

**EEN PODCAST MET HET VOLLEDIGE GESPREK VAN AAN DE RONDE TAFEL VINDT U OP FONDSNIEUWS.NL/PODCAST**

**AAN DE RONDE TAFEL**

# De rol van alternatIVES in de beleggingsmix

**JOS VAN GISBERGEN**  
Senior Portfolio Manager Achmea Investment Management

**LUKAS DAALDER**  
Chief Investment Strategist Nederland BlackRock

**FRANS VERHAAR**  
Senior Director Client Consulting bfinance Nederland

FOTO ARJEN POORTMAN

**Institutionele beleggers kijken nadrukkelijk naar alternatieve beleggingen voor het in stand houden van rendementsdoelstellingen of voor extra diversificatie. Aan de Ronde Tafel gaat in op de rol van alternatIVES in de beleggingsmix.**

**Het is wellicht goed om te beginnen met jullie definitie van alternatieve beleggingen.**

**Lukas Daalder:** 'Er zijn veel definities in omloop. De scheidslijn is niet altijd even helder en verplaatst zich soms, bijvoorbeeld als private bedrijven beursgenoteerde bedrijven overnemen. Mijn definitie is: alles wat niet onder op de beurs verhandelbare aandelen en obligaties valt. Ook dat onderscheid is niet perfect.'

**Jos van Gisbergen:** 'Voor ons team dat externe managers selecteert zijn, behalve hypotheeken, de belangrijkste alternatieve infrastructuur, vastgoed, private equity en hedgefondsen. Wij houden vast aan het adagium dat alternatieven een illiquide karakter hebben.'

**Frans Verhaar:** 'Wij maken onderscheid tussen publieke en private markten en als toevoeging daarop liquide diversifiërende strategieën, zoals risk premia of hedgefondsen.'

**Waarom zijn alternatieve beleggingen zo populair bij institutionele beleggers?**

**Daalder:** 'Zijn ze populair? In absolute bedragen klopt het beeld dat institutionele beleggers erin stappen, blijkt uit cijfers van DNB, maar de afgelopen jaren is het gewicht van alternatIVES in de portefeuille vrij stabiel gebleven. Het totale

vermogen van deze partijen neemt toe en daarmee de beleggingen in alternatIVES. In de DNB-cijfers vind ik hypotheeken niet terug, een categorie waarin pensioenfondsen de laatste jaren veel hebben belegd.'

**Van Gisbergen:** 'In vergelijking met het buitenland staat Nederland nog met beide benen op de grond; het percentage alternatIVES in de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen is relatief laag en schommelt tussen 5 en 20%. De bulk van het geld zit in de matchingportefeuille, terwijl de returnportefeuille overwegend beursgenoteerde aandelen en vastgoed bevat. Dat zal op termijn veranderen als we de VS achternagaan, waar 40% in alternatIVES een meer gebruikelijke norm is.'

**Spelen ESG-doelstellingen een belangrijke rol bij deze beleggingen?**

**Verhaar:** 'De asset class leent zich goed voor ESG. Hoe dichter je als belegger op een asset zit hoe meer impact je kunt maken. Impactbeleggen is een term, die veel gebruikt wordt in private markten.'

**Daalder:** 'ESG speelt bij sommige aanbieders een belangrijke rol, zoals hernieuwbare energie, windparken of infrastructuur. Maar wat is ESG bij hypotheeken? Of bij private equity, als een bedrijf wordt overgenomen,

volgemaakt met schuld en weer doorverkocht?'

**Van Gisbergen:** 'Dat is niet meer de huidige markt voor private equity. Vandaag de dag draait private equity veel meer om een onderneming te laten groeien. Zonder private equity was Action geen succesvolle keten geweest.' Aandacht voor milieu (E), sociale aspecten voor personeel (S) en goede governance (G) krijgen hierbij steeds meer aandacht. Iets wat ook past bij het aloude prudent ondernemerschap.'

**Hoe kunnen we alternatIVES het beste plaatsen in de beleggingsmix?**

**Van Gisbergen:** 'AlternatIVES kunnen meerdere rollen spelen in een portefeuille. De belangrijkste is verbetering van het rendement. Rendementen worden stabiel en de volatilititeit in de portefeuille wordt deels gedempt, hoewel dat ook het gevolg is van het waarderingsmodel: alternatIVES worden niet dagelijks verhandeld zoals

beursgenoteerde beleggingen. Deze beleggingen bieden ook diversificatie. In private markten is het mogelijk een grote portefeuille op te bouwen met kleine en middelgrote bedrijven, die op de beurs niet beschikbaar zijn.'

**Verhaar:** 'Onze klanten zoeken hogere rendementen, lagere risico's en volatilititeit en robuustere portefeuilles. In bepaalde private marktsegmenten zijn rendementen nog aantrekkelijk in tegenstelling tot die van publieke markten. Als er te veel kapitaal naar deze markten gaat zoals nu, dalen ook hier de rendementen.'

**Van Gisbergen:** 'Deze toestroom kan een bedreiging zijn en ongewenste bewegingen veroorzaken. In private markten stroomt te veel geld naar onervaren teams en spelers. Spelers in infrastructuur, private debt en private equity handelen steeds vaker met elkaar: kleinere fondsen verkopen aan middelgrote fondsen en middelgrote fondsen aan grote fondsen tegen steeds hogere waarderingen.'

Private equity is in principe een "buy to sell"-model, maar de verkoopmachine blijft achter bij de koopmachine met voorraadstapelings als gevolg. Straks wordt illiquiditeit een heel lange illiquiditeit.'

**Daalder:** 'Aandelen hebben enkele eenduidige maatstaven voor waardering. Doordat dagelijkse koersvorming in private markten ontbreekt is het lastiger te zeggen of iets te duur is of niet. Onze klanten houden wij voor: probeer zoveel mogelijk te beleggen in projecten waar je nog iets toevoegt. Daarnaast zien we in hypotheeken nog toegevoegde waarde.'

**Hoe reëel is de diversificatieclaim bij alternatIVES?**

**Verhaar:** 'Het is belangrijk om onderscheid maken tussen de verschillende alternatieve beleggingen. Komt het rendement uit kapitaalappreciatie of uit de kasstroom? Een lage correlatie met aandelen bereik je niet door te beleggen in grote buy-outfondsen die bedrijven van de beurs halen. Je moet altijd kijken wat er in het doosje zit, en niet alleen naar het label.'

**In welke verhouding passen alternatIVES in de beleggingsportefeuille?**

**Van Gisbergen:** 'Wij adviseren altijd te spreiden, in navolging van het beursadagium niet alle eieren in een mandje te stoppen. Bij infrastructuur kan dat door te beleggen in de risicovolle ontwikkelingsfase van nieuwe windparken en in windparken, die al operationeel zijn. Bij private debt is het zaak partijen te vermijden die het geld aanwenden voor private equity doordat

## Learnings

1. Heb de mensen en kunde in huis om managerselecties te kunnen doen. Als je dat niet hebt, zorg dat je externe expertise in huis haalt.
2. Zorg dat je niet uit alternatieve beleggingen hoeft te stappen in tijden van marktstress. Dat is nog vele malen doeltlijker dan bij beleggingen in publieke markten.
3. Als private markten niet meer rendement leveren dan de beurs is het beter om er vandaan te blijven.
4. In private markten is de dispersie in rendementen enorm. Het selectieproces om toegang tot het eerste kwartiel managers te krijgen, vraagt om veel huiswerk.
5. De diversificatieclaim bij alternatieve beleggingen is niet vanzelfsprekend. Soms zijn correlaties met aandelen en obligaties groot

rendement geluk of kunde was. Ook dat inzicht is essentieel.'

**Daalder:** 'Het is belangrijk om je due diligence op orde te hebben, en de karakteristieken te begrijpen van een alternatieve belegging. Gedwongen verkopen in private markten in geval van een flinke correctie is desastreus vanwege het illiquiditeitsrisico. Tussen 2008 en 2010 werden enkele Nederlandse pensioenfondsen bijvoorbeeld gedwongen uit direct vastgoed te stappen.'

**Van Gisbergen:** 'Wij zeggen altijd tegen een pensioenfonds: maak langetermijnplannen en leg die vast. Ga niet uit de markt en probeer die niet te timen. Dat is ook in private markten het grootste risico.'

**Wat bepaalt of het toevoegen van een alternatieve aan de portefeuille een succes of mislukking is of is geweest? AlternatIVES worden bij gebrek aan benchmarks al snel vergeleken met aandelen en obligaties.**

**Verhaar:** 'Mijn collega's in private markten hebben vaak eerder in hun carrière als belegger aan de andere kant van de tafel gezeten. Ze dringen snel tot de kern door. Proberen te begrijpen waar de waardecreatie vandaan komt, is een vaardigheid. Dat moet je zelf hebben ervaren als belegger.'

**Van Gisbergen:** 'Zonder inzicht in hoe een beheerder waarde creëert, krijg je wat je momenteel ziet gebeuren bij private equity en debt: goudzoekers die naar de markt komen. Wij kijken naar meerdere succesfactoren. In het geval van private equity draait het om waarde toevoegen, ondernemingen beter

te maken en ze te laten groeien, bijvoorbeeld door overnames of implementatie van technologie, en daarnaast maatschappelijke impact creëren. Wij willen beheerders zien die door cycli zijn gegaan en ook recessie hebben meegemaakt. Veel nieuwe spelers in de markt zijn opgegroeid met dalende rentes en stijgende aandelenmarkten.'

**Het IMF sprak onlangs zijn zorgen uit dat institutionele beleggers in de search for yield meer zijn gaan beleggen in meer risicovolle, minder transparante en minder liquide alternatIVES. Heeft het IMF een punt?**

**Daalder:** 'Het is een uitloei van het feit dat institutionele partijen veel vermogen hebben en relatief weinig projecten om in te beleggen. Als te veel kapitaal op zoek is naar rendement stijgen de waarderingen en nemen de risico's toe.'

**Verhaar:** 'Bij private equity en debt halen de grootste partijen tot wel 90% van het kapitaal op. Ook die partijen zijn niet zonder risico. In hoeverre wijkt een private-equitymanager die een trackrecord heeft opgebouwd met een fonds van twee miljard en opeens tien miljard heeft te besteden af van zijn stijl? Gaat hij grotere deals doen, waarin hij onervaren is?'

**Van Gisbergen:** 'Veel partijen, onder wie pensioenuitvoerders zoals APG en PGGM, willen grote bedragen in infrastructuur wegzetten. Maar waar vind je de projecten? PGGM biedt met Shell of Eneco onder de noemer dat het een investering is in infrastructuur. Dat is het gevolg van te weinig aanbod van primaire beleggingsobjecten.'

**Verhaar:** 'Institutionele beleggers hebben er baat bij kleinere tickets te schrijven om toegang te krijgen tot delen van de markt waar rendementen nog interessant zijn. Dit is vaak niet weggelegd voor grotere partijen. Klein en wendbaar zijn, heeft zo zijn voordelen.'

**Mogelijk de grootste uitdaging voor beleggers in alternatIVES is de selectie van en de toegang tot de juiste manager. Kies je verkeerd dan kunnen de gevolgen aanzienlijk zijn, zowel in rendement als risico.**

**Verhaar:** 'In private markten is de dispersie in rendementen enorm. Het selectieproces om toegang tot het eerste kwartiel managers te krijgen, vraagt om huiswerk. Na de allocatiebeslissing is het zaak alle opties in de categorie onder de loep te nemen, verschillende beleggingen naast elkaar te leggen, managers te interviewen en trackrecords te ontleden. Je moet een inschatting maken of de manager in het verleden behaalde rendementen kan herhalen in de toekomst.'

**Daalder:** 'Dat is geen exclusief probleem van private markten. Hoe groot is de kans dat in publieke markten de goede rendementen van de afgelopen tien jaar zich herhalen? Voor aandelen is dat een serieus vraagteken, terwijl obligaties geen rendement meer geven.'

**SLOTVRAAG VOOR FRANS VERHAAR:** **Institutionele beleggers leggen de lat steeds hoger voor assetmanagers. Komen jullie in de zoektocht naar aanbieders van alternatIVES daardoor steeds vaker uit bij de dezelfde partijen?**

'Het speelveld van aanbieders in private markten is breed en de zoektocht naar goede managers is maatwerk. Niet elke partij is continu in de markt. In het geval van private credits zijn wij in de afgelopen drie jaar bij zo'n dertig partijen uitgekomen, die onze klanten geld hebben toevertrouwd.'

**SLOTVRAAG VOOR LUKAS DAALDER:**

**Zijn er alternatieven voor alternatieve beleggingen? 'Er komen altijd nieuwe beleggingen bij en er verdwijnen weer oude. Wij Nederlanders handelen veel. Misschien moeten we de import- en exportfinanciering bundelen, zoals ook bij hypotheeken gebeurt.'**

**SLOTVRAAG VOOR JOS VAN GISBERGEN:**

**Als een potentiële klant zegt dat alternatieve beleggingen ondoorzichtig, duur en onrendabel zijn, wat is dan jouw antwoord?**

'Alternatieve beleggingen zijn duurder in vergelijking met aandelen en obligaties, maar ook arbeidsintensiever. Duur is een relatief begrip als er een ruime netto toegevoegde waarde tegenover staat. Als private markten niet beter presteren dan de beurs is het beter om er vandaan te blijven.'

**BlackRock**

**achmea**

Achmea Investment Management

