

UITGAVE 27

# Investment Letter

Achmea Investment Management

Maart 2019

## De Fed geeft lucht

Beleggingsomgeving  
Groei  
eurozone  
zwakt af

Marktontwikkelingen  
2019 begint  
met herstel

Vooruitzichten  
Rente blijft  
langer laag

Special  
Private equity:  
de kost gaat  
voor de baat  
uit

# Groei eurozone zwakt af

De groei van de eurozone-economie zwakt af. Italië bevindt zich in een recessie, terwijl Duitsland deze nipt wist te vermijden. Andere eurolanden, zoals Spanje en Nederland, doen het beter. De binnenlandse bestedingen blijven daar op peil. De ECB zal de beleidsrente laag houden vanwege de zwakke groeicijfers en de gematigde inflatie. De Amerikaanse centrale bank gaf de economie en financiële markten lucht door de voorgenomen renteverhogingen vooralsnog los te laten.

### Momentum eurozone-economie neemt af

In het vierde kwartaal van 2018 groeide de economie met 0,2%. De jaar-op-jaar groei bedroeg 1,2% en deze daalt nu al een aantal kwartalen op rij. Vooral de Chinese groeivertraging en de onder druk staande industriële sector raken de open economie van de eurozone. De eurozone-economie is namelijk sterk afhankelijk van de ontwikkeling van de wereldeconomie. Met een krimp van meer dan 4% was sprake van de grootste jaar-op-jaar daling van de industriële productie in de eurozone sinds 2009. Vooral de Duitse economie werd hierdoor sterk geraakt. Na economische krimp in het derde kwartaal stagneerde de Duitse economie in het vierde kwartaal. Een officiële recessie, twee achtereenvolgende kwartalen met krimp, werd hierdoor nipt vermeden.

### Onzekerheid is groot

De afname van het groeimomentum komt niet als een verrassing. Diverse vertrouwensindicatoren duiden al langer op een afzwakking. Volgens de consensusverwachting groeit de eurozone-economie tussen de 1% en 1,5% in 2019, maar de risico's liggen duidelijk aan de onderkant. Zo blijft het slepende handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China een bron van zorg. Daarnaast bestaat de kans dat de Verenigde Staten tarieven instelt voor de Europese auto-export. Naast de risico's op het wereldtoneel, spelen er tal van risico's op het Europese continent. Dit zijn onder andere de aankomende brexit en spanningen tussen de landen van de Europese Unie. In mei zijn er Europese verkiezingen en Europa-sceptische partijen staan in de peilingen op winst. Daarnaast zijn er landspecifieke situaties die voor onzekerheid zorgen. De sociale onrust in Frankrijk is hoog en de politieke en financiële ontwikkelingen in Italië zijn zorgwekkend. Zeker nu de Italiaanse economie in een recessie is beland.

### Italië in recessie

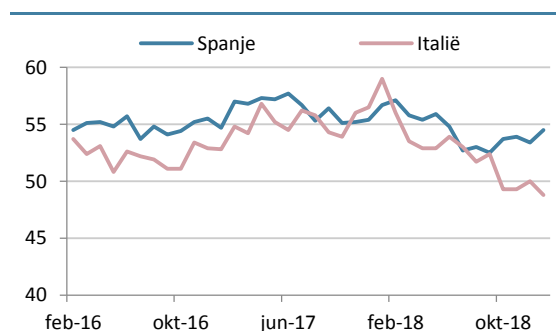
In het vierde kwartaal kromp de Italiaanse economie met 0,2%. Deze daling volgde op een krimp van 0,1% in het derde kwartaal. Jaar-op-jaar bedroeg de Italiaanse groei nog maar 0,1%. De groeicijfers zijn slechter dan waarmee in eerdere ramingen rekening werd gehouden. Ook de groeiverwachting voor 2019 is door verschillende instanties, waaronder de Europese Commissie, naar beneden bijgesteld. De sombere voorspellingen voor de Italiaanse economie betekenen slecht nieuws voor de Italiaanse begroting. In het moeizaam bereikte begrotingsakkoord tussen Italië en de EU, ging de EU nog uit van een Italiaanse groei van 1% tot 1,2%. Het Italiaanse begrotingstekort zal hierdoor in 2019 hoger uitkomen dan de afgesproken 2,04%. Het begrotingstekort zal eerder 3% bedragen. De kans is dan ook groot dat het begrotingsconflict met de EU op enig moment weer oplaait.

### Andere landen staan er beter voor

De economische zwakte in de eurozone komt vooral door Duitsland en Italië die qua omvang de eerste en derde economie van de eurozone zijn. De binnenlandse bestedingen blijven echter over het algemeen goed liggen. Deze worden ondersteund door de sterke arbeidsmarkt en het ruime monetaire beleid. Het werkloosheidspercentage in de eurozone bedraagt 7,8%, het laagste niveau sinds 2008. In bepaalde andere eurolanden is dan ook sprake van een positiever beeld. Zo gaat het goed met de Spaanse economie. De groei over 2018 bedroeg 2,4% en de vooruitzichten blijven gunstig. In tegenstelling tot bijvoorbeeld Italië, laat de Spaanse inkoopmanagers-index (PMI) de afgelopen maanden een stijging zien (zie figuur 1).

### FIGUUR 1 PMI'S LOPEN UITEEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Een score van boven de 50 van deze indicator duidt normaliter op economische expansie de komende periode. De Spaanse economische groei zal naar verwachting afnemen ten opzichte van 2018, maar nog steeds boven de 2% uitkomen in 2019. Door het wegstemmen van de begroting medio februari zijn er nieuwe verkiezingen aangekondigd in april. De toegenomen politieke onzekerheid is een potentieel risico, maar vooralsnog lijkt de Spaanse economie hier tegen bestand. Ook de Nederlandse economie blijft het goed doen. In 2018 groeide het bruto binnenlands product met 2,5%. Vooral consumentenuitgaven en bedrijfsinvesteringen ondersteunden de groei. Al met al zwakt de economische groei af in de eurozone, maar een diepe recessie ligt niet voor de hand. Stabilisatie van de Chinese groei in combinatie met de vooruitgang in de onderhandelingen over het handelsconflict, kan de Europese exportsector lucht geven. Dit neemt niet weg dat een schok, zoals een *no deal* brexit, de economie in een recessie kan duwen.

#### ECB houdt beleidsrente laag

De afzwakking van de economische groei houdt de inflatiedruk in toom. De inflatiecijfers in de eurozone zijn dan ook gematigd. De inflatie in januari bedroeg 1,4%, terwijl de kerninflatie op 1,1% uitkwam. Op basis van deze macro-economische cijfers zal de ECB geen haast maken met het verder normaliseren van het monetaire beleid. Een renteverhoging dit jaar is onwaarschijnlijk. Vanwege afzwakkende groei en de neerwaartse risico's zal de ECB het rentetarief naar verwachting nog lang laag houden. Financiële markten gaan hier in ieder geval vanuit (zie figuur 2). Wel is de ECB eind vorig jaar gestopt met het opkoopprogramma van obligaties. De ECB herbelegt aflopende obligaties, maar koopt netto geen obligaties meer bij. De ECB zit in een lastige situatie mocht de economie verder verslechteren. De monetaire middelen om de economie te stimuleren, zijn beperkt.

#### Brexit-datum komt dichterbij

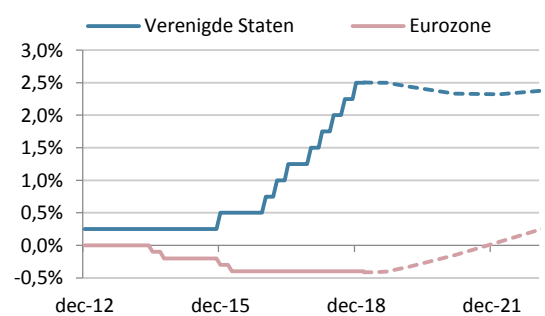
De onderhandelingen rondom de brexit zitten nog steeds in een impasse. Zonder uitstel zal de brexit op 29 maart 2019 plaatsvinden. Dit betekent dat de Britten en de EU nog minder dan een maand hebben om een *no deal* harde brexit te voorkomen. Een *no deal* brexit leidt waarschijnlijk tot een recessie in zowel het Verenigd Koninkrijk als de eurozone. Uitstel van de brexit-datum is nog steeds het meest waarschijnlijke scenario.

#### Fed stopt voorlopig met renteverhogingen

De Amerikaanse centrale bank (Fed) is voorlopig gestopt met het verhogen van de beleidsrente. Dit ondanks de gestage groei van de Amerikaanse economie en de sterke arbeidsmarkt. In december verwachtte de Fed nog twee rentestappen te zetten in 2019, maar deze zijn nu van tafel. In de januarivergadering nam de Fed een neutrale houding in. Dat betekent dat de Fed de intentie om de beleidsrente verder te verhogen voorlopig heeft laten varen. De vertragende wereldwijde economische groei is de belangrijkste reden voor een pas op de plaats. Maar ook de diverse onzekerheden die boven de markten hangen, zoals het handelsconflict met China, de aankomende brexit en de politieke polarisatie in Washington, zorgen voor terughoudendheid bij de Fed. Hierdoor en door de gematigde inflatie(verwachtingen) lijken de argumenten voor het verder verhogen van de rentetarieven voorlopig verdwenen. Financiële markten gaan ervan uit dat de cyclus van renteverhogingen ten einde is gekomen. Voor de komende maanden en jaren worden geen renteverhogingen meer ingeprijsd (zie figuur 2). De Fed gaat wel nog door met de afbouw van de centralebankbalans. Momenteel wordt voor ongeveer \$50 miljard per maand aan obligaties niet herbelegd, waardoor de omvang van de balans krimpt. Wel kan dit beleid aangepast worden mocht daar aanleiding toe zijn. De Fed stelt zich dus geduldig en flexibel op bij het vormgeven van het toekomstig monetaire beleid en maakt aanpassingen afhankelijk van de ontwikkelingen in de economie. De Fed geeft hierdoor lucht aan zowel de economie als de financiële markten.

**FIGUUR 2 BELEIDSRENTES EN MARKT-VERWACHTINGEN (GESTIPPTELDE LIJN)**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



# 2019 begint met herstel

Financiële markten zijn in 2019 positief van start gegaan. Nagenoeg alle beleggingscategorieën stegen in waarde. Vooral aandelenmarkten kenden een goed begin en hebben het verlies van vorig jaar grotendeels weggewerkt. Rentenniveaus bleven laag of daalden verder. De Duitse kapitaalmarktrente flirt opnieuw met de 0%-grens. Italiaanse staatsobligaties blijven het zwarte schaap van de eurofamilie.

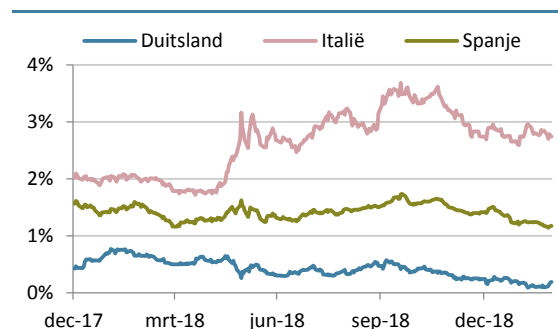
## Herstel tekent de start van 2019

De financiële markten stonden de eerste twee maanden van 2019 in het teken van herstel. De draai in het beleid van de Fed zorgde voor een daling van de risico-opslagen. Dit betekent dat nagenoeg alle beleggingscategorieën een positief totaalrendement noteerden (zie figuur 3). Vooral aandelenmarkten kwamen sterk uit de startblokken. Door de sterke stijging in vooral januari zijn de verliezen uit 2018 zo goed als weggepoetst. Zowel aandelen uit de ontwikkelde als uit de opkomende landen stegen in waarde. Rentenniveaus daalden in de laatste maanden van 2018. Deze trend stagneerde in 2019. In de Verenigde Staten schommelde de 10-jaarsrente rond de 2,7% gedurende de eerste twee maanden van 2019. Voor de Duitse 10-jaarsrente komt het 0%-niveau weer in zicht. Deze rente daalde in februari tot onder de 0,1%, maar sloot de maand af op 0,18% (zie figuur 4). Het ruime ECB-beleid, de economische afkoeling en de *safe haven* status van Duitsland, houden de rentes laag. Daarnaast zorgt de solide financiële huishouding van Duitsland voor een beperkt aanbod van staatsobligaties. Ditzelfde geldt ook voor Nederland. Italiaanse staatsobligaties bleven achter

ten opzichte van staatsobligaties uit de andere eurolanden. De (economische) verschillen tussen bijvoorbeeld Italië en Spanje, vroeger in één adem genoemd als ‘problemlanden’, komen tot uiting op de financiële markten. Het totaalrendement op Spaanse staatsobligaties bedroeg 1,6% in de eerste twee maanden van het jaar, terwijl dat van Italiaanse staatsobligaties vlak was. De diverse kredietcategorieën staan in de plus. Vooral de risicovollere kredietobligaties (GHY) en obligaties uit opkomende landen (zowel EMD HC als EMD LC) stegen in waarde. Risico-opslagen daalden over de hele linie. Grondstoffen toonden herstel na de forse daling in het vierde kwartaal van vorig jaar. De olieprijs liep op tot boven de \$65 per vat. Het Britse pond anticipeert op een goede afloop van de brexit-onderhandelingen of uitstel van de brexit. De Britse munt steeg meer dan 4% ten opzichte van de euro gedurende de eerste maanden van het jaar.

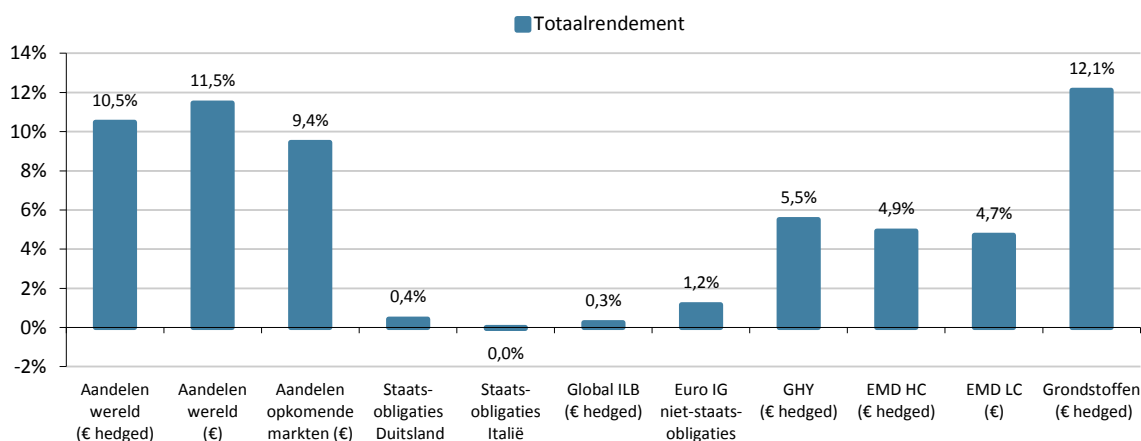
FIGUUR 4 10-JAARSRENTES EUROLANDEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 3 TOTAALRENDEMENTEN IN 2019 (T/M ULTIMO FEBRUARI)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



# Rente blijft langer laag

De laatcyclische fase van de wereldeconomie en de diverse politieke risico's kunnen zorgen voor volatiliteit op de financiële markten. Momenteel zorgt de draai van het Fed-beleid voor een gunstig beleggingsklimaat. Deze draai werkt positief uit op beleggingen uit opkomende landen. De verwachte rendementen voor de middel-lange termijn zijn voor de meeste beleggingscategorieën gematigd, vanwege het aanhoudend lage renteniveau in de eurozone. We verwachten dat de rente voorlopig laag blijft.

## Tweestrijd op financiële markten

Op de financiële markten is een tweestrijd gaande. Aan de ene kant is er sprake van een wereldwijde groeivertraging. In deze laatcyclische fase neemt normaliter de volatiliteit toe en liggen de rendementen lager dan in andere fases van de economische cyclus. Aan de andere kant zorgt de beleidsdraai van de Fed voor een gunstiger beleggingsklimaat. Centrale banken zullen de beleidsrentes voorlopig niet verhogen, wat positief uitpakt op zowel de economie als de financiële markten. In de eerste maanden van het jaar was dit de dominante factor. Ondertussen zijn er nog steeds diverse risico's die voor de nodige volatiliteit kunnen zorgen. De meest acute zijn de aankomende brexit en het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China. Op beide terreinen wordt wel vooruitgang geboekt, waardoor de kans op de negatiefste scenario's is

afgenomen. De pas op de plaats van de Fed is potentieel gunstig voor de opkomende landen. Voor de opkomende landen die geleend hebben in Amerikaanse dollars stijgen de rentelasten niet verder. Daarnaast valt een belangrijke pijler weg voor een verdere waardeestijging van de Amerikaanse munt. Ook zijn beleggingen uit opkomende landen relatief aantrekkelijk gewaardeerd. Onze voorkeur gaat dan ook nog steeds uit naar deze regio.

## Rente langer laag

De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn voor de meeste beleggingscategorieën nog steeds gematigd. De belangrijkste oorzaak is de aanhoudend lage rente in de eurozone. De Duitse 10-jaarsrente staat op een historisch laag niveau van bijna 0,2%. Deze rente is lager dan op basis van de huidige macro-economische ontwikkelingen gerechtvaardigd is. Toch verwachten we dat de kapitaalmarktrente in de eurozone voorlopig laag blijft. Hiervoor is een aantal redenen. Ten eerste zwakt de economische groei en inflatie af. Ten tweede blijft het monetaire beleid ruim. De ECB zal dit jaar de beleidsrente waarschijnlijk niet verhogen. Ten derde zorgt de incomplete muntunie voor aanhoudende druk op de rentes van de veilige landen. Wanneer de problemen in Italië opspelen, vluchten beleggers naar Duitse staatsobligaties. Dit 'safe haven effect' houdt de Duitse rente laag.

**FIGUUR 6 MIDDELLANGETERMIJNVERWACHTINGEN (ULTIMO FEBRUARI 2019)**

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief					Positief					Allocatie	MLT-visie	Toelichting
Aandelen Opkomende Markten											+	8,00%	Aantrekkelijke waardering en pauze in Fed-beleid is gunstig
Emerging Market Debt LC											+	5,25%	Relatief aantrekkelijk gewaardeerd, Fed-pauze geeft lucht
Emerging Market Debt HC												2,75%	De risico-opslag ligt rond het historisch gemiddelde
Aandelen Ontwikkelde Markten												3,75%	Gematigd verwacht rendement, door dure Amerikaanse aandelen
Global High Yield											-	1,75%	Risico-opslag is in historisch perspectief beperkt
Grondstoffen												1,50%	Beperkt verwacht rendement en volatiel op korte termijn
Staatsobligaties Niet-Kernlanden												0,75%	Hogere rentevergoeding, maar zeer gevoelig voor politieke risico's
Investment Grade Credits												0,25%	Laag verwacht rendement door laag absoluut renteniveau
Kasgeld												0,25%	Verwacht rendement op kasgeld laag door ruim ECB-beleid
Global ILB												0,00%	Verwacht rendement wordt gedomineerd door lage reële rente
Staatsobligaties Kernlanden											-	-1,25%	Laag verwacht rendement door lage rente en verwachte rentestijging

Deze tabel bevat de middellangetermijnvisie voor de liquide beleggingscategorieën. De verwachte rendementen zijn gemiddelde rendementen per jaar en hebben betrekking op de komende vijf jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's of afgedekt naar euro's (Aandelen Ontwikkelde Markten, GHY, EMD HC, Global ILB en Grondstoffen). De verwachte totaalrendementen zijn na kosten. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

# Private equity: de kost gaat voor de baat uit

De beleggingscategorie private equity is wereldwijd populair onder beleggers. Tegelijkertijd blijft de categorie onderwerp van discussie. Die draait om de hoogte van de risicopremie, over de vermeende misstanden in de sector en over de hoge kosten. Bij een belegging in private equity komt meer kijken dan bij een belegging in beursgenoteerde aandelen. Indexreplicatie is niet mogelijk, de liquiditeit is laag en de kwaliteit van de manager is een belangrijke bepalende factor voor het resultaat. Een belegger moet zelf een aantal belangrijke keuzes maken bij de portefeuille-inrichting. Keuzes waar de belegger lang aan vast zit. De categorie vereist daarom expertise en een lange beleggingshorizon.

## Alleen voor beleggers met een lange adem

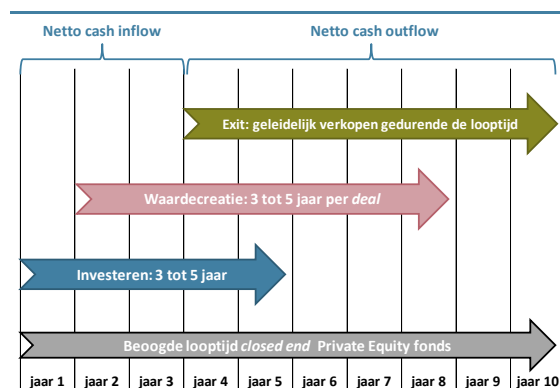
Private equity is een illiquide belegging waar een belegger al snel 10 jaar aan vast zit. De beleggingscategorie is daarom niet voor iedereen geschikt. Meestal wordt gebruik gemaakt van een fondsstructuur. In de eerste jaren investeert het private-equityfonds in bedrijven. Daarna volgt een periode waarin waarde wordt gecreëerd. Deze periode duurt meestal drie tot vijf jaar. Tot slot worden de deelnemingen weer verkocht. In figuur 7 staat dit schematisch weergegeven. Door deze structuur zijn de rendementen in de eerste jaren negatief. Het grootste deel van het rendement wordt in de tweede helft van de fondslooptijd behaald als de deelnemingen worden verkocht. Het bijbehorende rendementsverloop wordt de J-curve genoemd.

## Historisch aantrekkelijk rendement

De grote populariteit van private equity is te danken aan de hoge historische rendementen. Recente studies laten een hoger rendement voor private equity zien dan voor aandelen. Er zijn wel verschillen tussen de beleggingsstijlen. Buyout-fondsen behaalden een gemiddelde *net-of-fees outperformance* van ongeveer 3% per jaar. Venture capital, het investeren in *start-ups* en jonge ondernemingen, heeft een slechtere staat van dienst. Gemiddeld genomen heeft deze stijl de aandelenbeurs niet verslagen. Er zijn wel kanttekeningen bij deze bevindingen. De beschikbare historische data is verre van perfect. Ook is het lastig om de private-equityrendementen goed te vergelijken met de rendementen van andere beleggingscategorieën. De onregelmatige en variabele kasstromen gedurende de looptijd maken een directe vergelijking lastig.

FIGUUR 7 LOOPTIJD PRIVATE-EQUITYFONDS

Bron: Achmea IM



## Grote verschillen in rendement

Waarderingen bij aan- en verkoop hebben een grote invloed op het rendement. Het moment waarop een fonds start met investeren is daarom belangrijk. Private-equityfondsen worden daarom ingedeeld op basis van *vintage years*, het jaar waarin de eerste investering plaatsvindt. De jaren voor de piek op de aandelenmarkt zijn de slechtste momenten om in private equity te investeren. De waarderingen en populariteit zijn dan hoog. Private equity vertoont daardoor een procyclisch karakter. In jaren dat er veel geld naar private equity vloeit, zijn de daaropvolgende rendementen lager. Private equity wordt ook gekenmerkt door grote rendementsverschillen tussen managers. Er zijn managers met hoge rendementen, maar ook managers met forse verliezen. Vergeleken met beursgenoteerde aandelenfondsen zijn de verschillen tussen managers groot. Een goede managersselectie is daarom belangrijk.

## Consistentie bij managers & size matters

Historisch was binnen private equity sprake van een grote mate van persistentie in de resultaten van managers. Managers die in het verleden goede resultaten behaalden, deden dat daarna vaak ook. De managers met de slechtste resultaten verdwenen van het toneel. De laatste jaren is de persistentie een stuk minder geworden. Vooral bij buyout is de voorspelkracht van de resultaten uit het verleden teruggelopen, maar ze is er nog wel. In het verleden was de omvang van een fonds een goede indicatie voor het resultaat. Dit had meerdere oorzaken. Zo speelde de persistentie in de rendementen van de manager een rol.

Goede managers hadden daardoor weinig moeite om kapitaal op te halen voor nieuwe fondsen. Die werden daardoor steeds groter. Daarnaast hebben grote fondsen schaalvoordelen. Diversificatie over private-equitydeals is voor grote fondsen een stuk eenvoudiger. Ook hebben grotere fondsen betere toegang tot onder andere financiering en deals. Dit *size effect* is de laatste jaren kleiner geworden, maar bestaat nog steeds.

### Lage liquiditeit en hoge kosten

Private equity heeft een lage liquiditeit. Een belegger zit veelal voor 10 jaar vast aan het fonds. Daarnaast heeft de belegger nauwelijks invloed op het moment van investeren en het moment van uitkeren. Beleggers moeten met deze beperkte flexibiliteit rekening houden. Daarnaast hikken veel beleggers aan tegen de hoge kosten van private equity. Vooral wanneer wordt gekozen voor een fondsoplossing zijn de kosten hoog. De kosten bestaan uit een vaste beheervergoeding van 2% en een variabele winstdeling, of *carried interest*, van 20%. Hiermee behoort private equity tot de beleggingscategorieën met de hoogste kosten. Desondanks staan beleggers in de rij voor private equity. De beheervergoedingen dalen daardoor nauwelijks.

### Co-investeringen verlagen de kostendruk

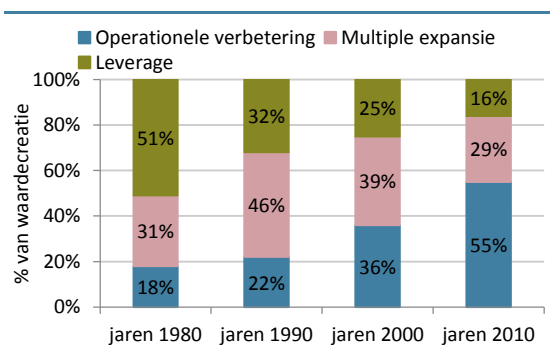
Co-investeringen zijn een manier om de kosten van private equity te verlagen. Een co-investering staat naast het private-equityfonds. De belegger koopt een belang in een bedrijf naast het (meerderheids)belang van het private-equityfonds. Een co-investering vraagt veel expertise van de belegger. Daarom zijn co-investeringsfondsen ontstaan. De selectie en monitoring van de co-investeringen wordt zo uitbesteed aan een gespecialiseerde manager. Voor beleggers bieden co-investeringen verschillende voordelen. De belangrijkste is de verlaging van de kosten. De 2% + 20% kostenstructuur van de reguliere private-equityfondsen is niet van toepassing op de co-investering. In plaats daarvan wordt met een beduidend lagere fee gewerkt, meestal in de vorm: 1% vast en 10% variabel. De kosten van een co-investeringsfonds zijn daarmee beduidend lager dan de kosten van een regulier private-equityfonds.

### Ongenuanceerde beeldvorming

Naast de kosten, is de reputatie van private equity een veel gehoord argument om de categorie te mijden. Vooral in Europa ligt private equity onder vuur. De categorie wordt geprezen vanwege de hoge rendementen en positieve invloed op de bedrijfsvoering. Maar de private-equitymanagers worden ook sprinkhanengedrag verweten. Ze zouden bedrijven opkopen om deze vervolgens te gronde te richten door ze vol te laden met schulden en vervolgens kaal te plukken. De mislukkingen en de misstanden, die zeker voorkomen, bepalen het beeld in de publieke opinie. Door deze sterke emoties wordt de nuance in de discussie uit het oog verloren. Onderzoek laat namelijk zien dat deze kritiek op private equity grotendeels onterecht is. Er wordt voorbij gegaan aan het feit dat de overgenomen bedrijven zelf blijkbaar niet in staat zijn om herstructureringen door te voeren. Daarnaast investeert private equity ook in de overgenomen bedrijven. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de opkomst van de *buy-and-built* strategie waarbij bedrijven via acquisities en investeringen worden uitgebouwd. Het effect op de werkgelegenheid ligt daardoor genuanceerd. In de eerste jaren neemt de werkgelegenheid bij de bestaande bedrijfsonderdelen inderdaad vaak af. Hier staan nieuwe banen bij nieuwe bedrijfsonderdelen tegenover. Als de private-equitymanager de bedrijven met succes op de rails krijgt, neemt de werkgelegenheid weer toe. Ook het beeld van private-equitymanagers die bedrijven volhangen met schulden verdient nuancering. In het verleden kwam veel van de winst van private equity inderdaad uit *leverage*. De laatste decennia wordt het merendeel van de waarde echter gecreëerd door operationele verbeteringen (zie figuur 8).

**FIGUUR 8 OPERATIONELE VERBETERINGEN INMIDDELS BELANGRIJKSTE RENDEMENTSBRON**

Bron: BCG, Achmea IM



### Verwacht rendement historisch gezien laag

Voor de komende jaren verwachten wij een rendement op private equity van 6% tot 8% per jaar na kosten. Vergeleken met de dubbelcijferige historische rendementen is dat laag. Het rendement van private equity is periode-afhankelijk. Het gemiddelde historische rendement per *vintage year* schommelt tussen de 5% en 40%. Vooral de rendementen van de *vintage years* eind jaren negentig en vlak voor de kredietcrisis waren laag. De opgelopen waarderingen zijn een belangrijke oorzaak achter het lage verwachte rendement. De tijd dat bedrijven goedkoop konden worden gekocht, is voorbij. Daarnaast is de afgelopen jaren door private-equityfondsen veel geld opgehaald. Een groot deel daarvan is nog niet geïnvesteerd. De druk op private-equitymanagers om de komende jaren te investeren is groot, waardoor de overnameprijs wordt opgedreven. Ondanks het lage absolute rendement blijft private equity relatief aantrekkelijk. Ten opzichte van beursgenoteerde aandelen blijft private equity het naar verwachting goed doen. Een outperformance van 3% na kosten, blijft over langere termijn haalbaar.

### Maak duidelijke keuzes

Bij het beleggen in private equity is het belangrijk om duidelijke keuzes te maken. Dit begint met de keuze voor het beleggingsvehikel. Directe beleggingen zijn voor de meeste beleggers niet haalbaar. Een fondsoplossing is dan de voorkeursroute. Wij kiezen voor gevestigde private-equityfondsen. De zogenaamde *funds-of-funds* vinden wij niet interessant vanwege de dubbele kostenstructuur. Om de kosten te drukken is het toevoegen van co-investeringen interessant. Vervolgens maken we een keuze voor de beleggingsstijl. De kern van de portefeuille bestaat uit op waarde gerichte strategieën die zich in het verleden bewezen hebben. Dit zijn voornamelijk buyout-fondsen. Groeistrategieën worden hier in beperkte mate aan toegevoegd. Het is belangrijk om de portefeuille goed te spreiden over zowel *vintage years* als deals. De spreiding over *vintage years* helpt om de timing- en waarderingsrisico's te verlagen. Een goede spreiding over voldoende deals helpt om concentratie- en staartrisico's te beperken. Deze keuzes vormen het raamwerk waarbinnen de private-equityportefeuille wordt ingevuld.

#### Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Investment Strategy in maart 2019. Dit team bestaat uit:

Wim Barentsen, Chief Strategist  
Alex van den Berg, RBA, Senior Investment Strategist  
Maurice Geraets, CFA, Senior Investment Strategist  
Coen van de Laar, RBA, Senior Investment Strategist  
Reinout van Tuyl van Serooskerken, CFA, CAIA, Senior Investment Strategist

Meer weten? Neem dan contact op met uw account CIO of business development director:  
Mark Bakker T. 06 101 851 94 / Jeroen Van Rumund T. 06 224 559 26 / Ivo van der Veen T. 06 535 987 24

#### Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. (Achmea IM) geeft aan u ter uitvoering van haar vermogensbeheerdienstverlening bepaalde adviezen. De in dit document ingenomen informatie betreft een dergelijk advies.

Achmea IM heeft de in dit document opgenomen informatie met zorg samengesteld. Deze informatie wordt aan u ter beschikking gesteld in uw hoedanigheid van gekwalificeerde belegger en/of professionele belegger zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (Wft).

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen.

Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie.

De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.