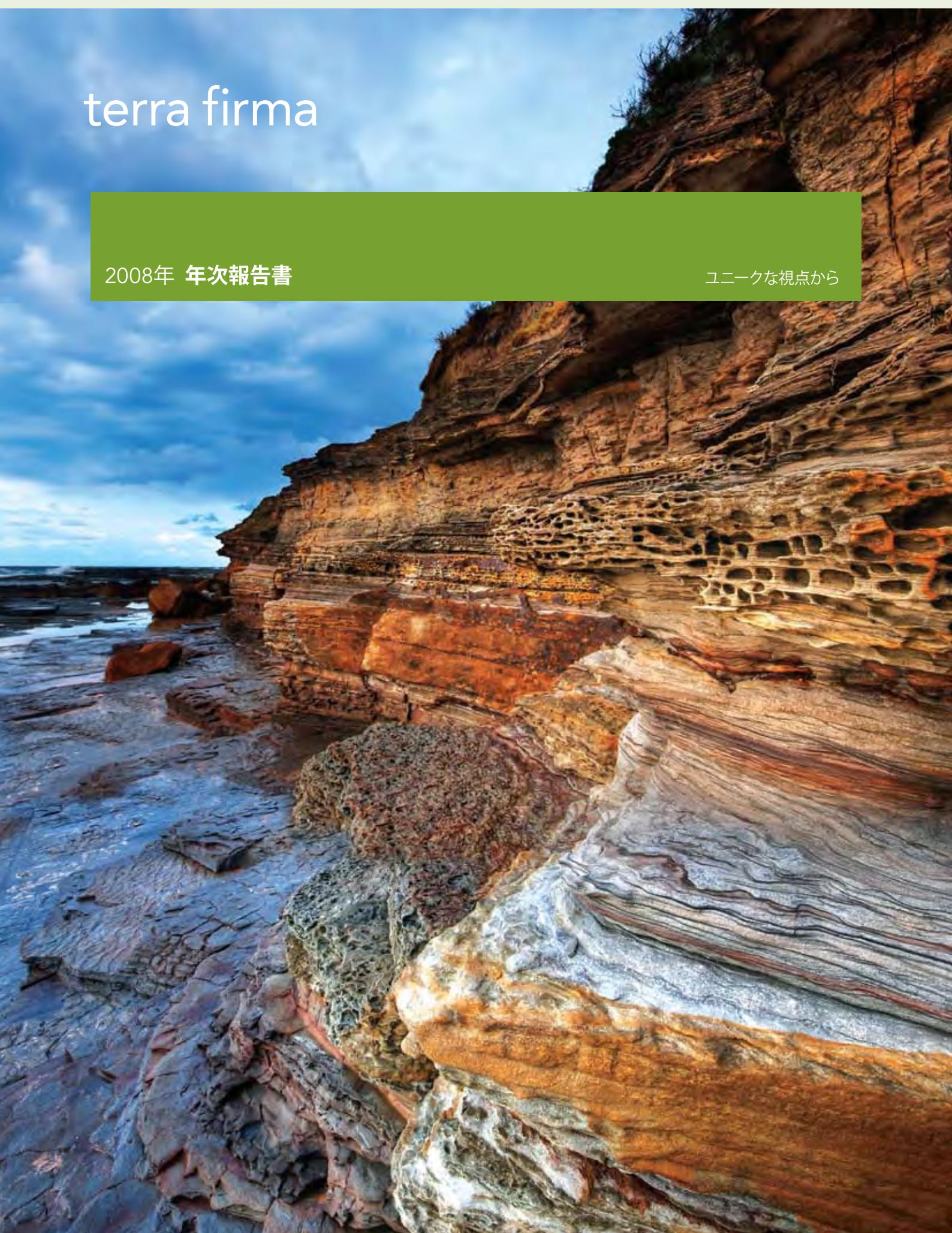


# terra firma

2008年 年次報告書

ユニークな視点から



テラ・ファーマは、他社とは差別化された投資を行う投資家の代表的な存在として、責任を持って長期的に高いリターンを提供していくことを目指しています

## 目次

<b>1 エグゼクティブ・サマリー</b>	<b>4</b>
CEOからのメッセージ	6
テラ・ファーマについて	10
2008年のレビューと主な出来事	14
経済の回復に果たす役割	18
長期的な視点	19
透明性と情報開示	20
2009年の見通し	22
<b>2 Contact Information</b>	<b>24</b>

# 1 エグゼクティブ・サマリー



Photo: Brent Pearson

## CEOからのメッセージ



我々の投資先会社は今まで、金融市場の嵐を乗り切り、投資家と主要なステークホルダーの方々に付加価値を提供出来るように運営されていることに同意して頂けると思う



2008年12月31日

2回目のテラ・ファーマとその投資先についての年次報告書をお届けする。

前回の年次報告書以降、金融の世界は様変わりしてしまった。地球上の最大手金融機関の多くは政府が所有し、もしくは実質的に管理している。金融グループの中には、解体されたものや吸収合併されたもの、果ては消滅してしまったものもある。世界の株式価格は下落して過去5年以上の間の株価上昇分が失われた。英国の名目株価は1997年の水準に戻り、実質株価は1993年の水準にまで下落した。西側諸国のはほとんどが景気後退に陥り、これが世界恐慌に発展するかどうかが話題となっている。

過去4年間にわたって私は、西側諸国の経済、レバレッジ、金融システムの状況に関して大きな懸念を持っていると言ってきた。しかし、最近の出来事のスピードや崩壊の構造的な問題と深刻さを予測することは出来なかった。

過去10年間にわたって、全ての西側の政府、銀行、消費者、評論家、そして投資家達は、残念ながら経済成長が永遠に継続するという希望を正当化する観念に捉われていたようである。経済循環は克服され、分散とシンジケーションによって経済的破綻のリスクが回避出来ると多くの人々が信じてきた。当面は、西側諸国に資金需要があれば、成長するアジアや石油で潤う中東諸国が無尽蔵の井戸を通じて西側経済を救済するというのである。

膨大なバブル経済を生み出した原動力と、それによって起こった金融セクターの高成長とそれが実体経済に与える影響についての本が書かれ、そしてこれからも書かれていくであろう。重要な問題は：何が過去に例を見ない程のレバレッジを可能にしたのかということである。西側諸国では2002年から2008年の間に、無秩序で短期的な成長の為に多くの先進国が財政の均衡を放棄した。英国の金融当局と株主たちは、6大銀行が大規模案件向け融資に傾斜して、より投機的な貸出を行ったための無担保融資を2003年の380億ポンドから2008年の4980億ポンドに拡大することを黙認した。

振り返れば、洗練された先進国の対外借入に対する依存度の高め方は、想像の範囲をこえていた。金融緩和によって借入コストがかつて無い程に低下したことが、銀行や個人、そして企業の借入増加の大きな原因となった。しかし私は、その他に2つの重要な原因があると考えている。それらはまず透明性の欠如であり、第2に多くの金融機関の不適切な報酬制度である。不透明なストラクチャーに隠されたレバレッジは特に危険である。多くの人々は西側の金融制度が如何に短期の対外借入に依存しているかを知らなかつた。この危険は、多くの有力な市場参加者達



が、成長が永遠に続くという幻想を抱き続ける強い欲求を抱いたことによって拡大した。G7諸国の銀行経営者、エコノミスト、金融当局関係者、そして政治家は「新たな経済パラダイム」を創造したと成果を強調しただけでなく、そこから生じる利益を享受した。実際「大規模な規制緩和」とは破裂前のバブルに過ぎなかった。

18ヶ月前に英国のプライベート・エクイティ・ファンドは、公開会社のようにそのステークホルダーに対して情報開示を行ってその活動について説明すると共に、経済全般に対してどのように貢献しているかの説明を開始した。プライベート・エクイティ・ファンドが広範囲のステークホルダーの生活に影響を与える事業を買収し、経営していることを考えると、これは正しい行動であった。テラ・ファーマを含むプライベート・エクイティ・ファンドはこれをより効果的に行うための努力を継続していく。この年次報告書の情報を有益であると感じてもらえることを願っている。しかし、開示義務を負っている会社を含む、より広範囲な金融事業者がこの作業を行うことが必要であろう。銀行の活動は金融の世界の外の人々にとっての関心事ではないと思われてきたが、実際には全ての人々にとって非常に重要であることが明らかになったからである。

最低でも、公開会社の取締役会と監査人は、ステークホルダーに対して適切な情報開示が行われていることに責任を持つべきであろう。非公開会社の取締役会メンバーは、その事業に関して要求される経験を持っていることから、その多くが経営している事業の内容を把握している。だが、公開会社、特に銀行においてはそうとも言い切れない。取締役達は皆、申し分の無い名声と世界的なネットワークを持っているが、複雑な金融業務の管理経験には乏しいことが多い。加えて、今後は、公開される決算数字の精密度と明確さを高めていかなければならない。

また、銀行は今後、預金を受け入れ、最終的には政府に保護される商業銀行部門と、手数料収入と短期的な利益追求のために様々なリスクを負う投資銀行とが分離されたシステムに回帰することが必要であると私は考えている。グラス・スティーガル法は1930年代の恐慌に対する賢明な対応であり、銀行や規制当局、政治家の傲慢によって廃止されてしまったことは残念なことである。これは当局による監視のもと、一刻も早く世界的に復活させるべきである。商業銀行はその本来業務に回帰し、起業家精神と創意工夫に富んだ投資銀行は、その活動を継続すべきであるが、納税者負担による保護からは除外されるべきである。投資銀行のトップが利益を得て、最終的に皆が損するような金融システムを受け入れることは出来ない。

報酬制度に関しては、プライベート・エクイティ・ファンドが採用しているような、より良く長期的な制度があれば、最近の出来事が発生することを防ぐ一助となつた

## CEOからのメッセージ



かも知れない。多くの金融機関が採用する短期ボーナス重視の文化にあっては、役職者達は短期的な多額の利益獲得のために長期的なリスクを無視したり目をそむけたりする欲求が働く。株式による報酬支払いは、現金支給と同程度に危険である。もしくは、経営陣がリスクを無視してでも事業を毎年成長させようとする分、より危険といえるかも知れない。この富の競争にあっては、参加者全員が共犯であった。過去数十年間、政府の予算、そして米国では政治活動がこの短期志向ボーナス文化による利益を享受してきた。所得税収入が増加し、政治家達は国家財政に対する長期的な影響を心配することなく、好きな政策に予算を付けることが出来た。今では彼らは持続不可能な気前の良さを後悔していて、予算計画に対する最も強硬な批評家と化している。

過去数年間にわたって私が公の場でも主張してきた通り、報酬体系は長期的、具体的には5-10年の期間を前提としたものでなければならないと考えている。加えて私は、このような報酬体系には明快かつ単純で理解し易い税制と規制が必要であると主張し続けてきた。個人的には、これが最良で持続可能性があり、かつ起業家精神に富んだ事業を育む方法であると考えている。残念ながら、西側諸国の一部、特に英国においては反対のことが起こっている。税制は年々複雑かつ重くなっていて、経済合理性にかなわない行動や非効率を生み出している。

テラ・ファーマの従業員は皆、その報酬がファンドの投資先事業が投資家の方々に提供する利益にかかっていることを理解している。我々の投資先事業の業績は良好だが、事業の評価額は、困難な投資環境の影響を受けている。その結果、テラ・ファーマは3月に投資家の方々に対して、これまで発生した（エスクロ一口座に入っていて、払い出しへは行われていない）キャリード・イントレスト（投資に係る成功報酬）の分配を行うことになるであろう。この資金は、テラ・ファーマの主要メンバーの2004年以来の努力に対する報酬の大部分を占めるはずであった資金である。これは、正しい結果である。投資家の方々が困難な状況にある以上、我々の報酬も同様に影響されるべきである。金融システム全体でこのような長期的な報酬体系が採用されていれば、今日の世界は、今の現実とは異なったものになっていたであろう。

現在の環境においてプライベート・エクイティ・ファンドは、投資家の方々に利益を提供するために、今まで以上に投資先事業の業績を堅調に推移させることに注力しなければならない。事業に対して注力することは、プライベート・エクイティ・ファンドが経済に貢献し、現在の困難を乗り切る活力の一部となることを意味している。テラ・ファーマでは、事業運営能力が我々の強みの一つであると認識している。投資先事業の業績を見てもらえば、それらが現在のところ、金融危機を克服しつつ、投資家の方々と主要なステークホルダーの方々に対して付加価値を提供すべく運営されていることがわかってもらえると思う。幸運にも、TFCP III には投資



資金全体の約50%が残っている。今後2年間に行う投資案件には成功案件が含まれ、TFCP III の投資家の方々に大きな利益を提供できると信じている。

最後に、人々の行動はいつの世にも変わらないと考えている人々に、アブラハム・リンカーンの辛らつな言葉を贈りたい：

“借金で暮らしている人はすぐに、その生計が利息に飲み込まれることに気がつくであろう。次に、誰からも借金が出来なくなり、政府にすがるしかないことに気がつく。”

Abraham Lincoln

Best wishes

Guy Hands

## テラ・ファーマについて<sup>1,2</sup>

テラ・ファーマは、金融関係者が見過ごしたり、過小評価したり、正しく評価していない、大規模で、複雑な、資産の裏づけのある事業に投資します

**事業戦略の変更や追加投資、経営手法の改善等を通じて投資先事業の業績向上を行います。現在の環境下にあっては、借入や手元資金の手当てについても事業を手助けします。**

テラ・ファーマは、その投資先企業に直接関与することを通じて、付加価値を創造します。経営陣と協力して、戦略と事業運営手法の両面で事業の総点検を行います。企業行動や企業文化を変革するために、しばしば、新たな事業分野・事業手法・業務手順の展開を行います。このような変革には時間がかかります。しかし、成功し、かつそれが持続する事業を創り出すためには、長期的に投資案件に取り組むことが必要です。こうして活性化された事業の売却を通じてテラ・ファーマのファンド投資家の方々に利益を提供します。

1994年の発足以来、テラ・ファーマは110億ユーロのエクイティ投資を行いました。投資先企業の総資産の合計は420億ユーロに達しています。

1 この報告書で「テラ・ファーマ」とは、2002年3月27日までは、Nomura International plcのプリンシパル・ファイナンス・グループを、2002年3月27日以降は、記載内容により、TFCP Holdings Limited, Terra Firma Capital Partners Limited, Annington Management Services (Guernsey) Limited、及びその関連会社を意味します。

2 この年次報告書に含まれる情報は2008年12月31日現在のものです。

## 1 エグゼクティブ・サマリー

**€16 billion**  
エクイティ調達金額

**€11 billion**  
投資済金額

**€42 billion**  
投資先企業の総資産合計

## テラ・ファーマについて

ステークホルダーの方々に  
我々の目的と計画、そして  
成果をお伝えします

### 投資家

私たちは、世界各国の年金基金・保険会社・政府系ファンド・諸基金のために投資を行っています。投資家の属性で最大なのは年金基金です。これは、現在及び将来の年金受給者のために投資を行う基金です。テラ・ファーマの投資先事業の業績向上は、より良い、安定した収入を年金加入者やその他の投資家の方々に提供することに役立ちます。現在の資産価格の下落は全ての投資家の方に悪影響を与えていますが、テラ・ファーマは可能な限り良好な投資実績の達成を目指しています。

### 事業構造

テラ・ファーマの典型的なファンドは、ガーンジー籍のリミテッド・パートナーシップです。投資活動中のファンドは、Terra Firma Capital Partners II (TFCP II)、Terra Firma Capital Partners III (TFCP III)、Terra Firma Deutsche Annington (TFDA)です。投資家はリミテッド・パートナーとして投資を行い、各パートナーシップの日々の業務は、ガーンジー島のゼネラル・パートナーが行っています。ゼネラル・パートナーは、ファンドのために全ての投資判断を行っています。

イギリスにあるTerra Firma Capital Partners Ltd (TFCPL)は、ドイツにあるterra firma GmbHの協力を得て、ゼネラル・パートナーに対して投資案件の

発掘、投資の実行や売却戦略に関する内容を含む助言を行っています。

テラ・ファーマのファンドは、世界各国の事業に投資しますが、主な対象地域はヨーロッパです。投資先企業は、世界60ヶ国で活動しています。

### スタッフ

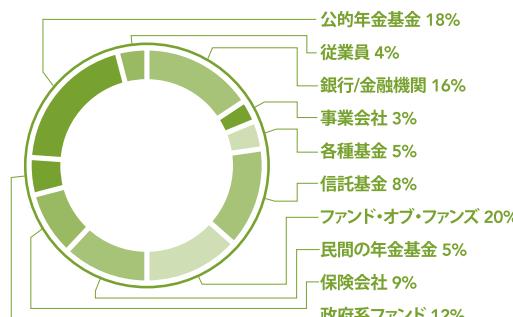
テラ・ファーマのスタッフには、差別化された投資戦略を執行するために必要な金融、戦略立案、事業運営のスキルが備わっています。スタッフの持つ広範な知識により、他社が見落とした投資機会を発掘し、他社とは異なった投資案件を執行することが可能です。

投資先事業の付加価値を高めるには事業運営能力が必須であり、現在の経済環境下においては、その能力の重要性はかつて無いほどに高まっています。事業担当チームのスタッフは数々の企業で長期間にわたって経営や業績改

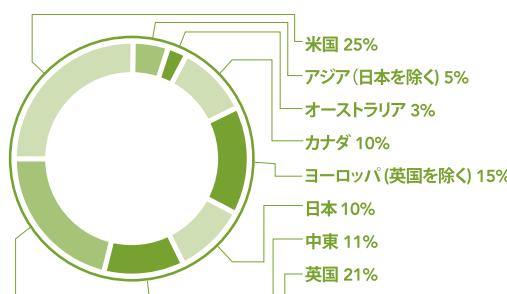
善を行った経験を持ち、事業戦略の立案、事業運営、事業経営について高い能力を持っています。現在、金融の知識も非常に重要ですが、テラ・ファーマのスタッフはこの分野、特に投資先企業の借入、運転資金調達に関して、豊富な経験を有しています。

テラ・ファーマにはロンドンとフランクフルトに合せて約100名の投資アドバイザリースタッフがあり、スタッフの国籍は20カ国に及び、合計で28カ国語を話します。経歴も豊富で、製造業、金融業、コンサルタント、プライベート・エクイティ・ファンド、法律家、会計士と多岐にわたっています。

テラ・ファーマの投資家属性



テラ・ファーマの投資家の地域分布



成功し、かつそれが持続する事業を創り出すためには、長期的に投資案件に取り組むことが必要です

## 1994年以来:

- テラ・ファーマの投資戦略遂行のために160億ユーロのエクイティー資金を調達
- 世界の様々なセクターの不人気事業に110億ユーロのエクイティー投資を実行
- 投資先企業の総資産の合計は420億ユーロ
- 投資資金はほぼ2倍に。私たちは、投資案件の何度毎の評価価格ではなく、投資家に長期的に利益を提供することが重要だと考えています。
- テラ・ファーマの案件への投資期間は平均で5年を超えていています。これは、イギリスの機関投資家の公開企業への平均投資期間を、相当程度上回っています。今後、困難な経済状況下で投資先事業をサポートする必要があることから、投資期間の長期化を見込んでいます。

## 2008年のレビューと主な出来事

**困難な状況にもかかわらずテラ・ファーマの投資先企業の業績は2008年も順調で、2009年もそれを維持するのに必要な明確な計画を持っています**

**昨年はプライベート・エクイティ・ファンドにとって困難な一年でした。**  
**新規投資のための外部借入は実質的に不可能で、市場のピークにあたる2006年と2007年に行った投資案件の評価は下落し、そのリターンは過去の実績を大きく下回りました。**

我々は2008年には新規投資を行わないことを選択しましたが、2009年はより良い投資機会が獲得できると考えています。しかし、何もしなかった訳ではありません。我々は今年、既存ポートフォリオの価値を維持し、投資先事業が活力を維持しつつ堅調に現在の景気後退

局面とより困難な事業環境を乗り切つていける準備を行いました。

最近の困難な状況は我々に多くのことを教えてくれたと共に、新たな手法の導入を要求しました。事業に関して、我々は常に批評的な立場を忘れず、以前と異なる決定を下すことを恐れません。

### 投資先事業のEBITDA

	通貨	2007	2008	変化率 %
Annington <sup>1</sup>	£m	145	99	-32%
AWAS <sup>2</sup>	\$m	523	698	n/a
DAIG	€m	435	466	7%
EMI <sup>1</sup>	£m	90	221	146%
Infinis	£m	53	54	3%
Odeon/UCI	£m	73	72	-1%
PNG	£m	29	30	3%
Tank & Rast	€m	180	188	4%

<sup>1</sup> 2007年12月までの9ヶ月間と2008年12月までの9ヶ月間の比較

<sup>2</sup> 2008年の数字には、2007年には含まれていなかったPegasus Aviationの数字を含む

## 投資先事業の業績

困難な状況にもかかわらずテラ・ファーマの投資先企業の業績は2008年も順調でした。合計で5.4億ユーロの資本的支出を行い、2009年も業績を維持するに必要な明確な計画を持っています。

### ANNINGTON

アニントンの年初から2008年12月までの賃料収入は前年同期を上回りました。賃料収入は収入全体の3分の2を占めています。残り3分の1にあたる開発・不動産売却収入は大きく減少し、これがEBITDAの減少要因となっています。英国の住宅市場の状況を反映して、住宅販売は予想通り2007年を下回りました。しかし、住宅販売はアニントンの主要な収入ではなく、賃料収入は債務返済と将来の資産買収を行うのに十分な水準にあります。

### AWAS

AWASは予算通りの水準で困難な事業年度を終了しました。リスクの高い顧客を能動的に管理することで、大規模な債務不履行を未然に防ぐことが出来、これを今後とも継続していきます。ジェット燃料価格は下落ましたが、GDPの成長鈍化による旅客需要の減少で2009年は航空各社にとって困難な事業環境が予想されます。しかし、AWASは軟調な市場環境を利用して追加買収を行って事業を戦略的に拡大する投資機会があると考えています。

### DEUTSCHE ANNINGTON

ドイチェ・アニントンの賃貸と住宅販売事業からの収益は共に2007年を上回りました。加えて、年末の空室率は3.9%で2007年の4.2%から改善しました。同社は資産の維持と改装のための支出を拡大する目的で、ポートフォリオ全体で1.85億ユーロの資金を準備しています。

### EMI

EMIでは新譜、版権の両部門で業績が改善しました。新譜部門では、大幅なコスト削減と、新たな、より経済合理性を重んじた企業文化の導入によって収益が拡大しました。版権部門は、新たな収益機会となる市場やライセンス手法を獲得する長期的な事業戦略のもと、安定した収益をあげています。

### INFINIS

Infinisの年度収益は前年度と予算を上回りました。新たな発電設備が稼動することもあり、2009年の見通しも良好です。2009年の売電価格は高い水準で契約済であり、これは2010年と2011年の分も同様です。

### ODEON/UCI

Odeon/UCIは新規物件の開設、買収と、3D映画からの収益拡大を目指した3Dスクリーンの増設を継続しています。英国とヨーロッパで物品販売部門とプレミアム・シートへの投資を継続しています。英国における映画広告に関する契約変更と、ヒットが予想されるハリウッド映画の公開が2009年に延期となつことにより、2008年の業績は予想を下回りました。しかし、既存館の映画配給収入とEBITDAは前年を上回りました。ヒット作に恵まれることや、新規映画館の開館、物品販売の増加等の要因から、2009年の業績は堅調に推移すると予想しています。

### PNG

PNGの2008年の業績は好調で、予算と前年実績を上回りました。2008年3月にPNGはガス輸送事業をNorthern Ireland Energy Holdings Ltdに売却し、その手取金を使って9900万ポンドの債務を返済しました。PNGのガス供給網と顧客数は継続的に拡大しました。

### TANK & RAST

困難な経済環境下、Tank & Rastの業績は2007年を上回りました。2008年の大半の時期に燃料価格が高騰し、ドイツの経済が減速しましたが、資本的支出を行ったプロジェクトからの収益もあって増収増益を達成しました。ファーストフード店の増設や消費者重視のプロジェクトの実行を通じて2009年も堅調な業績を予想しています。

## 2008年のレビューと主な出来事

投資先事業は  
長期借入を  
行っていて、  
現在の環境下で  
事業を継続する  
体制が整っています

---

14,000

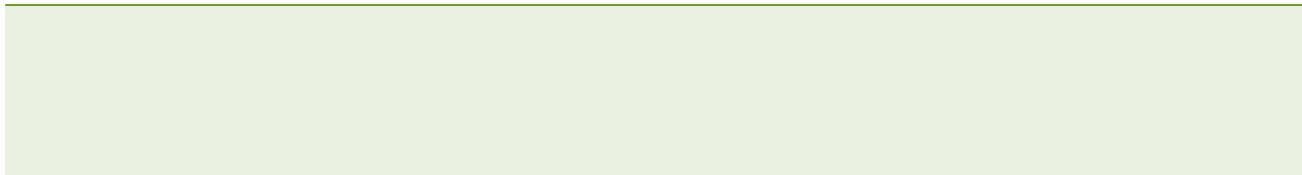
投資先事業の従業員総数

---

€540m

投資先事業が行った資本的支出金額

---



## 資金繰り

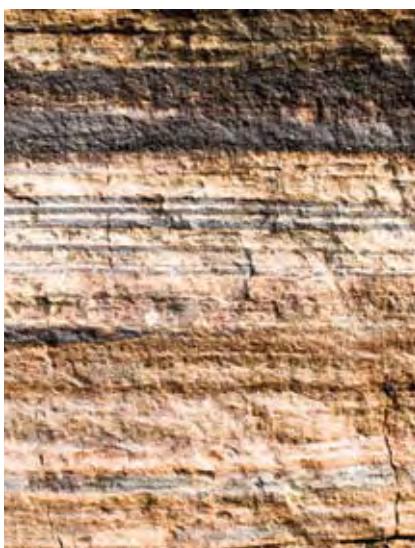
流動性不足の環境にあって、テラ・ファーマの投資先事業には2009年に大規模な債務借換の予定はありません。投資先事業は長期借入を行っていて、現在の環境下で事業を継続する体制が整っています。

## 時価評価

最終的な売却価格のみが重要であると主張する人もいますが、我々は、プライベート・エクイティ・ファンドは投資先事業の評価には現実的で、かつ高い透明性が必要であると考えています。テラ・ファーマは、他社に先駆けて新たな投資環境を反映させて投資案件の大額な評価換えを行ったファンドの一つです。我々は、投資先事業の評価の見直しを行い、KPMGにこの過程の監査を依頼しました。

プライベート・エクイティ・ファンドの時価評価には2つの要素が関係しています。それらは、事業自体の業績と、公開会社や直近の取引事例から算出された収益に関する諸倍率や割引率です。これまで見てきたように、テラ・ファーマの投資先事業の2008年の収益は好調で、そのほとんどが前年実績を上回っています。しかし、全てのセクターで公開会社の株価が低迷し、プライベート・エクイティ・ファンドにおいては、借入の多さがそれを増幅します。加えて、テラ・ファーマの投資先には、EMIのようにポンドのユーロに対する下落がユーロ建ての評価価格を引き下げたものもあります。我々は皆、これらの投資収益をプラスにするべく努力していますが、将来の収益拡大計画や市場環境の好転といった要素を勘案することなく市場の現状に対してオープンかつ現実的であらねばならないと思っています。

従って、ゼネラル・パートナーは、現在の市場環境が継続した場合、2007年に行った投資案件に関しては投資資金全額の回収は不可能であるという判断のもとに2008年の決算にあたって減損処理を行いました。将来、この減損部分の一部もしくは全部が回収出来る可能性はありますが、ゼネラル・パートナーの取締役会は市場の回復には時間がかかるとの判断からこの減損処理が適当なものであると考えています(104ページの損益計算書をご参照下さい)。



## 経済の回復に果たす役割

**長期的な投資家として、プライベート・エクイティ・ファンドは事業運営手法の改善と生産性の向上を通じて経済の健全化に貢献することが出来ます**

**プライベート・エクイティ・ファンドが事業を根本的に変革し、業績を改善することに注力した投資を行えば、経済の早期回復に重要な役割を果たすことが出来ると考えています。**

経済の急速な減速によって、大企業から中小企業まで、その事業モデルの再検討を迫られています。楽観的で、時に強気な需要予測と借入計画が、深刻な現実によって大きく計画を外れています。このような環境下では、経験ある経営陣、事業に責任を持つ株主と、必要資金の調達可能性が重要です。基本的に、これらは皆、プライベート・エクイティ・ファンドが事業に提供するものばかりです。

テラ・ファーマは、その投資先企業に直接関与することを通じて、付加価値を創造します。経営陣と協力して、戦略と事業運営手法の両面で事業の総点検を行います。企業行動や企業文化を変革するために、しばしば、新たな事業分野・事業手法・業務手順の展開を行います。このような変革には時間がかかります。しかし、成功し、かつそれが持続する事業を創り出すためには、長期的に投資案件を取り組むことが必要です。加えて、我々には事業の借入や運転資金の確保を手助け出来る金融業務の経験があります。主要スタッフの報酬は、今回の経済危機の一因となった短期的な報酬ではなく、

長期的で、持続可能な成長に基づいて支払われます。長期的な投資家として、プライベート・エクイティ・ファンドは事業運営手法の改善と生産性の向上を通じて経済の健全化に貢献することが出来ます。

ヨーロッパでは、ヘッジファンドとプライベート・エクイティ・ファンドの情報開示と規制についての新たな法的手当での提案がなされています。欧州ベンチャー・キャピタル協会によれば、欧州のプライベート・エクイティ・ファンドだけで750億ユーロの投資可能資金を保有しています。この資金があればヨーロッパ全域で何千社もの事業を救うことが出来ます。銀行の不透明な投資活動やヘッジファンドその他の複雑な投資会社に対する規制の必要性によって、欧州経済に必要なプライベート・エクイティ・ファンドの投資能力が阻害される結果とならないことを望んでいます。

**経営陣と協力して  
戦略と事業運営手法の  
両面で事業の総点検を行います**

## 長期的な視点

**報酬体系は長期的なものでなければなりません**

プライベート・エクイティ・ファンドの長期的な視点は、その報酬体系にも反映されています。投資家の方々と従業員達が長期的に利害を共有することは、プライベート・エクイティ・ファンドだけでなく世界の金融市場の安定化にとっても重要なことです。

プライベート・エクイティ・ファンドの報酬体系は、まず長期的な利益を実現しなければならないという前提に立っていて、毎年、儀式のようにボーナスを支払う報酬体系より優れたものです。その一例として、テラ・ファーマは3月に投資家の方々に対して、これまで発生した（エスクローアカウントに入っていて、払い出しが行われていない）キャリード・インストラスト（投資に係る成功報酬）の分配を行う予定です。この資金は、テラ・ファーマの主要メンバーの報酬の大部分を占めるはずであった資金です。投資家の方々が困難な状況にある以上、我々の報酬も同様に影響されるべきです。金融市場の他の業態でもこのような長期的な報酬体系が採用されれば、金融市場の安定度も高まると思われます。

キャリード・インストラストとは、運用実績に基づいてテラ・ファーマに支払われる報酬で、ファンドの運用期間を通じて投資家の方々が年率8%以上の利益を受け取った場合に支払われます。典型的なファンドの運用期間は10年から14年で、キャリード・インストラストは、投資案件の売却が進んで投資家の方々が投資元本と利益を受け取る運用期間の後半に支払われるのが一般的です。



## 透明性と情報開示

現在の環境下においては、我々自身とその活動についてより多くの方々に理解してもらうことが重要です

経済が困難な状況にある時、情報は特に重要です。そして現在の環境下においては、我々自身とその活動についてより多くの方々に理解してもらうことも重要です。

テラ・ファーマの投資先事業は数多くの人々の生活に関係していて、我々は事業を通じて果たす社会的責任を認識しています。顧客、従業員、投資家、取引先、組合、政府、業界団体といったステークホルダーの方々全員に我々の意図、事業計画、業績を理解してもらい、我々と投資先事業がいかにより広い範囲の人々の役に立っているかを知って頂くことが必要です。

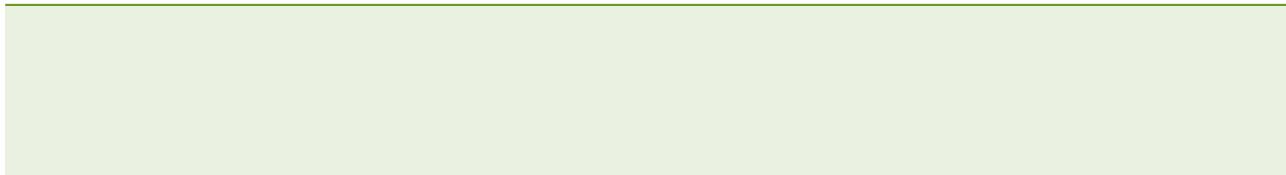
我々は、英国で2007年11月に公表されたウォーカー・レポートを支持しています。我々のこれまでの情報公開に対するご意見を受け入れて、これからもステークホルダーの方々のプライベート・エクイティー・ファンドに対する理解が深まるよう、情報開示を継続していきます。

テラ・ファーマは、ウォーカー・レポートの指針を越えて以下のことを継続します。レポートで要求されているのはOdeon/UCIだけですが、それ以外の英國籍の会社も半期報告書と年次報告書を作成しました。アイルランドとドイツの会社であるAWAS、Tank & RastとDeutsche Anningtonは年次報告書を作成しました。ドイツでも昨年、自発的な情報開示を求める要請が行われましたが、Deutsche AnningtonもTank & Rastもその年次報告書の開示内容は新しい指針に沿ったものでした。

しかし、我々は外部の方々の為だけに情報開示を行った訳ではありません。積極的な情報開示を行うことで、将来のスタッフ、投資を検討している会社、関係する政府や労働組合といった方々が我々を選んでくれるという利益を享受することが出来ると考えています。当然ながら、投資資金を提供して頂いている投資家の方々や、投資先事業の資金調達に関係している方々には、以前から

テラ・ファーマの  
投資先事業は  
数多くの人々の  
生活に関係していて、  
我々は事業を通じて  
果たす社会的責任を  
認識しています





これらの情報を提供しています。こういった方々も、今ではプライベート・エクイティー・ファンドの情報開示に対する透明性をファンド選択に際しての判断基準の一つとして利用し始めています。

北欧諸国の指針はそれを大きく進化させたものと言えます。欧州各 government や EU、欧州議会のサポートによって、この動きは欧州全体に拡大しようとされています。

プライベート・エクイティー・ファンドの情報開示を全ヨーロッパ規模で制度化するかどうかといった議論が行われています。ヘッジファンドのような複雑な投資会社に対するそれと同様に厳格な開示が強制されると、プライベート・エクイティー・ファンドによる投資の優位性が失われるのではないかと懸念しています。例えば、公開会社の情報開示は規制ありきで公文書のように作成されていることから、本来の情報開示としての機能と信頼を失っています。大手銀行の全てが株式を公開していますが、情報開示は今回の危機的な結果を防ぐことが出来ませんでした。

望ましい情報開示のひな形は存在しています。英国のウォーカー・レポートは好意的に受け入れられており、ドイツや



## 2009年の見通し

**プライベート・エクイティ・ファンドは、近年にない程の付加価値が期待出来る投資環境にさしかかると考えています**

世界中が過去70年間で最悪と言われる経済危機にあるように、プライベート・エクイティ・ファンド業界も困難な時期を迎えてます。投資実行にあたっての借入難により、今後数年間にわたってプライベート・エクイティ投資に向けられる絶対金額が相当程度減少することになるでしょう。プライベート・エクイティ・ファンドの投資先企業に対する貸付の減少も考えると、プライベート・エクイティ・ファンドによる投資とファンド業界全体の両方が大きく縮小することが予想されます。

しかし、資金の裏付けが有り、長期投資を行おうとする投資家には絶好の投資機会が存在すると考えています。2008年の空白を経験し、売り手はより現実的になり始めています。さらに、売り手の資金ニーズが買収可能価格に反映されつつあります。「不況の影響を受けない」事業は殆どありませんが。日常生活に近く、実物資産の裏付けのある事業は、最もリスクが低い領域に属している

と我々は考えています。これからの数年間、全ての事業が困難に直面し、経営者がそれにどう対応するかが投資先事業の付加価値を高め、維持できるかを決定します。

我々は、健全に運営されているものの借入が多くて財務的に問題を抱えている事業に投資機会があると考えています。テラ・ファーマはこのような困難に対処した経験が豊富で、こういった事業は魅力的な投資機会であると考えています。

2009年と2010年も検討可能な投資機会と執行される案件の数とは低水準で推移すると予想しています。また、近年の案件に比べると、案件あたりの投資期間は長くなるでしょう。2010年に入る頃には市場も回復して先の見通しも明るくなり、近年にない程の付加価値が期待出来る投資環境にさしかかると考えています。

加えて、時価評価の大幅な引き下げが行われていることから、事業の本当の価値や潜在的な可能性が見過ごされている事業が見つかる可能性も高いと思われます。こういった案件では、テラ・ファーマの他社とは差別化された投資戦略と、長期的に事業価値を高めるスタッフの人的資源と能力を活用すれば、高い収益が期待出来ます。

**プライベート・エクイティ・ファンドによる投資とファンド業界全体の両方が大きく縮小することが予想されます**



## CONTACT INFORMATION

### TERRA FIRMA'S FUNDS

#### General Partners

Terra Firma Investments (GP) 2 Ltd  
Terra Firma Investments (GP) 3 Ltd  
Terra Firma Investments (DA) Limited  
Terra Firma Investments (DA) II Limited  
First Floor, Dorey Court, Admiral Park  
St Peter Port GY1 6HJ  
Guernsey

#### Boards of Directors of the General Partners

Nigel Carey  
Fraser Duncan  
Guy Hands  
John Loveridge  
John Stares  
Iain Stokes

#### Administrator

Mourant International Finance Administration  
First Floor, Dorey Court, Admiral Park  
St Peter Port GY1 6HJ  
Guernsey

#### Funds' Auditor

KPMG Channel Islands Ltd  
20 New Street  
St Peter Port GY1 4AN  
Guernsey

### TERRA FIRMA'S ADVISERS

#### Terra Firma Capital Partners Limited

4th Floor, 2 More London Riverside  
London SE1 2AP  
United Kingdom  
+44 20 7015 9500

#### terrafirma GmbH

Garden Towers  
Neue Mainzer Strasse 46-50  
60311 Frankfurt am Main  
Germany  
+49 69 380 756 000

#### Stakeholder Relations

Peter Cornell  
Managing Director, Stakeholder Relations  
+44 20 7015 9500

#### Advisers' Auditor

Deloitte & Touche LLP  
Lord Coutanche House  
66-68 Esplanade  
St Helier JE2 3QB  
Jersey

#### Press Enquiries

Andrew Dowler  
Financial Dynamics Ltd  
Holborn Gate, 26 Southampton Buildings  
London WC2A 1PB  
United Kingdom  
+44 20 7831 3113

[www.terrafirma.com](http://www.terrafirma.com)

## TERRA FIRMA'S BUSINESSES

### Annington Homes Ltd

1 James Street  
London W1U 1DR  
United Kingdom  
+44 20 7960 750  
[www.annington.co.uk](http://www.annington.co.uk)

### EMI Group

27 Wrights Lane  
London W8 5SW  
United Kingdom  
+44 20 7795 7000  
[www.emigroup.com](http://www.emigroup.com)

### Autobahn Tank & Rast Holding GmbH

Andreas-Hermes-Strasse 7-9  
53175 Bonn  
Germany  
+49 228 922 2002  
[www.rast.de](http://www.rast.de)

### Infinis Limited

First Floor, 500 Pavilion Drive  
Northampton Business Park  
Northampton NN4 7YJ  
United Kingdom  
+44 1604 662 400  
[www.infinis.com](http://www.infinis.com)

### AWAS

4th Floor, Block B, Riverside IV  
Sir John Rogerson's Quay  
Dublin 2  
Ireland  
+353 1 635 5000  
[www.awas.com](http://www.awas.com)

### Odeon & UCI Cinemas Ltd

Lee House  
90 Great Bridgewater Street  
Manchester M1 5JW  
United Kingdom  
+44 161 455 4014  
[www.odeon.co.uk](http://www.odeon.co.uk)

### Deutsche Annington Immobilien GmbH

Philippstrasse 3  
44803 Bochum  
Germany  
+49 23 4314 0  
[www.deutsche-annington.com](http://www.deutsche-annington.com)

### Phoenix Natural Gas Ltd

197 Airport Road West  
Belfast BT3 9ED  
United Kingdom  
+44 28 9055 5888  
[www.phoenix-natural-gas.co.uk](http://www.phoenix-natural-gas.co.uk)



The Annual Review is printed on Chromomat Extra White.  
This material is manufactured to ISO 9001 and ISO 14001  
standards with 15% recycled de-inked FSC-certified pulp  
and includes ECF fibre sourced from sustainable forests.