als impact. Het zijn echter vooral Amerikaanse investeerders die profiteren van onze bloeiende Europese start-up-ecosystemen. Er ligt een educatieve uitdaging met betrekking tot venture capital in Europa die dringend moet worden aangepakt. Met deze mini Ronde Tafel over venture capital, met Joost Holleman van Prime Ventures, Ross Morrison van Adams Street Partners en Juul Vaandrager van de NVP, proberen we een begin te maken.

Wat is venture capital en wat is het verschil tussen venture capital (VC) en buy-outs?

Juul Vaandrager: ‘Laten we beginnen met de overeenkomsten: het zijn beide vormen van private equity in tegenstelling tot publieke equity. Wat de verschillen betreft: VC-fondsen investeren vooral in innovatieve start-ups met een beperkt trackrecord, terwijl buy-outs later plaatsvinden in volwassen bedrijven. Voorts worden VC-ondernemingen hoofdzakelijk met eigen vermogen gefinancierd, terwijl buy-outs een combinatie van

vreemd en eigen vermogen gebruiken. Het vreemd vermogen is dus belangrijk. Het derde verschil betreft het risico-profiel. VC-investeringen zijn doorgaans risicovoller dan buy-outs omdat er weinig ervaring is en de product-marktcombinatie nog niet vastligt. Ten vierde investeren institutionele beleggers, althans de Nederlandse, een aanzienlijk percentage van hun portefeuille in buy-outs en slechts een zeer klein percentage in VC-ondernemingen. Ten vijfde investeert VC in innovatieve bedrijven met nieuwe bedrijfsmodellen of nieuwe technologieën. VC is dus ideaal gepositioneerd om niet alleen een financieel rendement maar ook een maatschappelijke impact te genereren.’

Joost Holleman: ‘Wat de verschillende risicoprofielen betreft, is VC inderdaad risicovoller. Start-ups hebben weinig tot geen inkomsten. Op de meeste zul je waarschijnlijk geld verliezen, en dat moet gecompenseerd worden door de paar start-ups die unicorns worden. Er is een zeer asymmetrische payout. Een ander verschil tussen VC en buy-out is dat de laatste alleen tot stand kan komen door een verandering van eigenaar – gewoonlijk in de vorm van een meerderheidsinvestering – terwijl VC-investeerders en ondernemers partners kunnen worden met VC-bedrijven en minderheidsbelangen kunnen hebben naast oprichters en management. Ten slotte is venture capital een asset class voor de lange termijn met een langere waarschijnlijke horizon dan buy-outs. Deze lange horizon past eigenlijk heel goed bij pensioenfondsen.’

Wat is 'the case for' VC en waarom zouden Nederlandse institutionele beleggers erin moeten investeren?

Vaandrager: 'Het is vooral de combinatie van potentieel hoge rendementen en het maken van impact die nu meer dan ooit nodig is. We staan voor zoveel uitdagingen op het gebied van gezond ouder worden, klimaatverandering en de vraag naar strategische autonomie voor medicijnen, voedsel en energie. Mondiale problemen vereisen mondiale oplossingen en de juiste financiering. Dit is waar grote institutionele beleggers, denk ik, moeten ingrijpen, omdat zij een verschil kunnen maken en voor substantiële financiering kunnen zorgen. Helaas zijn ze nog maar beperkt geïnvesteerd in VC. Dat moet veranderen.'

Ross Morrison: 'Op de lange termijn heeft VC onevenredig veel beter gepresteerd dan alle andere asset classes. Helaas lijkt de aantrekkingskracht van VC in Europa niet goed begrepen te worden en dat is een groot systematisch probleem. Europa heeft een bloeiend venture ecosysteem, maar het zijn vooral Amerikaanse en zelfs Aziatische fondsbeheerders of LPs, die hiervan profiteren omdat zij wereldwijd in VC investeren. Amerikaanse institutionele beleggers hebben van oudsher veel meer begrip betreffende VC dan hun Europese tegenhangers en hun typische allocatie naar VC bedraagt 20 tot 30% van hun totale allocatie aan private markten. De VS heeft een bloeiende venture capital-markt waar het land veel baat bij heeft gehad. Kijk bijvoorbeeld naar alle grote IT-bedrijven die aan de Nasdaq staan genoteerd of in de S&P 500 zijn opgenomen.'

Dat is nogal een uitspraak: Europese institutionele beleggers begrijpen VC niet!

Morrison: 'Dat is het inderdaad, maar het moet gezegd worden omdat wij geloven dat het venture ecosysteem het levensbloed van Europa zou kunnen zijn en dus in belangrijke mate bepalend is voor de toekomstige groei van Europa. Toch hebben veel Europese institutionele beleggers besloten er niet in te investeren. En dat moet veranderen.'

Holleman: 'Correct, en het is nogal vreemd dat ze dat niet doen, want we kunnen gemakkelijk aantonen dat het risico-rendementsprofiel van de portefeuille toeneemt bij een allocatie naar VC. En dat is niet alleen over een korte periode. Het gaat over decennia en door alle economische cycli heen. Zelfs als

een investeerder niet gevoelig is voor alle andere argumenten, zou dit rendementsargument moeten volstaan, zou ik zeggen.'

Waarom investeren Nederlandse institutionele beleggers relatief weinig in VC?

Vaandrager: 'Laten we eerst één punt rechtzetten. Er is enige allocatie van Nederlandse institutionele beleggers naar VC. Dat wordt echter meestal niet in Nederland geïnvesteerd, maar in de VS. Bij verzekeraars zijn er enkele positieve uitzonderingen. Zo hebben Achmea en Menzis geïnvesteerd in een Europees VC life science fonds. Hetzelfde geldt voor sommige banken die investeren in VC-impactfondsen. Er zijn een aantal misvattingen die verklaren waarom Nederlandse pensioenfondsen terughoudend zijn om te investeren. Deze misvattingen kunnen gemakkelijk worden rechtgezet. Een ervan is dat het grote kapitaal van onze pensioenfondsen niet kan worden ingezet. Dit is al heel wat jaren niet meer het geval. Zo heeft de life sciences tak van EQT (voorheen LSP) net een fonds van 1 miljard opgehaald, wat de mogelijkheid biedt om grote tickets te doen.'

Morrison: 'De dominantie van Amerikaanse institutionele beleggers als LPs in Europese VC-fondsen is grotendeels te wijten aan een slechte ervaring tijdens het dotcom-tijdperk, toen veel Europese institutionele beleggers op het slechtst mogelijke moment in de markt stapten. Er was te veel kapitaal voor te weinig transacties in een ecosysteem dat nauwelijks bestond, en er werden grote verliezen geleden toen de zeepbel uiteenspatte. Dat ondermijnde het vertrouwen in de sector, een trend die ongeveer 20 jaar heeft standgehouden. Maar de Europese investeerders moeten de kater te boven komen en in VC gaan investeren. Dat is belangrijk voor Europa, zodat mensen in het hele continent profiteren van de rijkdom die Europese unicorns creëren.'

Holleman: 'Het lijkt inderdaad een kwestie van 'once bitten, twice shy'. Het is geen gemakkelijke beleggingscategorie om te begrijpen en dus ook geen gemakkelijke om in te investeren. Het gaat om nieuwe bedrijven zonder cashflow in een markt die niet bestaat. Het gaat eigenlijk over investeren in een visie. Dat valt te leren en te begrijpen. De Amerikanen doen het al vijftig jaar en kijk wat het hen heeft gebracht.'



Juul Vaandrager

Juul Vaandrager is Directeur Venture Capital bij de NVP. In deze functie behartigt zij de belangen van VC-fondsen in Nederland. Hiervoor bekleedde zij senior posities in corporate finance/financieel advies en werkte zij als investment professional voor Rabo Private Equity en ABN AMRO. Daarnaast is zij lid van diverse adviescommissies.



Joost Holleman

Joost Holleman, Managing Partner bij Prime Ventures, trad in 2009 in dienst. Hij is verantwoordelijk voor alle aspecten van de bedrijfsvoering, waaronder investor relations. Voordat hij bij Prime Ventures kwam, was hij werkzaam bij Alpinvest Partners in Amsterdam. Vanaf 2001 heeft hij namens Alpinvest een groot aantal fondsinvesteringen geleid in buy-out, mezzanine en vooral venture capital. Voor Alpinvest was Holleman Senior Consultant bij PricewaterhouseCoopers.



Ross Morrison

Ross Morrison, Partner bij Adams Street Partners, richt zich op de primaire portefeuille binnen het VK, Scandinavië en Frankrijk. Hij bestrijkt ook pan-Europese managers, de large cap ruimte en is verantwoordelijk voor Venture Capital in Europa en Israël. Voordat hij bij Adams Street kwam, was hij investment Associate bij Horsley Bridge en werkte hij in de Private Equity Group bij Ernst & Young.

Hoe krijgen we Nederlandse pensioenfondsen en andere institutionele beleggers zover dat ze gaan investeren in ons bloeiende VC-ecosysteem? Zijn er al showcases?

Holleman: 'Er zijn drie noodzakelijke ingrediënten voor een bloeiende VC-industrie. Een daarvan is innovatie in technologie. Europa loopt hierin voorop, gezien het aantal wetenschappers en promovendi dat jaarlijks afstudeert. Het tweede ingrediënt is ondernemerschap, dat zich de laatste tien jaar echt heeft ontwikkeld. Tien jaar geleden wilden afgestudeerden voor Shell en Unilever werken. Nu willen ze hun eigen bedrijf beginnen. Oprichters van succesvolle bedrijven kweken ook andere succesvolle ondernemers. Het derde ingrediënt is kapitaal. Het meeste daarvan komt inderdaad van buiten Europa of van angel investors: vrienden en familie of family offices. Er zijn ook veel unicorns geweest – een mooi voorbeeld is Adyen, een zeer succesvol miljardenbedrijf in het Nederlandse betalingsverkeer. Er zijn eigenlijk geen argumenten meer om niet te investeren.'

Vaandrager: 'Kijk bijvoorbeeld naar de LP-basis van Adams Street. Het bedrijf heeft wereldwijd zo'n vijfhonderd pensioenfondsen in zijn klantenbestand. Ongeveer 40% daarvan is Europees, maar er zijn nauwelijks Nederlandse. De Nederlandse fondsen die wel in de asset class investeren, investeren in Amerikaanse VCs. Er zijn uitzonderingen. Sommige pensioenfondsen hebben hun tenen in het Europese VC-impactwater gestoken, zoals MN, PME en PMT. Zij hebben geïnvesteerd in Innovation Industries, een Nederlandse VC die actief is in impact deep tech en in het later-stage life science fonds van Forbion. Deze pensioenfondsen hebben aantrekkelijke rendementen gerealiseerd in VC. Ik hoop dat andere fondsen dit voorbeeld zullen volgen. Misschien kan de groeiende populariteit van impact investing het kunstje doen, want zoals gezegd leent VC zich uitstekend voor impact investing. Kijk bijvoorbeeld naar een bedrijf als BioNTech, dat wordt gefinancierd door internationale VCs en pensioenfondsen. Het ontwikkelde het eerste succesvolle mRNA Covid-vaccin. Misschien helpt ook de politieke omslag naar meer lokaal investeren. Een laatste punt is dat het helpt om beslissingen over de markten, sectoren en gerealiseerde financiële rendementen: de NVP doet veel moeite om deze informatie openbaar te maken.'

Is er een optimale verdeling tussen VC en buy-outs?

Morrison: 'In de 50 jaar dat Adams Street portefeuilles opbouwt, zien we dat een allocatie van 20% tot 30% naar venture binnen een grotendeels op buy-outs gerichte portefeuille het risico-rendementsprofiel van de totale private equity allocatie verbetert. Een uitdaging is dat beleggers proberen het zelf te doen, omdat ze gevoelig zijn voor de kosten of deze niet willen betalen. Ik zou dat afraden, omdat je in een goed gediversifieerde VC-portefeuille over het algemeen een grote spreiding van bedrijven moet hebben. We richten ons binnen onze fondsen overigens steeds meer op Europese start-ups omdat hier, zoals gezegd, zoveel kansen liggen.'

Holleman: 'Het is inderdaad niet eenvoudig om het goed te doen. Je hebt niet alleen de spreiding nodig, maar ook de expertise, de netwerken en, misschien wel het belangrijkste, het geduld. Het kan gemakkelijk tien jaar duren voordat je het rendement ziet. Ook is inzet – of misschien beter, consistentie – nodig. Dat wil zeggen: elk jaar investeren, niet slechts eenmalig. Ik herken het punt dat sommige pensioenfondsen de vergoedingen schuwen, maar dat is een onverstandige beslissing. Goede VC-fondsbeheerders maken hun fees meer dan goed.'

Wat zijn de vooruitzichten voor VC? Wat zijn de gevolgen op korte en lange termijn van de aanzienlijke daling van de waardering van beursgenoteerde techbedrijven?

Morrison: 'Volgens ons maken de recente marktontwrichtingen en waarderingsherzieningen dit een uitstekend moment om in Europees VC te gaan investeren. Volgens ons zijn alle ingrediënten voor succes aanwezig. Het VC-ecosysteem in Europa is robuust en in goede vorm.'

Vaandrager: 'Inderdaad, en we moeten uitkijken dat Amerikaanse investeerders niet onze lunch opeten. VC is geen investeringsstrategie voor de korte termijn: je moet een langetermijnhorizon hebben. Als er één les te leren valt uit het verleden, is het dat je consistent moet zijn in je investeringsstrategie, ongeacht het economische tij, zowel als GP maar ook als LP.'

Holleman: 'We hebben een vrij grote correctie gezien in de technologiemarkten op de publieke markten, en dat leidt nu ook tot een correctie op de private markten. Deze lagere waarderingen maken het een beter moment om in te stappen en in de toekomst nog betere rendementen te oogsten.' ■

IN HET KORT

VC is ideaal gepositioneerd om zowel financieel rendement als maatschappelijke impact te genereren.

Het zijn vooral Amerikaanse investeerders die profiteren van de bloeiende Europese start-up-ecosystemen.

De dotcom-crisis heeft Europese beleggers terughoudender gemaakt om in VC te investeren.

Innovatie, ondernemerschap en kapitaal zijn de noodzakelijke ingrediënten voor een bloeiende VC-industrie. Europa heeft ze allemaal.

De recente marktverstoringen en waarderingsherzieningen maken dit een uitstekend moment om in Europees VC te gaan investeren.