

terra firma

2010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

1 エクゼクティブ・サマリー

04

会長からのメッセージ

05

CEOからのメッセージ

09

EMIへの投資：分析

13

テラ・ファーマについて

19

投資先事業について

23

付加価値の創造：Odeon & UCI ストーリー

27

長期的な関係

31

透明性とステークホルダーへの情報開示

32

2011年の見通し

33

主要メンバー

35

2 コンタクト先

41

1 エクゼクティブ・サマリー



我々の現在の使命はTFCP IIとTFDAの価値を高め、TFCP IIIに投資された資金の全てを投資家の方々にお返しすることです

2010年12月31日

4回目の年次報告書を通じてテラ・ファーマとその投資先事業についてご報告出来ることを喜ばしく思う。

投資先事業の事業戦略の变革と事業運営手法の効率化はテラ・ファーマの投資戦略の根幹である。こういった強みに注力することで持続的に成長可能な事業が構築され、全てのステークホルダーの方々に最大の利益を提供出来ると確信している。2010年は西側諸国の経済が緩やかに回復し、金融市場もまた回復基調にあった1年であった。テラ・ファーマにとっても、この年次報告書にある通り投資先企業が大きく業績を伸ばした1年であった。

テラ・ファーマにとってメディアで最も多く取り上げられた話題がEMIとそれに関する訴訟であったことは明らかである。テラ・ファーマが所有している期間を通じてテラ・ファーマの投資チームによってEMIの業績は大きく改善（収益は倍増）したが、テラ・ファーマとCitigroupとの関係は良好とは言えなかった。それが2007年のEMI入札に関してCitigroupが重大な虚偽の情報提供を行ったとする訴訟に繋がった。銀行を訴えるというのは、困難な（そして非常にまれな）決断であったが、訴訟によってもたらされる利益と、投資家の方々の利益のために行動すべきであるという信念に基づいて提訴する事を決断した。

信用収縮によってその直前に行われた投資案件は困難な状況に直面したことから、EMIの入札が行われた時期は案件の結果に大きな影響を与えた。案件の執行時期は、Citigroupが我々に錯誤を与えた、競争入札の日程で決定された。我々が競争入札が存在しないと知っていたなら、我々はあの時点で入札していた筈はなく、価格提示の時期も遅れていたと思われる。そうなら、証券化やローン市場の状況変化によって案件は成立しなかったと思っている。陪審法廷の評決は我々が望んだものではなかった（結果、我々は技術的な控訴を行っている）。EMIは我々の歴史の一部となったが、我々はこの経験から多くのことを学んだ。入札以降に学んだ点の一部はこの報告書の後半に記載されている。

これ以外の投資先事業に関して我々は、2010年を通じて事業の効率化と成長に注力してきただけでなく、事業を補完したり拡大できる追加買収機会の検討も行ってきた。テラ・ファーマの投資先事業は再生可能エネルギー、インフラストラクチャー、（手ごろな価格の）居住用不動産、農業、運輸、リース、娯楽といった数多くのセクターで事業を展開している。

今年の年次報告書には投資ポートフォリオ全体の堅調な業績と着実な成長の軌跡が記されている。例えば、娯楽セクターのOdeon & UCIは3D映画に対する顧客の支持もあって前年比14%増のEBITDAを記録した。イギリスの住宅市場低迷にもかかわらずAnningtonの2010年の賃料収入は増加し、2011年も第1四半期に国防省が175件の住宅を新たに売却可能としたことで業績は堅調である。Deutsche AnningtonのEBITDAは初めて5億ユーロを突破した。一方、航空機リース会社のAWASは6月にJetstream/Jetbridgeの借入枠5.3億ドルの借換を行い、秋には6億ドルのローンを通じた資金調達を行った。再生可能エネルギー事業ではInfinisのEBITDAは前年から52%増加して£75mとなった。アメリカのEverPowerは風力発電所に対する投資を継続していて、開発計画も順調に進展している。



北アイルランドの経済状況は厳しいが、Phoenix Groupの新規顧客獲得数は計画を上回った。同じようにTank&Rastも消費意欲の減退や悪天候を克服して前年を上回るEBITDAを記録した。最後に、オーストラリアの農業セクター事業であるCPCは事業への投資を継続し、事業規模拡大のための追加投資を行った。これらの成果は投資先事業の従業員の意欲とテラ・ファーマと投資先事業の経営陣との強い協力関係によってもたらされた。

2010年はプライベート・エクイティ・ファンド業界全体にとって重要な年で、テラ・ファーマにとっては体制強化の年であった。2004年から2007年までのブームに続く破綻からプライベート・エクイティ・ファンド業界は完全に立ち直ってはいないが、回復に向けた方策を講じつつある。世界のプライベート・エクイティ・ファンドが保有する投資可能資金（ドライバウダー）の量はかつて無い程に多いが魅力的なリターンを提供する投資機会は少なく、目標リターンを達成することは難しい。結果、テラ・ファーマは2010年に我々の投資戦略の中心である事業資産に投資することを徹底してきた。我々は、既存の投資先事業を補完し、テラ・ファーマの投資モデルに合致する投資機会を市場から探し出すことに集中した。我々のUCI&Odeonといった既存投資先事業の究極的な価値を高める追加投資を行い、イタリアで3件の重要な映画館を取得した。我々はまた、イタリアで大手太陽光発電事業者Rete Rinnovabile (RTR)への投資を決定した。この案件は再生可能エネルギーセクターにおける我々の主導的な地位をさらに強化するであろう。

我々の2010年の投資活動と投資先事業における成果は、我々が信用危機によってもたらされた暗い気分を少しずつ明るくしてくれた。2010年に全てが我々の思い通りになったとは言わないが、我々に事業の構築と洗練のための機会を与えてくれた。

2002年にテラ・ファーマを設立してからこれまでを振り返ると、我々は2007年に終焉を迎えた活況なマーケットがもたらした困難から多くのことを学んだ。全てのプライベート・エクイティ・ファンドが2007年までの期間に可能な限りの借入を行い、それを活用したことは明らかである。経済が安定している状況では、これは正しい戦略といえる。しかし、経済が不安定な時期にはプライベート・エクイティ・ファンドは投資リターンの一部を犠牲にしてでも投資先事業の安定を確保するために借入を減らさなければならない。こうすることで投資先事業は景気の上昇と下降の循環（これからまた始まろうとしているが）の影響を受けにくくなる。これまでに行ってきたことの中で正しかった事と変えなければならない事を見極める為に我々は、プライベート・エクイティ・ファンド業界全体と、その業界の中におけるテラ・ファーマ、そして我々が投資を検討した事業についての分析を行った。

多くのプライベート・エクイティ・ファンドが2002年から2007年の間に成長した。テラ・ファーマも例外ではない。しかし、プライベート・エクイティ・ファンド業界は、一般の事業と違ってその事業モデルは急成長による弊害を蒙ることなく、規模の経済を享受出来るものであると考えていた。テラ・ファーマもまた、業界他社と同様に拡大するプライベート・エクイティ・ファンドへの投資需要に代表される市場の収益機会を取り込むためにその事業を拡大した。我々はファンドの規模や従業員数、事業を行う地域を拡大した。

テラ・ファーマとして我々は他社と異なった視点で、事業運営に深く関与する戦略を適用可能な案件を幅広く検討した。我々は1995年からノムラで投資活動を行い、2002年の独立以降も意欲にあふれるチームを創り上げてきた。そして2003年から2006年までの間にTFCP IIIは大きな成果をあげ、我々ははるかに大規模なファンドを運営し、さらに大規模な投資案件においても過去同様の投資実績を達成可能であると考えた。より多くの資金を投資する前提で当時の中核であった60名に加えて、スタッフの採用を行った。短期間の間に事業運営、金融担当の両面で質の高いスタッフを雇用して我々の従業員数は2倍になった。

市場環境が穏やかだった2007年にTFCP IIIの募集を行うにあたって、我々はより大きな投資案件が必要であると考えた。TFCP IIの特徴であった5億ユーロから15億ユーロの投資案件は50億ユーロ超のファンドと、共同投資の需要を満たすには十分とはいえなかった。当時我々は、自らの投資戦略は30億ユーロ超の投資案件に対しても適用可能であると考えていた。この規模の案件を探すことは検討可能な投資案件の絶対数の減少に繋がるとともに、投資案件の多くが公開会社の非公開化案件になるという結果を招いた。Alliance Boots、Intercontinental Hotels、EMIといった我々が2007年から2008年に検討した投資案件（我々が実際に検討した案件の一部の実名である）が、我々のファンド規模にふさわしい規模の投資案件であった。これらの事業は我々が投資するのに適した特徴を有していたし、投資哲学にも合致していたが、以前の案件よりも多くの人的資源を必要とし、資本市場からの資金調達に大きく依存する必要があった。

2007年の時点で、投資家のプライベート・エクイティ・ファンドに対する需要は非常に旺盛で、我々もTFCP IIIの募集金額は当初、30億ユーロを目標にしていたが、54億ユーロを上限にすることに変更した。それでも投資家の需要を完全に受け入れることは出来なかった。実際、2007年5月に約1年間のファンド募集を締め切った時点で30億ユーロを超える投資需要が存在した。この需要はTFCP IIの実績と潜在的な投資機会の多さに裏付けられていた。この環境は、内部的にも対外的にも次のような議論を引き起こした。それは、ファンド募集を継続して数十億ユーロの資金を受け入れるべきか、それともファンド募集を打ち切るべきかというものであった。皮肉なことに、我々がTFCP IIIの募集を継続してTFCP IIの残り30%超の資金の投資に注力していれば、市場の循環の最終局面で巨大案件を執行することは無かったであろう。実際、我々がTFCP IIの投資を完了させてTFCP IIIの募集を2008年後半まで継続していたら、70億から100億ユーロの資金を投資サイクルのより適当な時期に投資することが可能であったと思われる。しかし我々は、2007年5月にTFCP IIIの募集を54億ユーロで打ち切り、共同投資の機会を提供する事とTFCP IIとTFCP IIIの協調投資を前提として新しく募集した資金の投資に集中することを選択した。

皆さんもご存知のように、我々が望んだような結果は得られなかった。金融危機前に我々は2件の買収を行った。1件はEMIでもう1件はPegasus (AWASの追加投資案件) であった。AWASに合併させたPegasusにおいては事業運営も順調に推移し、銀行の支援を得て事業が拡大した。残念なことにEMIではテラ・ファーマの投資チームとEMIの従業員、アーチスト達の多大な努力にもかかわらずCitigroupに事業の所有権が移転するという残念な結果に終わった。事業において長期的な成功を収めるのに必要な事は、このような出来事から教訓を学び、歴史を繰り返さないようにすることである。

EMIで起こったことを分析する過程で現在のプライベート・エクイティー・ファンドを取り巻く市場で今後テラ・ファーマを運営していくのに必要な多くの事がわかってきた。我々の現在の使命はTFCP IIとTFDAの価値を高め、TFCP IIIに投資された資金の全てを投資家の方々にお返しすることである。再生可能エネルギーと航空機事業への投資を通じてEMIによる損失を上回る利益を計上出来るものと期待している。これらの投資で劇的に損失を回復したとしても、次のファンドはTFCP IIIよりかなり小規模になり、2008年に集まったであろう70～100億ユーロ規模ではなく、20～30億ユーロに留まることは避けられないであろう。しかし、20～30億ユーロのファンドであれば、案件に対する当初投資金額は2.5～5億ユーロという、我々の得意とする案件に回帰することが出来る。現在我々は、テラ・ファーマを共通のDNAを共有できる規模に戻そうとしている。具体的には、2006年当時の約60名の投資プロフェッショナルによる体制に戻ろうとしている。我々はまた、次のファンドのパートナーシップ契約においては複数のファンドによる協調投資を禁止し、1案件あたりの投資銀額の上限を15%に制限し、かつそのうちの5%を共同投資家に分売する形に変更することを検討している。これにより、ファンド投資家の1案件あたりの投資金額は全体の10%となり、共同投資家に分売する部分のファンドによる引受割合は20%から5%に減少する。

困難な環境下で我々の投資先事業に対して向けられた全てのステークホルダーの方々の支援に感謝の意を表したい。2011年を迎えるにあたりテラ・ファーマのメンバー全員は、投資家の方々、特にTFCP IIIの投資家の方々のために付加価値を創造し、損失を挽回する強い意欲を共有している。我々は運用するファンドの主要な投資家であり、TFCP IIIにあっては最大の投資家であることから、金銭的にも強い動機があることも明らかである。しかし、我々の最も望んでいることは全ての投資家とステークホルダーの方々にとって正しいことを行うことであり、それが我々の使命であると考えている。

ご多幸を祈って

Guy Hands

我々は、投資先会社の 運営方法を根本から 見直しました

2010年12月31日

プライベート・エクイティー・ファンドはこれまで、業績が沈滞して新しい事業モデルを必要としている事業に対して事業の見直しと再活性化を通じて大きく貢献してきた。テラ・ファーマは、過去16年間に手がけた28の案件を通じて投資先会社の運営方法を根本から見直してきた。

2007年以降の信用収縮はプライベート・エクイティー・ファンドの世界に大きな影響を与え、2008年の年末以降はプライベート・エクイティー・ファンド自体が自分の事業の見直しと再活性化を行う必要があることが明らかとなってきた。テラ・ファーマはこれを真摯に受け止めていて、2009年4月にCEOに就任した時点で私はテラ・ファーマが信用危機を乗り越えてより強靱な組織となるために必要ないくつかの目標を設定した。私はテラ・ファーマは危機を乗り越えるだけでなく、危機が提供する機会を通じて成長していく活力を持っていると信じている。

2年が経過し、会社内を見渡してみると、私は現在の我々のチームは以前のいかなる時期よりも団結し、かつ有能であると信じている。まず、レターの前半ではテラ・ファーマおけるいくつかの成果について説明し、後半では特にヨーロッパにおいてプライベート・エクイティー・ファンド業界が直面するであろう課題のうちの主要なものについて述べることにしたい。

将来に備えてテラ・ファーマの強みを伸ばす

2009年時点では我々の組織は信用危機がもたらした現実に対応した人員配置とは言い難かった。112名の組織は54億ユーロのファンドの投資を行い、2009年には100億ユーロのファンド募集を行う前提では理にかなっていたが、その事業計画はもはや存在しない。テラ・ファーマは新しい事業環境に合わせて組織の活性化と人員の削減が必要であった。

主要な課題は新たな現実に対応した人数まで人員を削減することであった（私は、プロフェッショナルとサポートを合計して85名から90名が適当だと考えていた）。組織の中における経験を維持し、組織内の有望な人材に機会を提供し、外部から新たな人材を確保するといった点を満足させるためには慎重さが求められた。

投資先事業における事業運営方法の根本的な改革の効果を知っているプライベート・エクイティー・ファンドとしてテラ・ファーマは自らの組織を変革することが必要であると考えた。投資先事業にしてもテラ・ファーマにしても、事業運営にとって最も重要な事は効率的に事業を行うのに必要なチームと人的資源を確保することである。実際、組織内の人材の将来を考えると、テラ・ファーマの組織のあらゆる階層において一定の新陳代謝は必要であると考えている。



我々は、人材の流出もあったが全ての階層において昇格（つまりは人材の確保）を行った。この中で特記すべきは、テラ・ファーマに長期的に勤続している5名をMDに昇格させたことであろう。これらの昇格はテラ・ファーマが長期的に主要な人材、特に案件チームのメンバーは内部昇格を通じて養成するという方針を示している。金融担当と事業担当のMDの人数は2007年時点と同じである。このため我々は事業担当分野において人材の採用を行った。結果、現在の従業員数は約90名であり、年末には95名程度になると予想している。これは、2007年初頭の水準に回帰することを意味している。

主要メンバーの経験増がテラ・ファーマの能力を強化している。例えば、MD達の勤続年数は2007年の7年に比べて9年に伸びている。加えて、組織の変化にもかかわらず、MDの7割以上が2002年のテラ・ファーマの独立前から働いている。結論として我々は既存の投資先事業の業績を拡大し、TFCP IIIとTFDAに残された投資可能資金を投資し、プライベート・エクイティ・ファンドを取り巻く新たな事業環境が提起する課題を克服するのに最適なチームがそろったと確信している。

テラ・ファーマの主要メンバーの多くは投資先事業を訪問したり、新しい投資機会発掘のために各地を飛び回っている。実際、将来の投資機会や投資先事業の事業戦略について内部的に議論する以外の時間は、彼らがオフィスにいる必要性は少ない。過去2年間にアメリカとオーストラリアに投資を行ったことや、投資先事業がアジア企業との結びつきを深めたことで、各地に出向く頻度は増加している。このため、チーム全体が一緒に過ごす時間の質を向上させる目的で新規案件や投資先事業についてガーンジーで全員が議論する時間を年間を通じて確保している。こうやって我々は個々の投資先事業の目標や新規案件に関する課題についての理解をより良く全員で共有している。

プライベート・エクイティ・ファンド業界が直面する課題

最近の金融危機やそれにまつわる出来事によって規制当局や政治家達は我々の業界に対する規制を強化することを決定したようである。これは、我々の業界が現在の問題を引き起こしたという認識に基づくものではないことを申し添えておく。

これらの規制強化によって我々の事業運営方法が大きく変化するかも知れない。これは一過性の問題ではなく、将来にわたって事業を継続、拡大するプライベート・エクイティ・ファンドは皆、この環境に適応していかなければならない。

ヨーロッパにおいて欧州議会はオルタナティブ投資ファンド事業者に対する指針（AIFMD）とソルベンシーIIIに関する指針に代表される分野で金融事業者に対する規制の変更を検討している。

2013年1月にEUで適用が予定されているAIFMDについては、これまでに多くの議論が行われている。AIFMDは欧州の投資会社の投資の幅を限定するものとみなされている（EU外に所在するファンドはこの規制に従うことは無い）。同様に、AIFMDがオフショア金融センターの魅力を増加させるのか減少させるのかについても定かではない。AIFMDが要求する透明性と開示義務によって欧州のプライベート・エクイティ・ファンドが投資される側から見て魅力的で無くなる可能性が高い。

ソルベンシーII指針の方がより大きな懸念をよんでいる。これは2012年10月31日までに適用が予定されていて、保険会社と再保険会社に対する規制が大きく変化し、特に様々なリスクに対応する資本の確保が要求されるようになる。ソルベンシーIIIにおいてはプライベート・エクイティ・ファンドに対する投資は高リスクとされ、投資にあたっては多額の資本に確保が求められる。これによって保険会社によるプライベート・エクイティ・ファンドへの投資減少が懸念されている。

加えて、EUにおいてはこの規制を年金基金に拡大することも検討されている。欧州の保険会社は、彼らの運用するファンドと年金基金が同じ条件で運用されることを目指してこの動きに賛成している。当然、年金基金や確定給付型年金を採用している国々はこれに反対している。欧州委員会はソルベンシーIIの年金基金への適用を否定しているが、2010年7月に出された報告書では年金基金も運用資産のリスクと資産クラスに適した準備金の積み立てを求めることも提案されている。

これらの規制が与える影響の全体像はまだ見えないが、ファンド運用会社、ファンド、投資家にとってのコストが高くなることは避けられず、形式主義によってプライベート・エクイティ・ファンド業界の柔軟性が失われることになるであろう。これによってプライベート・エクイティ・ファンドがGPにとってもLPにとっても魅力的でなくなってしまうことが最大の懸念である。プライベート・エクイティ・ファンドがこれまでに様々な事業を活性化したり競争力を強化したりするにあたって果たしてきた役割を考えると、アジア企業の進出が続く欧州においては、これらの規制が与える影響は大きい。

ヨーロッパにおける規制環境の整備には時間がかかるが、テラ・ファーマは投資家、投資先事業、ステークホルダーの方々全ての期待に応えられると確信している。

敬具

Tim Pryce



EMIへの投資：分析



2011年2月1日にEMIの所有権はCitigroupに移転し、テラ・ファーマによる所有が終了した。案件の終了にあたり我々は、将来の投資手順と投資実績をより良くすることを目指して投資にあたっての意思決定と投資戦略を振り返った。ブライベート・エクイティー・ファンドにとって全ての案件に関して上手くいった事といかなかった事の両方から学ぶことは長期的に見て重要なことである。一般的にこれは内部資料であるが、EMI投資は広く知られているところでもあり、我々の分析と案件から学んだ事を皆さんと共有することにした。

テラ・ファーマによるEMI投資の根拠

我々が投資を決定した2007年5月時点でEMIは世界4位のレコード会社で、世界最大の著作権所有者であった。事業は事業戦略の変革、資産の再評価、事業運営方法の変革と事業キャッシュフローの改善が必要であった。世界有数の著作権とレコードの音源はまた、事業の裏づけとなる資産であった。EMIは我々の投資戦略に合致した事業であり、テラ・ファーマによる買収によって付加価値が高まるものと判断した。特に、我々はこの事業は「ヒット作」作りに注力するのではなく著作権のマネジメントに注力するべきであると考えていた。

EMI全体の収入と利益は堅調な経済情勢の中で5年間も減少が続いていた。これは主に、消費者のレコード消費がデジタル化に向かっていることに対する対応の遅れによるものであった。会社の中でも著作権部門の収益は堅調であったが、これは消費者への販売から事業対事業（B2B）に軸足を移しつつあったことによるものであった。テラ・ファーマは、新譜部門では大規模なコスト削減を行いつつ市場構造の変化に対処することが必要であると考えていた。音源についても、収益を拡大すると共にデジタル化による収益機会を捉える可能性があると考えていた。

これらは、EMIへの投資がテラ・ファーマの投資モデルに合致していることを示していた。

EMI投資の金額と規模

EMIはテラ・ファーマにとって非常に大きな案件で、過去12年間に執行した案件の平均の約3倍の規模であった。我々のファンド募集と投資サイクルの状況から、我々は大規模な案件の執行を検討していて、EMIは格好な案件であった。2006年から2007年にかけてテラ・ファーマはTFCP III（54億ユーロ）の募集を完了し、TFCP II（約19億ユーロのファンド）の40%が投資可能であった。TFCP IIIについては、投資家からの需要はあったが、投資家により多くの共同投資の機会を提供するという観点から、ファンドの募集金額を制限した。

パートナーシップ契約書によってテラ・ファーマは、ファンド全体金額の10%以上を共同投資家、主にLP投資家に分売する意図がある場合にはそれぞれのファンドの全体金額の30%までを一つの案件に投資する事を許されていた。共同投資機会の提供はテラ・ファーマがそれまで行ってきた事であり、テラ・ファーマのファンド募集にあたってのセールスポイントでもあった。テラ・ファーマのアドバイザー・ボードもまた、2つのファンドから同一案件に投資する事を承諾した。

投資完了後、6つの要素が EMI投資に影響を与えた

EMI投資を振り返って我々は、6つの要素が投資の結果に影響を与えたと考えている。このうちの4つは市場に起こったことであり、2つは投資検討以前もしくは検討期間中にテラ・ファーマが下した判断である。EMI案件は、入札形態で行われたが、我々が入札が不成立であったと知っていたなら期限通りに入札に参加していなかったと思われる。6つの要素は期限通りに応札したところに端を発している。

要素

1

証券化市場の機能停止

EMIの著作権から生じるキャッシュフローの証券化はEMI投資の資金調達戦略の重要な一部であった。証券化の主幹事を務める可能性があったことでCitigroupや他の銀行はEMI買収資金の融資に積極的であった。2007年5月以降にアメリカで起こったサブプライム市場の崩壊によってあらゆるタイプの証券化が不可能となり、シンジケート・ローンに参加する銀行も皆無となった。EMI案件に対する影響は以下の3つであった:

- 借入コストが事前の予想や買収モデルのそれを上回った;
- 2007年8月にCitigroupが提示した借入条件の詳細が複雑になった。Citigroupもテラ・ファーマも2008年に証券化で債務の借換を行うことを前提に借入条件を設定した、そして;
- 証券化を前提としたCitigroupからの借入金額が減少し、その結果、テラ・ファーマは自己資金を不足分に充当する事となった。

2

Citigroupは長期のシニア・ブリッジ・ローンを他行に 分売出来なかった

証券化市場が機能停止し、CBO市場も消滅した結果、Citigroupは長期のシニア・ブリッジ・ローンを他行に分売出来なかった。結果としてローンの全部がCitigroupに残り、テラ・ファーマとCitigroupはローン条件の再交渉を1対1で行う事になった。分散された債権を持つ銀行団との交渉の方がEMIとテラ・ファーマにとっては望ましかった。

3

共同投資需要の減退

2007年5月にEMIへの投資を決定した時点で我々には、予想通り多額の共同投資に対する要望がファンド投資家から寄せられた。買収が完了するまでに寄せられた共同投資に対する需要は、以前の案件と同様に大きいものであった。

2007年の信用収縮の拡大に伴って投資家からのEMIに対する共同投資の需要は減退し、ファンドによるEMI投資の分売可能性が無くなった。結果としてTFCP IIとTFCP IIIの両方が、当初予定していた10%程度ではなくファンド全体の30%をEMIに投資する結果となった。共同投資家への分売戦略が執行出来なかったことでテラ・ファーマは、ワーナー（EMIよりは規模の小さなレコード会社）とEMIの合併といった大規模な事業再編や、著作権の追加買収といった事に資金を投資することが出来なくなった。

4

公開市場における同業他社の収益倍率の低下

2008年から2009年にかけて、公開市場における収益倍率、特に音楽業界の収益倍率が低下した。株式市場全般の低迷とインターネットが持ち込んだ音楽市場の混乱に加えて、EMIの著作権事業に悪影響を与える事象が起こった。まず第1に2007年から2009年にかけてEMIの著作権部門の売却を検討した事でテラ・ファーマとEMIが資産売却を迫られているという印象を持たれてしまった。第2にEMIもワーナーも相手を買収する体力がないと市場関係者が結論付けてしまった。そして最後に、ワーナーがその著作権部門を売却する可能性があるということでその収益倍率がさらに低下してしまった。これらの要素が音楽セクターの収益倍率を他のセクターより大幅に、かつ長期的に低下させる要因となった。

2007年当時の評価価格で著作権部門を売却することは、EMI案件において損失発生可能性を低めるという観点から貸し手であるCitigroupにとっても借り手にとっても重要な選択肢であった。貸し手から見ると、この選択肢が無くなったばかりではなく、収益倍率の低下によってEMIの新譜部門と著作権部門の貸し手から見た資産価値は50%以上低下し、それは2010年の年末まで回復の兆しを見せなかった。

現在、CitigroupはEMI売却に向けて動き始めていて、ワーナーは予想EBITDAの10.5倍で売却された。EMIは著作権と音源の量と質によって、ワーナーよりも高く評価されてきた。従って、EMIの評価価格はEBITDAの12倍程度であろうと考えられる。加えてワーナーの新しいオーナーがEMI買収を検討する場合には両者の合併によるシナジーの半分×12倍を買収価格に上乗せすることが可能である。これらを勘案すると、EMIの価値は2007年5月の水準に回復しつつあることになる。また、ローンや証券化の市場も回復基調にある。

過去の案件に 対する洞察と 教訓を生かして、 我々は歴史を 繰り返さぬように 努める

5

事業戦略の転換

EMI買収前にテラ・ファーマはEMIを著作権マネジメント会社に転換する事業戦略を策定した。買収後に雇用した経営陣と、会社に残った経営陣はこの戦略を追認した。我々は経営陣と協力して事業運営方法の改革に取り組んだ。この改革に対して業界内部やマスコミからの批判もあったが、明確な成果をあげる事が出来た。EMIの収益は倍増し、事業キャッシュフローは資金減から大幅な資金増に転じ、収益率は業界最高になり、市場におけるシェアも拡大した。EMIは所属するアーティストに関して、多くの評論家から賞賛を得るに至った。結果としてテラ・ファーマの案件チームは事業改革の機会を正しく見抜き、それを実現したことになる。

現在、音楽業界の多くの会社がテラ・ファーマとEMIが3年前に行ったのと同様の変化を求められている。

6

市場動向の仮説

テラ・ファーマのEMI買収後の事業戦略は2つの市場動向についての仮説から成り立っていた。それらは新譜市場におけるCD販売量の減少と、デジタル商品の販売増である。我々の戦略はB2Bを通じた収益を拡大し、消費者からの収益をデジタル商品にシフトするというものであった。B2B市場の拡大予想は正しく、この部門からの収益の拡大に成功した。CD販売量の減少とそれがEMIの新譜部門に与える影響の予測も正しかった。しかし、デジタル商品の収益金額は我々や業界関係者が予測した程には拡大しなかった。案件チームのデジタル市場に関する予測は保守的なものであったが、それでも楽観的過ぎたと言える。しかし、テラ・ファーマはこのデジタル商品の収益の伸び悩みが投資案件自体に大きな悪影響を及ぼしたとは考えていない。

案件の教訓

振り返ってみれば市場によって決定される要素 - 証券化、ローンの分売、資産の収益倍率、そして共同投資家への分売 - これらは皆、2007年から2008年にかけての市場の急変に起因している。テラ・ファーマも、他のプライベート・エクイティ・ファンド同様にこれらの事象を案件そのものとは独立したものとする傾向があった。実際、もしもテラ・ファーマ - もしくは他のプライベート・エクイティ・ファンド - がこういった市場に関係する4つの要因全てが同時に悪化すると予測できていたなら、LBOファンドが行う案件はほとんど成立しなかった筈である。こういった規模の急変が5年から15年に一度起きるとするなら、もしくは3つのうちの1つのファンドの投資期間中に起きるとするなら、ファンドに対する影響を少なくする為に何が出来るのであろうか？

リスクを制限するための構造の変更

EMIを通じた経験と経済危機前の経験を通じて我々は、テラ・ファーマは以下の方策を通じて損失発生リスクを少なく出来ると考えている:

- 複数のファンドによる協調投資の禁止
- 共同投資家への分売を見越した投資金額をファンド全体の20%から5%に削減

以後、テラ・ファーマではこれらの制限を実践していく。テラ・ファーマでは1案件への投資金額を分売見込み分5%を含めてファンド全体の15%として、ファンドのネット投資金額をファンド全体の10%にすることを目指す。大きな金額の共同投資を検討している投資家に対しては、ファンドと同じタイミングで投資の意思決定をお願いする。

投資先事業の精査について

案件の分析とその後の議論を通じてテラ・ファーマはEMIを音楽の著作権管理会社に変革することを目指した方策の実行は案件からの損失発生原因ではなかったと結論付けた。実際、我々の投資の根拠は正鵠を得ていてEMIの事業変革は成功した。

結論

EMI案件のリスクは我々が検討している他の案件と根本的に異なっていた訳ではない。前に述べた6つの要因は、市場の状況変化とリスクの過度な集中が受け入れ難い結果を招く事を示している。勿論、我々が応札しなければ入札が不成立であったという事実を知っていたなら、あの日にあの価格で入札に参加することは無かった。いずれにしても、テラ・ファーマは過去の案件に対する洞察と教訓を生かして歴史を繰り返さぬように努めていく。



TERRA FIRMAとは「堅い地面」を意味していて、それは資産の裏付けのある事業を買収するという、一貫した投資戦略を反映している

テラ・ファーマは収益の低い事業に投資して、それを事業戦略と事業運営方法の刷新と追加投資、経営陣の強化を通じて優良事業に変革していく。

テラ・ファーマは、基本的サービスを提供する事業で資産活用の効率が低く、技術革新やブランドに依存していない事業に投資する。我々は自ら行う分析と調査に基づいて戦略を構築し、それは市場の常識と異なることもしばしば起きる。事業の運営方法が他社とは異なっている、他社が解決不能と考えている問題に対処したりマクロ的な問題を独自の視点で分析することを通じてテラ・ファーマは多くの事業において隠された価値を見出してきた。

我々は業界のトレンドやセクターを特定してから事業を変革可能な個別の投資対象の検討を行う。この「マクロからミクロへ」のアプローチが我々の投資戦略を特徴付けている。

我々は買収した事業に直接関与することを通じて付加価値を創造する。我々は事業を戦略面と事業運営面の両方から再評価して多くの場合には経営陣の入れ替えを行う。事業に大規模な変化を起こすには時間がかかるが、優良で持続可能な事業を創り上げるには長期投資の視点が必須である。

社内の多岐にわたる人材が独自の投資戦略や事業の戦略的な再評価に必要な金融、事業運営、法律、税制、そして事業体制の決定といったスキルを提供している。

「テラ・ファーマ」とは2002年3月27日以前はNomura International plcのPrincipal Finance Groupを意味し、2002年3月27日以降は文脈により、TFCP Holdings Limited, Terra Firma Capital Partners Limited, Terra Firma Capital Management (Guernsey) Limited, Annington Management Services (Guernsey) Limited及びその関係会社を意味している。

この年次報告書に記載されている数字は2010年12月31日現在のものである。



€17_{bn}

2010年12月時点までに
募集した投資資金金額

€14_{bn}

2010年12月時点までに
事業に投資した金額

€18_{bn}

2010年12月までに回収した
資金と投資先事業の評価額の合計金額

テラ・ファーマは長期的な投資を行い、事業計画の立案にあたっては、持続可能な成長を念頭に置いている

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る。テラ・ファーマの投資先事業の成長は全ての投資家に良好なリターンを提供する助けとなる。テラ・ファーマはまた、最終的な受益者の方々に対する受託者責任についても十分認識して活動している。

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、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)、そしてドイツの居住用不動産に特化したTerra Firma Deutsche Annington (TFDA)である。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る。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る。

テラ・ファーマのファンドは世界各国の事業に選別された投資を行っているが、欧州を主たる投資地域としている。投資先事業は現在、60カ国で事業を展開している。

イギリスにあるTerra Firma Capital Partners Ltd (TFCPL)は、ドイツにあるterrafirma GmbHとガーンジーにあるTerra Firma Capital Management Ltd (TFCML)の共同して、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る。

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る。スタッフの持つ金融、事業運営、法律、税、案件ストラクチャリングといった広範な知識により、他社が見落とした投資機会を発掘し、事業の潜在的な価値を引出すことが可能となっている。

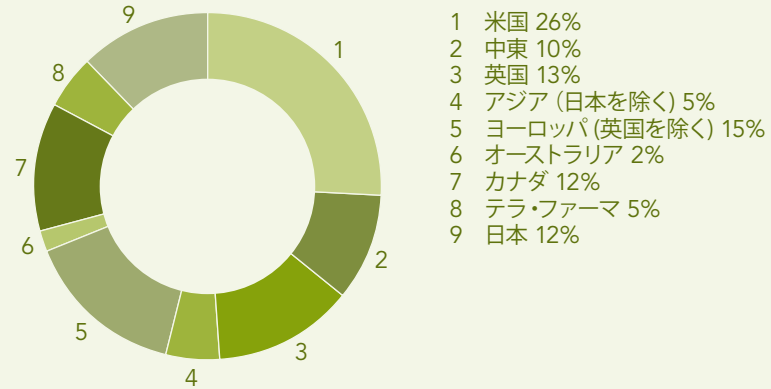
投資先事業の付加価値を高めるには事業運営能力が必須であり、現在の経済環境下においては、その能力の重要性はかつて無いほどに高まっている。事業担当チームのスタッフは数々の企業で長期間にわたって経営や業績改善を行った経験を持ち、事業戦略の立案、事業運営、事業経営について高い能力を持っている。

テラ・ファーマにはロンドンとフランクフルト、ガーンジーに合わせて約90名の投資アドバイザースタッフがあり、スタッフの国籍は20カ国に及び、使用する言語は21カ国語となっている。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・エクイティー・ファンド、法律家、会計士と多岐にわたっている。

事業運営、金融の両面でのスタッフの雇用を検討中であり、今後の投資案件のみならず既存投資案件の運用に必要な社内の人的資源の拡大を目指している。

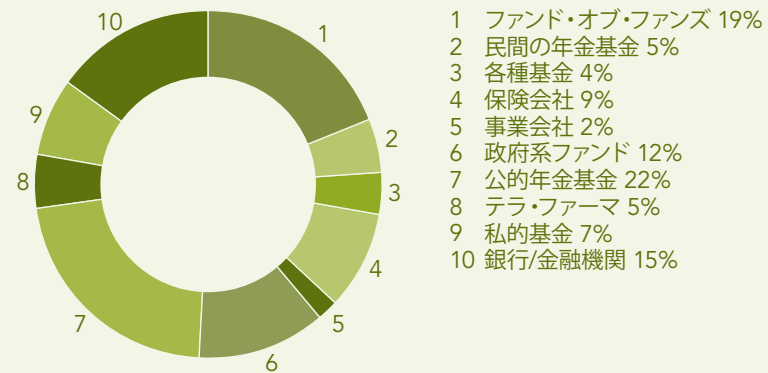
テラ・ファーマの投資家の地域分布

投資家の
3分の2以上は
欧州域外の
投資家



テラ・ファーマの投資家属性

投資家の
4分の1以上が
年金基金



テラ・ファーマの 投資先事業の 2010年の業績は堅調

一年を通じて我々は既存事業基盤の拡大と追加投資を通じた投資先事業の事業規模の拡大を行ってきた。既存事業基盤からの収益の極大化と追加投資の最適化によって2010年の投資先事業の業績は堅調であった。テラ・ファーマの事業運営チームや金融担当チームと共同で、事業のコスト削減を通じた事業の効率化や事業拡大のための戦略的な施策の遂行を行った。

投資先事業と緊密に協力する事を通じて我々は、事業が活動している業界への理解を深めつつ効率的かつ革新的な事業を構築することが出来た。

資金調達

多くの資産に関して資金調達の環境が改善し、2010年に予定していた債務の借換は成功裏に終了した。例えばAWASは6月に5.3億米ドルのJetstream/Jetbridgeの借入枠の借換を行い、秋には6億米ドルのローンによる資金調達を行った。他、Odeon & UCIでは事業運営会社の借入条件を見直すことで今後数年間にわたって再投資可能な1億ポンドの資金を確保した。

投資先事業の債務借換は、事業拡大にとって重要であることを認識している。全ての事業において2011年もバランス・シートを能動的に管理し、有利な条件による債務借換を行うべく、資本市場の動向を見守っていく。

投資の評価

プライベート・エクイティ・ファンドが投資先事業を市場実勢にそった形で行う時価評価は、現実的かつ透明性のあるものでなければならないと考えている。テラ・ファーマにおいては投資先事業の評価にあたっては徹底して詳細な評価を毎年行うと共に、必要に応じて追加的な評価も行っている。評価の過程は決算時にKPMGによる監査を受けている。

プライベート・エクイティ・ファンドの投資先事業の評価には大きく3つの要素が影響を与えている。それらはまず、投資先事業の業績、次に類似公開会社から算出された収益倍率や割引率や業界における類似会社の売買事例、そして投資先事業の決算がファンドの通貨と異なる場合には為替レートも影響を与える。

テラ・ファーマの投資先事業の2010年の業績は堅調で、ほとんどの会社が前年を上回る業績を残した（次ページの表）。

金融市場は2009年の最悪期を脱したが、2010年も市場の変動幅は大きく、年間を通じた変化率は小さかった。

テラ・ファーマのファンドが用いているユーロの変動が、投資先事業の評価に大きく影響した。米ドル、ポンド、豪ドルで決算を行っている事業にあつては、ユーロ相場下落が評価増の要因となった。

ほとんど全ての投資先事業の時価評価が2009年末を上回ったが、テラ・ファーマは従来通り、2010年末の評価にあたっても保守的な手法を継続して使用した。

時価評価は投資効率を計測する重要な指標であるが、テラ・ファーマは長期的な投資を行う投資家であり、事業計画は短期的な利益の獲得ではなく、投資家に長期的な利益を提供することを目指して立案されている。最も重要な評価は、事業売却時点の価格であり、我々は投資から得られる最終的な利益を極大化することを念頭において活動している。

事業のEBITDA	通貨	2009	2010	変化 %
Annington ¹	£m	106	117	10
AWAS	\$m	653	649	0
CPC	A\$m	22	17	(24)
DAIG	€m	480	502	5
EMI ^{1,2}	£m	252	229	(9)
EverPower	\$m	(8)	(10)	(25)
Infinis ¹	£m	49	75	52
Odeon & UCI	£m	80	92	14
Phoenix Group ³	£m	20	21	3
Tank & Rast	€m	186	195	5

¹ 2009年12月までの9ヶ月と2010年12月までの9ヶ月の比較

² Maltby Groupの決算数字

³ EBITA

我々は既存事業基盤の拡大と追加投資を通じて投資先事業の事業規模を拡大してきた

投資先事業の業績

ANNINGTON

Anningtonの2010年12月までの9ヶ月間の賃料収入は2009年の同時期の賃料収入を上回った。しかし、住宅の販売金額と販売件数はイギリスの不動産市況の低迷で前年を下回った。国防省は2010年第1四半期に175件の住宅を返却し、年末までに返却件数が追加される可能性がある。2011年の住宅販売金額は、市況の低迷で2010年と同様の水準が見込まれる。

AWAS

AWASの2010年の業績は市場の回復が早かったこととコスト削減、顧客クレジットの管理によって主要な業績指標、金融指標は予算を大きく上回った。2011年には15機の新造機の引渡しを受けるが、それらのリース先は既に決定していて、営業収益の拡大に寄与するものと見込まれる。

CPC

インドネシア政府による予想外の輸入制限によって2010年はCPCにとって困難な1年となった。輸出売上は国内販売で部分的に相殺されたが、輸送費用がかかったこともあり、EBITDAは2009年のA\$22mからA\$17mに減少した。CPCは給水場の整備、新たな柵の設置、灌木の伐採等を通じて牧場の改善を行い、飼育可能頭数が増加した。

牧場の地域的な分散や牧場の柔軟な運用を目指して追加買収機会の検討を続けており、買収完了以降いくつかの牧場を魅力的な価格で買収した。

DEUTSCHE ANNINGTON

Deutsche Anningtonは賃貸部門、販売部門の両面で利益が拡大したことから2010年には初めてEBITDAが5億ユーロを超過した。21,600件の新規賃貸契約が締結され、2010年の住宅販売金額は前年を37%上回った。これらはITへの投資、顧客対応の改善、経営陣の強化の結果であると考えている。今後、魅力的な価格での追加買収機会の検討を継続していく。

EVERPOWER

テラ・ファーマによる買収から1年が経過し、EverPowerの事業は順調に推移している。最初の風力発電所であるHighlandは設備稼働率が97%と、予算の95%を上回った。新設予定の2件の発電所では全ての許認可を取得し、発電設備の購入契約も有利な条件で締結された。これらの発電所は2011年中に稼働を開始し、発電能力は189MWに拡大する。今後数年間で5カ所の発電所の建設が予定されていて、それらの出力は合計で600MWである。事業は長期計画に沿って拡大している。

60

我々の投資先事業は
60力国で事業を展開

€4.9bn

2010年12月までの1年間の
投資先事業の合計収入金額

INFINIS

Infinisの事業年度当初からのEBITDAは£75mで前年を52%上回った。これは、高い価格での電力販売契約の締結、事業運営の効率化、コスト削減の結果である。2009年のNovera買収に引き続いて2010年5月にはスコットランドで稼働中のArdrossan風力発電所、2011年1月のウェールズのRheidol風力発電所を買収して再生可能エネルギー分野での地位を確立している。Infinisはまた、E.ON UK plcからヨークシャーにある開発許可取得済の発電容量12.9 MWの発電所2ヶ所を買収した。

ODEON & UCI

Odeon & UCIは2010年のワールドカップ期間中のヒット作不在、映画館にとつての稼ぎ時ともいえる12月に北ヨーロッパを襲った寒波の影響にもかかわらず、堅調な業績を記録した。ヒット作に多くの観客が集まったほか、記録的なヒット作となったAvatarやToy Story 3、Alice in Wonderlandといった3D作品が寄与してEBITDAは前年を14%上回った。

PHOENIX GROUP

Phoenixは寒波の影響で販売量が拡大したことや、ガスの購入価格が予想を下回ったことによって収入とEBITA（超過収入の還元後）は前年を上回った。新規顧客の獲得数も堅調で、景気の低迷や悪天候にもかかわらず新規顧客数は予算を上回った。

TANK & RAST

ドイツの消費者の購買意欲減退と、寒波によってアウトバーンの通行量が減少したことから2010年はTank & Rastにとって困難な事業環境であった。しかし、EBITDAは2009年を上回った。これはコスト削減の継続と顧客重視の施策によって設備の質が向上し、収入が前年を上回ったことによるものである。

業績の大幅な拡大を達成

ODEON & UCI ストーリー

両社を合併させてヨーロッパにおける映画館業界の事業統合を主導し、事業運営の効率化を通じて付加価値の創造を行うという明確な戦略のもとにテラ・ファーマは2004年9月にOdeonを、2004年10月にUCIを買収した。

近年、映画館における映画鑑賞は大きく変化した。現在の映画愛好家達はポップコーンを食べながら大きなスクリーンで映画を見るためのみに映画館に行くのではない。映画館は彼らのその期待に応える場所に変化した。Odeon & UCIはこの動きを主導してきた。2004年にテラ・ファーマが業界の有力2社を買収・合併してヨーロッパ最大の映画館チェーンを作った以来、事業は継続的な改善を目指してきた。時間と人的資源を投入してOdeon & UCIは今日の顧客が求めているものとそのトレンドを探りつつ、椅子の改良やコーヒーの質の改善、提供する食べ物の改善に取り組んできた。

これらの改善によってOdeon & UCIを訪れる顧客の映画館に対するイメージが変化し、顧客増が会社の業績を向上させた。映画館は不況に強い産業とされてきたが、Odeon & UCIは業界屈指の業績を継続するために設備投資を行い、事業の変革を行ってきた。

新しく、改良された映画館

テラ・ファーマとともに策定した事業戦略に基づいてOdeon & UCIは映画館の顧客に最高の満足を提供する新しい手法を

模索した。買収から6年間で10ヶ所の映画館を新設だけでなく、16ヶ所の映画館の大規模改修を行い、映画館6件と6つの映画館チェーンの買収を行った。1.35億ポンドの資金を投じて何万人という単位の人々が新たに設備の整ったOdeonあるいはUCIの映画館で最新の映画を楽しむことが出来るようになった。

プレミアム・シートや飲み物、食事の改善だけでなく、Odeon & UCIの新しい映画館には、IMAXやデジタルといった最新技術も投入されている。

Odeon & UCIはデジタル映写技術の導入を主導した。デジタル・スクリーンの導入が進んでいて、ハリウッドの映画制作会社大手6社との間で関連契約が締結された。これによって3D映画の作品数拡大への対応が可能となった。実際、2010年のOdeon & UCIの収入の25%は3D映画によるものであり、顧客は3D映画を見るために必要な追加料金の支払いを惜しまない。Odeon & UCIは3D映画の提供において、同業他社を大きく引き離している。

顧客が追加料金を払うだけでなく、デジタル技術に投資することでOdeon & UCIは柔軟な映写計画の立案が可能になってコスト削減が達成された他、画面での広告やスポーツ、オペラ、コンサートといった人気の高いコンテンツの上映が可能となった。



物品販売を拡大

テラ・ファーマの持つ、新たな環境に事業を適合させる経験は映画館の変革にあたって特に役立った。近年、映画館で飲食することが映画鑑賞の一部となり、Odeon & UCIでは映画館内の飲食店の拡大を行った。7カ国で事業を展開するにあたりOdeon & UCIでは国ごとに需要が高く、利益率の高い商品を提供する努力を行ってきた。

多くの試験的営業を繰り返して国ごとに最適な組み合わせが見つけ出された。例えば、イギリスではコーヒーとアイスクリームが好まれるのに対し、スペインではピザとフォッカチアが、イタリアではピザとパニーニが好まれるといった具合である。Ben & Jerry's、Telepizza、Pane e Saporiといったテナントを誘致することでOdeon & UCIは顧客に対して地元の映画館で最新の映画を見る以外の楽しさを提供している。

Odeon & UCIは物品販売の拡大を通じて顧客の求めるより多くのものを提供することを目指している。例えば、2010年の行った顧客満足度調査の結果を受けてポップコーンの種類を増やしたり、小さなサイズの飲み物や質の高いホットドッグ、ナチョスを導入したりといったことが行われた。

Odeon & UCIは デジタル映写技術の 導入を主導した



映画愛好家をお得意様に

Odeon & UCIの会員カードは顧客に感謝の気持ちを伝え、リピーターにするにあたって大きな成果をあげている。イギリスでは“Odeon Premiere Club”の会員数は2010年末に100万人を越え、イギリスの映画館最大の会員数となっている。欧州大陸においてUCIの会員カード発行数は2009年に23%増加して現在の会員数は140万人を越えている。イギリスでは顧客は3つのコースから好みのコースを選ぶことが出来、それぞれのコースが飲み物やチケット、ポップコーンに引換可能なポイント制となっているほか、会員限定の割引を提供している。映画館としては顧客の好みや行動パターンの把握につながり、拡大する市場の中で競争力を維持することが可能になる。

笑顔による顧客対応

もちろん、Odeon & UCIのスタッフから顧客がうけるサービスが映画館の印象を決定する。Odeon & UCIでは従業員が十分な訓練を受け、意欲を持って仕事出来るように訓練や研修に多くの費用を投入している。イギリスにおいては全ての従業員は採用直後に最長で16週間の研修、訓練を受けることが出来る。ヨーロッパにおいてはオンライン方式の研修、訓練を多用している他、中間管理職を対象とした様々な研修も行われている。Odeon & UCIを訪れる全ての顧客はこの効果を実感出来る。Mystery Shopperが行う匿名の顧客調査においてもOdeon & UCIは常に好成績を収めている。

これらの事業改革と投資はテラ・ファーマが2004年にOdeonとUCIを買収した時点で策定した戦略に継続的な見直しを行ってきた結果である。これらの変革の効果はOdeon & UCI

の顧客にとってのメリットとなったばかりでなく、Odeon & UCIの最近の業績にも現れている。

困難な経済環境に加えて広告料収入が減少するという環境のもとでOdeon & UCIは業界他社を上回る業績を記録していて、顧客一人当たりの収入（チケットと物品販売の合計金額）はインフレ率を上回る成長が続いている。同時にEBITDAの成長率は年率10%を越えている。

技術革新に対応しつつ顧客の声に耳を傾ける。そして顧客の映画鑑賞を快適にするために投資を継続することでテラ・ファーマとOdeon & UCIは顧客とステークホルダーに卓越したパフォーマンスを提供している。



ODEON
FANATICAL ABOUT FILM

11
2.4^m
16

IMAXスクリーンの
数・ヨーロッパ最大の
IMAX事業者

メンバー会員数

過去6年間に
大規模改修を行った
映画館の数

ファンドに投資することを 通じて投資家の方々と 利益を共有

プライベート・エクイティ・ファンドの多くは資金を提供する投資家と資金を投資するファンドとのパートナーシップである。テラ・ファーマはこのパートナーシップ関係を重視している。

プライベート・エクイティ・ファンドの長期的な視点は、その報酬体系にも完全な形ではないにしても反映されている。投資家の方々と従業員達が長期的に利益を共有することは、プライベート・エクイティ・ファンドの事業モデルに重要である。

テラ・ファーマの従業員の報酬体系は、特に主要メンバーにおいてこれを重視してキャリード・イントレストを中心とした形になっている。キャリード・イントレストとは、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る。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・イントレストは、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ある。テラ・ファーマがキャリード・イントレストを受け取れる状況になっても、ファンドの募集完了から5年間は資金が払い出されない仕組みになっている。

プライベート・エクイティ・ファンドで働くメンバーが投資案件の慎重な選択のみならず売却までの期間を通じて事業を成長させ、投資家の - そして最終的に自分達の - 利益を極大化することに集中する為には、この報酬形態が必須であると考えている。

キャリード・イントレストはプライベート・エクイティ・ファンドの運用者と投資家の利害を一致させる重要な方法ではあるが、運用者自身がファンドに投資する事に勝るものはない。我々はファンドの募集を行う度に、ほとんど全ての従業員がファンドに投資を行ってきた。現在までに我々は自分自身のファンドに5.2億ユーロの投資コミットメントを行っていて、TFCP IIIにおいては最大の投資家であり、TFCP IIIにおいても最大の投資家の一つである。テラ・ファーマでは個人の資金を投資し、自らの職責を捧げることで、ファンドの成功に対する自らの確信を示している。

**テラ・ファーマの
メンバー全員が
一つの目標を
持っている -
それは、
投資リターンの
極大化である**

我々の目標と計画、成果を 全ての方々に理解してもらう事は 重要である

テラ・ファーマが投資している事業は多くの人々の生活に関わっていることから、投資先事業を通じて我々が果たすべき社会的責任について深く認識している。全てのステークホルダー（顧客、従業員、投資家、取引先、労働組合、政府そして規制主体）に我々の目標と計画、成果、そして我々と投資先事業の活動がより広い社会に貢献している事を理解してもらう事が重要である。

テラ・ファーマは2007年11月に出されたWalkerレポートで示された指針を支持している。我々の姿勢がSir Michael Rakeが率いるGuidelines Monitoring Groupで評価されたことを喜ばしく思っている。

我々は、Walkerガイドラインに従い、これを遵守するだけでなく、これを超越している分野もある。指針によればテラ・ファーマの投資先事業のうちOdeon & UCIとAnningtonのみが情報開示を求められているが、他の投資先事業の全てが自発的に情報開示を行っている。指針の要求を満たしている企業は自発的な情報開示を行っている企業を含めて58社あり、テラ・ファーマはそのうちの7社に投資している；これはプライベート・エクイティー・ファンド業界最多である。

2009年9月にILPAがプライベート・エクイティー・ファンドに関して利害の一致とガバナンス、透明性に関する指針を発表した。これらの多くはテラ・ファーマが設立から行ってきたことであり、テラ・ファーマは2010年3月にこれを正式に受け入れた。



Tim Pryce, Guy Hands

透明性に対する積極的な取組みは、将来の従業員、投資を検討している企業、我々が接する政府や労働組合との関係構築に有利に働くと考えている。我々に投資資金を提供している投資家に投資先事業の財務状況を提供している事はいうまでもない。

全ての西側諸国が インフレ圧力に さらされるであろう



Robbie Barr, Quentin Stewart

昨年を通じて世界の経済と金融市場は全般的に回復の兆しを見せたが、中国やインド、ブラジルといった途上国が経済の回復を支えている。一方、西側諸国の多くでも緩やかな回復が見られるものの巨額の財政赤字は解消されず、高い失業率と消費者の消費意欲減退に悩まされている。

西側諸国の政府は2つのグループに分かれている：一方は財政赤字を無視して財政支出や量的緩和を通じて景気刺激を行っていて；もう一方は公的支出を減らして増税を行うことで財政の健全化を目指している。いずれにしても西側諸国は途上国の食料、原材料、消費財の需要増に伴うインフレ圧力にさらされている。

世界の金融市場が回復するにつれて株式公開によって投資先事業の売却を考えるプライベート・エクイティ・ファンドが増加するであろう。プライベート・エクイティ・ファンドによる買収案件数は、特にセカンダリー案件において2010年には予測を上回った。借入が容易になることで、この傾向は今年も継続すると思われる。しかし、投資待機資金の多さによって買収にあたっての競争が激化して、適正価格での企業買収は困難な状況が継続するであろう。

2011年は 我々が戦略と 事業運営方法の 改革で付加価値を 創造できる投資が 行える年になると 考えている

プライベート・エクイティー・ファンドはレバレッジを通じてではなく事業運営手法や事業戦略の改革を通じて付加価値を創造し続けなくてはならないであろう。テラ・ファーマにおいては強力な事業担当チームが事業の重要な要素となっている。社内の知識と経験が事業戦略の変革を可能にし、長期的な事業業績の改善をもたらす筈である。

2011年も市場環境は厳しいが、投資先事業を追加買収や資金の追加投入を通じて成長させる機会があると信じている。さらに、我々が戦略と事業運営方法の改革で付加価値を創造できる投資が行える年になると考えている。資産の裏付けのある、生活に近い事業に投資するという原則を守りつつ、ヨーロッパに本拠を持ちつつ途上国での売上と利益の成長が期待出来る事業に対しても目を向けて行きたいと考えている。

我々のマネジメント・チームは
差別化された投資戦略の
執行に十分な金融、戦略立案、
事業運営能力を備えている



Guy Hands
Chairman and
Chief Investment Officer

Guy is Terra Firma's Chairman and Founder. He is the Chief Investment Officer and sits on the boards of the General Partners.

Guy started his career with Goldman Sachs International where he went on to become Head of Eurobond Trading and then Head of Goldman Sachs' Global Asset Structuring Group. Guy left Goldman Sachs in 1994 to establish the Principal Finance Group at Nomura International plc which acquired 15 businesses with an aggregate enterprise value of €20 billion. Guy led the spin out of PFG to form Terra Firma in 2002.

Guy has an MA in Politics, Philosophy and Economics from Mansfield College, Oxford University. He was elected a Global Leader of Tomorrow by the World Economic Forum in 2000 in recognition of his achievements. Guy is also the President of 'Access for Excellence', a campaign based at Mansfield College, Oxford, which promotes the broadest possible access to higher education in the UK. He is a Bancroft Fellow of Mansfield College, Oxford and a member of the University of Oxford Chancellor's Court of Benefactors. Additionally, Guy is a Fellow of the Duke of Edinburgh's Award Scheme.

Guy is married with four children. His interests include photography, gardens and his family.



Tim Pryce
Chief Executive Officer

Tim is a founder member of Terra Firma and its Chief Executive Officer. He chairs the board of TFCPL and its Investment Review and Remuneration Committees.

Tim joined Terra Firma as its General Counsel. In this role, he built and led the legal, structuring, tax and compliance teams. He was also a member of its Investment Advisory and Remuneration Committees.

Tim began his career practising law at Slaughter and May after which he worked for GE Capital, Transamerica and the Principal Finance Group of Nomura International plc.

Tim is a solicitor and has an LLB (English law) and an Associateship from King's College, London and a Maîtrise (French law) from the Sorbonne, Paris. Tim speaks French in addition to his native tongue, English.

Tim and his partner enjoy travel, skiing and the arts.



Robbie Barr
Chief Financial Officer

Robbie is Terra Firma's Chief Financial Officer with overall responsibility for the financial management of Terra Firma's portfolio businesses. His responsibilities include pre- and post-acquisition operational change planning and implementation, performance monitoring and governance processes. Robbie has a board seat on a number of the portfolio companies. He has a team of operational, finance and change management professionals which enables hands-on involvement in specific areas.

Prior to joining Terra Firma in 2009, Robbie held a number of senior positions at Vodafone Group Plc including the role of Group Financial Controller and was most recently regional CFO for Vodafone's businesses outside Western Europe.

Robbie is a Fellow of the Institute of Chartered Accountants in England and Wales and has an MA in Mathematics from Magdalen College, Oxford University.

Robbie is married with three children. His interests include tennis, golf and skiing.



Peter Cornell
Managing Director,
Stakeholder Relations

Peter's role focuses on Terra Firma's key relationships with investors, regulators and governments. Peter sits on the General Partners' Boards and chairs the Advisory Boards.

Peter joined Terra Firma in 2007. Previously, he was Global Managing Partner of Clifford Chance, one of the world's leading international law firms with over 3,500 lawyers in 30 offices. In his career

at Clifford Chance, Peter managed offices in Asia, the UK, the US and continental Europe.

Peter has an honours degree in Economics and History from the University of Exeter. He was elected 'Lawyer of the Year' by Legal Business in 2007. He is a Council Member of the BVCA and vice-chairman of the BVCA's Global Buyout Committee.

Peter is married with four children. His interests include skiing, surfing, golf and tennis.



Chris Barnes
Finance Director

Chris is responsible for investor reporting, fund accounting and transaction equity funding. He is also responsible for internal financial management and all tax issues for Terra Firma, together with the IT and Facilities teams.

He joined the group in 2001 and has worked on the structuring and execution of many of Terra Firma's investments.

Prior to Terra Firma, Chris worked in the Private Equity Tax group at Arthur Andersen. Chris is a Chartered Accountant and has a Double First in Economics and History from Cambridge University.

Chris is married with three children and is a keen Chelsea fan.



Arjan Breure
Financial Managing Director

Arjan plays an active role in deal origination and portfolio value optimisation. He focuses on commercial real estate, telecommunications, and retail.

Prior to joining Terra Firma in early 2008, Arjan was Head of Asset Management at Citi Property Investors, Terra Firma's co-investor in DAIG. He previously worked for Cherokee

Investment Partners, and in the New York offices of Prudential Securities Merchant Banking and Rabobank International.

Arjan has an MBA from INSEAD and a Masters in Economic History from the University of Utrecht. In addition to English and German, Arjan speaks Dutch, his native language.

Arjan is a struggling golfer and enjoys travel and music.



Damian Darragh
Financial Managing Director

Damian has completed a wide range of deals at Terra Firma, including the sale of WRG, the spin-out and development of the Infinis renewable energy business, the acquisitions by Infinis of Summerleaze Re-Gen and Novera Energy Plc, the refinancing of Phoenix and the acquisition of EverPower.

Damian specialises in the energy and infrastructure sectors, with a particular focus on renewable power.

Damian joined Nomura in 1993, following his graduation from the University of Manchester and L'Institut Supérieur D'Electronique du Nord with a degree in Electronic Engineering Science (M.Eng), where he worked with Terra Firma's forerunner, Nomura's Principal Finance Group. Following a sabbatical when he completed a Sloan Fellowship MSc at London Business School, he re-joined Terra Firma in 2005.

Damian is fluent in French in addition to his native language, English.

Damian is married with three children. He enjoys skiing, golf, scuba diving and watching football.



Karen Dolenec

Financial Managing Director

Karen has been involved in a wide variety of the group's investments including many of the various pub companies, the acquisition and partial sale of Tank & Rast and the investment in CPC.

Karen has responsibility for agriculture, natural resources and food and beverages.

Prior to joining the group in 2001, Karen spent some years in both the M&A advisory business and the private equity arm of JP Morgan in New York.

Karen has a BSc in Economics, and a BA in Asian and Middle Eastern Studies, from the University of Pennsylvania and an MBA from INSEAD. She is fluent in Taiwanese and English.

Karen is married with two children. She enjoys travelling, scuba diving and entertaining friends.



Mayamiko Kachingwe

Financial Managing Director

Mayamiko was closely involved in the simultaneous acquisitions of Odeon and UCI, and he led both the AWAS and the Pegasus investments. Mayamiko has responsibility for retail financial services, insurance, passenger transportation and support services.

Prior to joining the group in 2001, Mayamiko worked in the London office of the Boston Consulting Group where he focused on strategy

development in the financial services and industrial goods sectors.

Mayamiko holds a BA in Politics, Philosophy and Economics from Oxford University. After being awarded a Rhodes Scholarship, he went on to complete an M.Phil. and D.Phil. in Economics at Oxford and subsequently won a Prize Research Fellowship in Economics.

Mayamiko speaks French as well as English.

Mayamiko lives with his partner and their three children. His interests include football and golf.



Mike Kinski

Operational Managing Director

Mike has been involved in a number of the group's investments including some of the pub companies, the UK landfill businesses of WRG and Shanks, and East Surrey Holdings. He is currently the Chairman of the Odeon & UCI Cinema Operating Company, Chairman of Infinis Capital Limited and a director of the board of the CPC Governance Company. His other portfolio responsibilities include EverPower.

Prior to joining the group in 2000, Mike was Group Chief Executive Officer of Stagecoach Holdings Plc (FTSE 250), and Chief Executive Officer of Power Distribution and Water Operations for Scottish Power Plc (now part of Iberdrola, an IBEX 35 company). This included

the position of Chairman and Chief Executive Officer of Manweb Electricity Plc and Chairman and Chief Executive Officer of Southern Water plc. He was also a government appointed non-executive director of the UK Post Office from 1998–2002.

Mike has an HNC in Electrical and Electronic Engineering from Lanchester Polytechnic (Coventry) and an MBA (with distinction) from Warwick University. He is a visiting professor and honorary doctor at Middlesex University and a visiting professor at both Brunel and Reading Universities.

Mike is married with two children. When not spending time with his family, he enjoys gardening and has a particular interest in football.

主要メンバー



Lorenzo Levi
Operational Managing Director

Lorenzo has been involved in a number of the group's investments and is currently on the boards of Phoenix Group, AWAS and Tank & Rast.

Prior to joining the group in 2002, his career ranged from sales management and corporate development roles for companies such as IBM (an S&P 500 company) and Nortel Networks to

strategy work for management consultants Bain & Co.

Lorenzo is an Italian national. He has a BSc in Electrical Engineering and a BSc in Economics from MIT as well as an MBA from Harvard. Lorenzo speaks English and French in addition to his native tongue, Italian.

Lorenzo is married with two children. He enjoys football, listening to music and travelling.



Bill Miles
Managing Director,
Investor Relations

Bill has represented Terra Firma in North America from an investor relations perspective since 2002 when Terra Firma was beginning the fundraising for its first externally raised fund. Previously, Bill was Managing Director and Co-Head of Fixed Income Sales and Trading at First Union Capital Markets (now Wells Fargo Bank). From 1982–1997, he was a Vice President, Fixed Income at Goldman Sachs.

Bill has a BA in Political Science from Vanderbilt University. Upon graduation, he was commissioned and served in the US Navy; primarily in south-east Asia. He retired as a Lt. Commander after seven years on active duty and in the Reserves.

Bill is married with two daughters. The Miles family are avid boaters and spend much of their leisure time on the waters around South Florida and the Bahamas.



Pat O'Driscoll
Operational Managing Director

Pat joined Terra Firma in January 2009 direct from her role as Chief Restructuring Officer in EMI where she led the reorganisation of the Recorded Music business and worked with the team on developing the business's strategic direction. Her portfolio responsibilities include Tank & Rast as well as working with the deal teams on new investment opportunities.

Prior to joining EMI in 2007, Pat was the CEO of Northern Foods plc, a FTSE 250 company, where

she led the restructuring of its portfolio. She is also a Non-Executive Director and Chairman of the Remuneration Committee and on the board of Xchanging plc (FTSE 250).

Pat holds a degree in Sociology from Exeter University and is a Fellow of the Royal Society of Arts. She is a Trustee of the Cherie Blair Foundation for Women, a member of Forum UK and acts as a mentor to a number of younger women in business.

Pat enjoys literature and theatre as well as good food and wine.



Quentin Stewart

Financial Managing Director

Quentin has expertise in the agricultural, energy, utilities and waste management sectors. He led the investments in WRG, Shanks' UK landfill business, East Surrey Holdings, CPC and EverPower. He oversaw the sale of WRG, the establishment of Infinis and its subsequent acquisition of Novera Energy Plc as well as various sales from East Surrey Holdings. Quentin was also

involved in the acquisition and sale of William Hill and the businesses in the Thorn Group.

Quentin is a Chartered Accountant and holds a degree in Business from De Montfort University Leicester. Prior to joining the group in 1997, Quentin worked for Arthur Andersen.

Quentin is married with one daughter. He enjoys sport, film, music and art.



Julie Williamson

Financial Managing Director

Julie led the team advising on the investment in Tank & Rast and was responsible for its refinancing in 2006 and the partial exit in 2007. Julie was also heavily involved in the group's pub businesses. Julie is responsible for hospitality, leisure, and media.

Prior to joining the group in 1998, Julie worked for Nomura heading the legal team that provided legal risk analysis and transaction

execution support to the group. Prior to that, she was a partner in the Banking department with the law firm of Winthrop & Weinstine.

Julie has a Bachelor of Business Administration, majoring in Finance from the University of Iowa and has a Juris Doctor, also from the University of Iowa. She is a member of the Minnesota State Bar Association.

Julie is married with one son and enjoys skiing and mountain hiking.

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
1st Floor, Dorey Court, Admiral Park
St Peter Port, GY1 6HJ
Guernsey

Boards of Directors of the General Partners

Nigel Carey
Peter Cornell
Guy Hands
John Loveridge
John Stares
Iain Stokes

Administrator

State Street Global Services
PO BOX 543, 1st 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 SERVICE PROVIDERS

Terra Firma Capital Partners Limited

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

Terra Firma Capital Management Limited

4th Floor, Royal Chambers
St Julians Avenue
St Peter Port, GY1 3RE
Guernsey
+44 1481 754 690

Terra Firma Capital Advisers Limited

4th Floor, Royal Chambers
St Julians Avenue
St Peter Port, GY1 3RE
Guernsey
+44 1481 754 690

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 1481 754 695

Advisers' Auditor

Deloitte & Touche LLP
Lord Coutanche House
PO BOX 403, 66–68 Esplanade
St Helier, JE2 3QB
Jersey

Press Enquiries

Andrew Dowler
Finsbury Ltd
Tenter House
45 Moorfields
London, EC2Y 9AE
United Kingdom
+44 20 7073 6326

TERRA FIRMA'S BUSINESSES

Annington Homes Ltd

1 James Street
London, W1U 1DR
United Kingdom
+44 20 7960 7500
www.annington.co.uk

Autobahn Tank & Rast Holding GmbH

Andreas-Hermes-Strasse 7-9
53175 Bonn
Germany
+49 22 892 220 02
www.rast.de

AWAS

4th Floor, Block B, Riverside IV
Sir John Rogerson's Quay
Dublin 2
Ireland
+353 1 635 5000
www.awas.com

Consolidated Pastoral Company Pty Ltd

Newcastle Waters Station
Drovers Drive
Newcastle Waters, NT 0862
Australia
+61 2 6618 3000
www.pastoral.com

Deutsche Annington Immobilien GmbH

Phillippstrasse 3
44803 Bochum
Germany
+49 23 4314 0
www.deutsche-annington.com

EMI Group

27 Wrights Lane
London, W8 5SW
United Kingdom
+44 20 7795 7000
www.emigroup.com

EverPower Wind Holdings Inc

44 East 30th Street, 10th Floor
New York, NY 10016
USA
+1 212 647 8111
www.everpower.com

Infinis Limited

1st Floor, 500 Pavilion Drive
Northampton Business Park
Northampton, NN4 7YJ
United Kingdom
+44 1604 662 400
www.infinis.com

Odeon & UCI Cinemas Ltd

Lee House
90 Great Bridgewater Street
Manchester, M1 5JW
United Kingdom
+44 161 455 4000
www.odeon.co.uk

Phoenix Natural Gas Ltd

197 Airport Road West
Belfast, BT3 9ED
United Kingdom
+44 28 9055 5888
www.phoenix-natural-gas.co.uk

