

# Beleggen in Private Markets: Oog voor rendement en voor langetermijnontwikkelingen

**Auteurs**

Bram Bikker (l)  
Sven Smeets (m)  
Edzard Potgieser (r)

## Introductie

In de zoektocht van beleggers naar aantrekkelijke rendementen staan beleggingen in Private Markets steeds meer in de schijnwerpers. Daarnaast zijn diversificatiepotentieel en aandacht voor kapitaalbehoud aspecten die extra kapitaal richting Private Markets aantrekken. De toenemende vraag naar Private Markets beleggingen (bijvoorbeeld Preqin, 2018 en Willis Towers Watson, 2018) brengt echter ook een aantal uitdagingen met zich mee. Dit betreft onder andere opgelopen waarderingen in bepaalde segmenten alsook het vinden van goede mogelijkheden om kapitaal daadwerkelijk in te kunnen zetten voor concrete investeringen. Beleggers zullen daarom selectief moeten zijn binnen Private Markets beleggingscategorieën om aantrekkelijke investeringen te kunnen identificeren.

Wij zijn van mening dat de invloed van langetermijnontwikkelingen, zoals de bevolkingsontwikkeling en daaruitvolgende maatschappelijke uitdagingen, serieuze aandacht dient te krijgen bij keuzes omtrent beleggingen in Private Markets. Diverse Private Markets beleggingen kunnen effectief inspelen op deze ontwikkelingen, onder andere

omdat het veelal zeer specifieke beleggingen betreft met een lange beleggingshorizon.

In dit artikel wordt eerst ingegaan op de classificatie van Private Markets. Vervolgens worden een aantal belangrijke langetermijnontwikkelingen benoemd en wordt aangegeven hoe diverse Private Markets beleggingen hierop inspelen. In het vervolg wordt ingegaan op de rol die Private Markets in een beleggingsportefeuille kunnen innemen. Hierna wordt, aan de hand van private equity, getoond hoe rendementsverwachtingen voor beleggingen in Private Markets worden opgebouwd. Tenslotte illustreren wij onze selectiecriteria voor het identificeren van interessant renderende beleggingsmogelijkheden in Private Markets, wederom aan de hand van een voorbeeld binnen private equity.

## Onze classificatie van Private Markets

In de praktijk worden verschillende classificaties van Private Markets gehanteerd. Bij onze classificatie van Private Markets kijken wij of in de praktijk wordt voldaan aan de volgende uitgangspunten:



- **Niet-beursgenoteerd:** beleggingen die een interessante aanvulling bieden op een traditionele, beursgenoteerde beleggingsportefeuille (bestaande uit voornamelijk aandelen en obligaties), waarbij complementariteit een belangrijke rol speelt;
- **Lange termijn focus:** beleggingen die inspelen op langetermijnontwikkelingen, waarbij de rendementsontwikkeling voorop staat;
- **Hands-on aandeelhouderschap:** beleggingen waarvan het eigendom een investeerder in staat stelt om actief waarde toe te voegen. Dit betekent dat wij ons richten op investeringen middels eigen vermogen ('equity') en niet op investeringen middels vreemd vermogen ('debt').

Op basis van bovengenoemde kenmerken worden vier beleggingscategorieën onderscheiden die hieraan voldoen:

- Private Equity (Venture Capital en Buyout)
- Infrastructuur
- Land (Landbouwgrond en Bosbouw)
- Vastgoed

## Wees selectief binnen Private Markets om aantrekkelijke investeringen te kunnen identificeren

Deze relatief breed gedefinieerde beleggingscategorieën kunnen als het initiële beleggingsuniversum worden beschouwd. Dit biedt ruimte om selectief één of meerdere segmenten te identificeren binnen iedere beleggingscategorie die het beste voldoet aan beleggingscriteria zoals verwacht rendement en risico, waardering, diversificatie en de beschikbaarheid van goede beheerders.

Een te nauwe afbakening van een van deze vier beleggingscategorieën kan leiden tot het missen van interessante beleggingsmogelijkheden. Bovendien kunnen zogenoemde 'crossover' strategieën, waarbij beheerders beleggen in een combinatie van assets die kenmerken van meerdere beleggingscategorieën vertonen, ook interessant zijn. Te denken valt bijvoorbeeld aan beleggingen in luchthavens (infrastructuur en vastgoed), tuinbouwkassen (land en vastgoed) en glasvezel projecten (infrastructuur en private equity).

### Relatie met langetermijnontwikkelingen

Tal van gerenommeerde instanties beargumenteren dat langetermijnontwikkelingen, waaraan de bevolkingsontwikkeling veelal ten grondslag ligt, in de komende decennia een substantiële invloed zullen hebben op onze samenleving. Op basis van deze

input (zie bijvoorbeeld (McKinsey, 2014, Schwab, 2017 en PWC, 2018), waarbij deze instanties vaak net hun eigen accenten hanteren, hebben wij belangrijke langetermijnontwikkelingen samengevat in een eigen framework.

De mondiale bevolkingsontwikkeling waaronder bevolkingsgroei, groeiende middenklasse en demografische ontwikkelingen (zoals vergrijzing) geschaard kunnen worden, leidt tot (mogelijke) uitdagingen op het vlak van onder andere voedsel, water, energie en huisvesting. Daarnaast kan ook de leefbaarheid onder druk komen te staan.

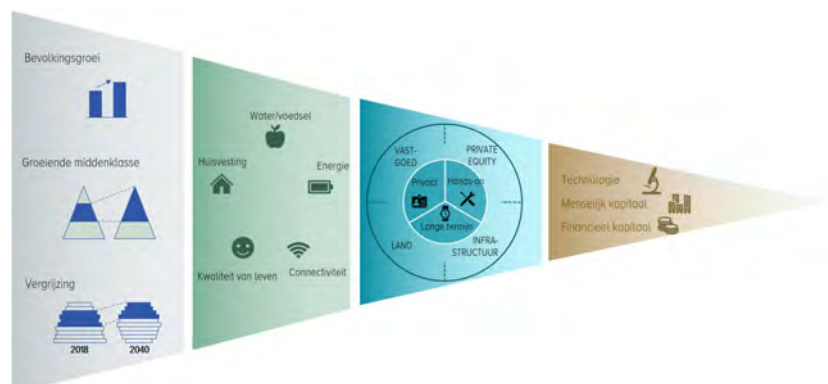
Private Markets beleggingen kunnen op een effectieve wijze bijdragen aan oplossingen voor dergelijke uitdagingen, omdat het zeer specifieke beleggingen betreft met een lange beleggingshorizon. Daarbij kan via Private Markets beleggingen op een efficiënte wijze worden ingezet op technologische innovatie en kapitaalverschaffing, die bijdragen aan oplossingen voor de genoemde uitdagingen. Bij kapitaal onderscheiden wij menselijk kapitaal en financieel kapitaal. Menselijk kapitaal als het vermogen om te innoveren, nieuwe ideeën te ontwikkelen en verbeteringen door te voeren. Financieel kapitaal als het vermogen om financiële middelen zo productief en duurzaam mogelijk aan te wenden.

Figuur 1 toont de verschillende langetermijnontwikkelingen alsook de wijze waarop beleggingen in Private Markets daarop inspelen.

We geven een aantal voorbeelden hoe Private Markets bijdragen aan bovengenoemde uitdagingen:

- **Private Equity – Venture Capital Life Sciences:** de toenemende vergrijzing en de groeiende aandacht voor een langer gezond en zelfstandig leven creëert een behoefte aan oplossingen in de gezondheidszorg. Met venture capital worden investeringen gedaan in jonge ondernemingen die innovatieve oplossingen bieden op het gebied van diagnostiek, medicijnontwikkeling en efficiëntieverhoging binnen de gezondheidszorg;
- **Land – Landbouwgrond:** er is een toenemende vraag naar voedsel als gevolg van de mondiale bevolkingsgroei en veranderende consumptiepatronen. Daarnaast zorgen klimaatverandering en

Figuur 1: Langetermijnontwikkelingen en wijze waarop Private Markets beleggingen hierop kunnen inspelen



bevolkingsgroei voor minder beschikbare vruchtbare landbouwgrond. Tot slot heeft de vergrijzing een impact op bedrijfsopvolging onder boeren. Investerings in landbouw dragen bij aan efficiëntere benutting van landbouwgronden en voorzien daarmee in duurzamere voedselvoorziening;

- **Infrastructuur – Duurzame Energie:** klimaatverandering en uitputting van fossiele brandstoffen creëren de behoefte om over te stappen op duurzame energie. Ambitieuze overheidsdoelstellingen maken een grote pijplijn aan nieuwe projecten noodzakelijk. Gespecialiseerde greenfield beheerders slagen er in onze ogen in om deze maatschappelijke behoefte te vervullen en tegelijkertijd een aantrekkelijk rendement te realiseren.

## Invloed van lange termijnontwikkelingen dienen serieuze aandacht te krijgen bij beleggingen in Private Markets

Overigens betekent bovenstaande niet dat binnen Private Markets de marktcyclus en waarderingen genegeerd kunnen worden. Een kundige beoordeling van de beleggingen is daarom van groot belang. Een multi-asset aanpak binnen Private Markets stelt een belegger in staat om kritisch te zijn en niet zomaar in elk marktsegment of in elke sector binnen een beleggingscategorie te beleggen. Juist de meest aantrekkelijk gepositioneerde beleggingen in elke beleggingscategorie, die daadwerkelijk lange termijnontwikkelingen adresseren en qua waardering aantrekkelijk zijn, kunnen zodoende geselecteerd worden, terwijl op portefeuilleniveau toch voldoende spreiding bereikt wordt.

## Rol van Private Markets in een portefeuille

Beleggingen in Private Markets zijn om een aantal redenen interessant vanuit een portefeuille context:

- Aantrekkelijk voor risico gecorrigeerd rendement;
- Focus op kapitaalbehoud;
- Complementariteit met traditionele beleggingen;
- Gerichte lange termijn investeringen.

Wij werken deze punten hierna nader uit.

### Aantrekkelijk voor risico gecorrigeerd rendement

Allereerst wordt met beleggingen in Private Markets beoogd een aantrekkelijk rendement te realiseren. Tabel 1 geeft de historische rendementen van de verschillende beleggingscategorieën weer, waarbij gangbare benchmarks zijn gebruikt.

Zoals te zien is in tabel 1 zijn de historische rendementen in veel Private Markets beleggingscategorieën aantrekkelijk geweest. Onze rendementsverwachtingen voor Private Markets in de komende 10 jaren zijn in absolute en relatieve zin nog steeds positief, maar wel iets meer gematigd. Wij houden bij de totstandkoming van deze rendementsverwachtingen rekening met een graduele normalisatie van waarderingen en winstmarges, wat in vrijwel alle beleggingscategorieën een drukkend effect heeft op het rendement. Daar staat tegenover dat fundamentele lange termijn trends een positief effect kunnen hebben op winst- of huurgroei, wat wij ook in onze analyses meenemen. Tenslotte houden wij in enkele beleggingscategorieën rekening met de operationele toegevoegde waarde die wordt gecreëerd door actief hands-on aandeelhouderschap van beheerders. Deze actieve waardecreatie is zeer relevant, zeker op dit moment van relatief hoge waarderingen, waar passieve buy-and-hold beleggingen beperkte rendementsvooruitzichten bieden.

Ter verdieping hebben wij onze rendementsverwachting voor kleinere Europese buyouts binnen private equity verder uitgewerkt. We definiëren dit segment als zijnde Private Equity investeringen in

Tabel 1: Historische rendementen geselecteerde Private Markets benchmarks. (1) Voor land en vastgoed zijn de gebruikte rendementsreeksen bruto en hebben wij een jaarlijkse kostenaanname van 1,3% gedaan om zo tot netto rendementen te komen. De genoemde indices zijn genoteerd in USD. (2) Het historische rendement voor infrastructuur heeft betrekking op de periode 2008 – 2016. (3) Voor land en vastgoed zijn de gebruikte rendementsreeksen bruto en hebben wij een jaarlijkse kostenaanname van 1,3% gedaan. (4) Voor andere regio's dan de VS zijn er geen geschikte indices beschikbaar, vandaar dat wij voor de beleggingscategorie land ons beperkt hebben tot VS.

| Beleggingscategorie | Gebruikte benchmark                                    | Scope      | 15-jaars gemiddeld jaarlijks rendement 2002-2016 (USD, na kosten) <sup>1</sup> | 10-jaars gemiddeld jaarlijks rendement 2007-2016 (USD, na kosten) <sup>2,3</sup> |
|---------------------|--|------------|--|--|
| Private Equity      | Preqin Quarterly Index: Private Equity                 | Wereldwijd | +10,2%   | +9,1%  |
| Infrastructuur      | Preqin Quarterly Index: Infrastructure                 | Wereldwijd | N.v.t. (inceptie 2007)   | +8,0%  |
| Land                | 50% NCREIF Farmland Index, 50% NCREIF Timberland Index | VS4        | +9,7%  | +8,1%  |
| Privaat Vastgoed    | IPD Global Annual Property Index                       | Wereldwijd | +6,1%  | +4,4%  |



ondernemingen met een economische waarde van EUR 10 tot zo'n 150mln. Het verwacht netto rendement voor kleinere Europese buyouts is als volgt opgebouwd:

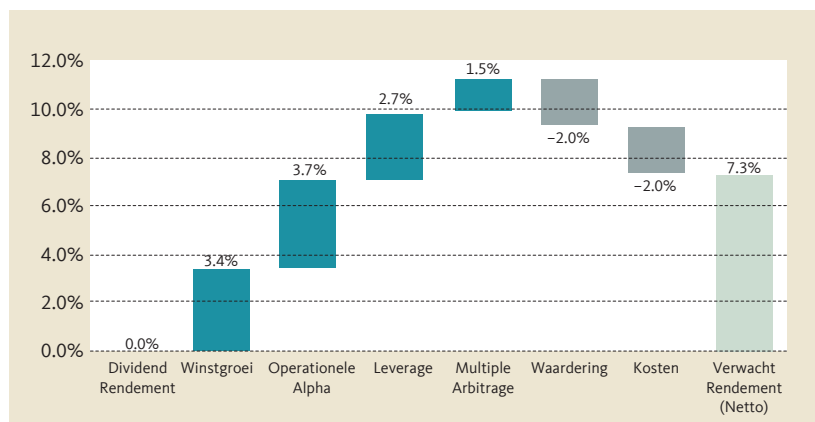
- |   |   |
|---|---|
| 1. Dividend rendement   | 0 |
| 2. Groei: dwz (2a) Winstgroei + (2b) Operationele alpha + (2c) Leverage | + |
| 3. Verandering in waardering: (3a) Multiple arbitrage + (3b) Waardering | + |
| 4. Kosten   | - |

Figuur 2 laat onze verwachte rendementsopbouw zien voor kleinere Europese buyouts

Hieronder werken wij de verschillende rendementscomponenten verder uit:

1. **Dividend rendement:** Bedrijven in private equity portefeuilles keren typisch geen periodiek dividend uit; de kasstromen worden primair aangewend voor rentebetalingen, nieuwe investeringen en het afbetalen van schuld. Derhalve wordt een dividendrendement van 0% verondersteld;
2. a. **Winstgroei:** Onze verwachte winstgroei van kleinere bedrijven;
- b. **Operationele alpha:** Op basis van historische cijfers wordt verondersteld dat ca. 50% van het rendement van een private equity buyout beheerder wordt bepaald door operationele alpha (Capital Dynamics en Technische Universität Munchen, 2014). Operationele alpha is het verhogen van de winst van een bedrijf door het te laten groeien, efficiënter te laten werken of op andere manieren winstgeverder te maken. De operationele alpha (*niet zijnde manager selectie alpha*) van een private equity belegging komt voort uit de actieve waarde die een private equity beheerder (als meerderheidsaandeelhouder) toevoegt aan de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd. Hierbij wordt verondersteld dat de operationele alpha grotendeels 'skill based' is en derhalve redelijk immuun is voor de actuele marktomstandigheden en waarderingen;
- c. **Leverage:** Het additionele rendement door het gebruik van leverage;
3. a. **Multiple arbitrage:** Naast het waarderingsklimaat, de aan- en verkoopoptimalisatie en de skills van een private equity beheerder met betrekking tot sourcing (bijvoorbeeld de aankoop van ondergewaardeerde bedrijven) geldt voor kleinere buyout beheerders een ander aspect waardoor deze beheerders bedrijven gemiddeld kunnen verkopen tegen een hogere multiple dan bij aankoop. Het gaat hierbij om de mate waarin de private equity beheerder het bedrijf heeft kunnen laten groeien of transformeren waardoor het bedrijf aantrekkelijker is voor kopers en deze bereid zijn een hogere prijs te betalen. Dit is terug te zien in het feit dat kleinere bedrijven structureel op lagere multiples handelen dan grotere bedrijven;
- b. **Waardering:** Private equity bedrijven handelen momenteel gemiddeld op hogere multi-

Figuur 2: Rendementsverwachting Private Equity (Europese kleinere buyouts)



ples dan in het verleden. Verondersteld wordt daarom een normalisatie van waardering en winstmarges op de lange termijn;

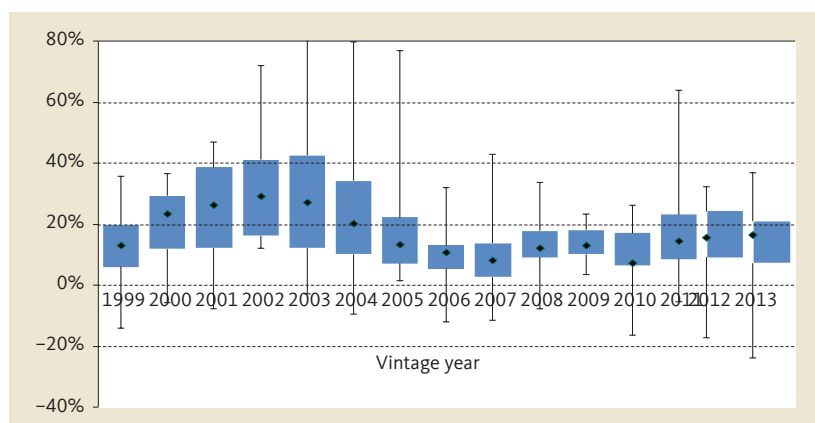
4. **Kosten:** De vergoedingen van private equity beheerders. Bij hogere verwachte rendementen zou met hogere kosten gerekend dienen te worden als gevolg van performance gerelateerde kosten.

De getoonde historische rendementen, alsook onze verwachte rendementen, hebben betrekking op de gehele private equity markt. In de praktijk kenmerken Private Markten zich door een hoge rendementsdispersie, zowel tussen marktsegmenten als tussen beheerders, waardoor (nog) hogere rendementen, bij de juiste keuze, haalbaar zijn.

Zo geeft de onderstaande figuur de grote rendementsverschillen tussen Europese private equity buyout beheerders per vintage jaar weer.

Met een goede spreiding binnen Private Markets kan het beleggingsrisico sterk worden gereduceerd. Daarbij kan gedacht worden aan spreiding over beleggingscategorieën, regio's, sectoren en spreiding van instapmomenten ("vintages") alsook spreiding door voldoende onderliggende assets in de portefeuille aan te houden. Met name voor kleinere beleggers is het realiseren van spreiding een uitdaging. Het overkoepelende illiquiditeitsrisico

Figuur 2: Rendementsdispersie (netto IRR) Europese buyout fondsen per vintage jaar. Bron: Preqin, per januari 2018, op basis van de meest recente manager rendementen beschikbaar. De grafiek geeft respectievelijk de mediaan, de interkwartiel range (25e-75e percentiel) en de max/min range weer. Het vintage year heeft betrekking op het startjaar van het betreffende fonds.



vereist in onze ogen een lange termijn horizon in combinatie met een gepaste allocatie naar Private Markets binnen een beleggingsportefeuille. De belangrijkste voorwaarde daarbij is dat een belegger onder verslechterende marktomstandigheden niet direct genoodzaakt is om zijn Private Markets posities te verkopen.

### *Focus op kapitaalbehoud*

Naast rendement is een focus op kapitaalbehoud een belangrijk uitgangspunt voor Private Markets beleggingen.

Met name in de reële beleggingscategorieën als infrastructuur, land en vastgoed komt dit laatste expliciet voort uit schaarste van harde onderliggende activa, die een intrinsieke waardevastheid hebben en bovendien periodieke kasstromen genereren. Maar ook in strategieën waarin de focus minder op harde activa ligt, zoals private equity, is kapitaalbehoud voor ons een belangrijk uitgangspunt. Dit komt bijvoorbeeld naar voren in conservatieve aankoopmultiples, een focus op bedrijven met een leidende positie in hun sub-markt en een prudent gebruik van vreemd vermogen.

In onze ogen is het overigens met name van belang om in de totale portefeuillecontext te beoordelen of de focus op kapitaalbehoud voldoende gewaarborgd is. Immers, niet alle interessante beleggingen binnen Private Markets hebben een expliciete focus op kapitaalbehoud, maar kunnen desondanks wel degelijk zeer interessant zijn om in een portefeuille op te nemen.

## *Operationele toegevoegde waarde dmv actief hands-on aandeelhouderschap van beheerders is van belang*

### *Complementariteit met andere beleggingen*

Een derde aspect voor beleggen in Private Markets vormt de complementariteit met andere beleggingen, zoals aandelen en vastrentende waarden.

Voorbeelden hiervan zijn exposure naar de venture capital markt of het MKB / familiebedrijven segment binnen private equity, exposure naar duurzame energie binnen infrastructuur en exposure naar landbouwgrond binne land, met de daarmee gepaard gaande specifieke risicofactoren (zoals weer, klimaat en ziektes) die ongecorrleerd zijn met algemene risico's van financiële markten.

### *Gerichte lange termijn investeringen*

Binnen Private Markets zijn naast meer generieke beheerders talrijke zeer specialistische beheerders actief, waarmee effectief een gerichte investering

kan worden gedaan in een meer specifiek marktsegment. Hiermee kunnen investeringsdoelen bereikt worden die verder gaan dan enkel rendement, risico en complementariteit. Te denken valt aan doelen op het gebied van innovatie (bijvoorbeeld het verschaffen van kapitaal aan ondernemers in een specifieke sector), duurzaamheid (bijvoorbeeld het realiseren van nieuwe wind- en zonneparken) en investeringen in de lokale economie.

### **Selectiecriteria binnen Private Markets**

Het beleggen in verschillende Private Markten beleggingscategorieën kent verschillende voordelen, als gevolg van de onderscheidende karakteristieken. Door de spreiding die door een degelijke multi-asset aanpak wordt gerealiseerd, is het niet direct noodzakelijk om in alle marktsegmenten te beleggen. Dat biedt de mogelijkheid om selectief te zijn en alleen in die marktsegmenten te beleggen die naar onze verwachting daadwerkelijk aantrekkelijk zijn op de lange termijn. In deze paragraaf gaan we, aan de hand van de beleggingscategorie private equity als voorbeeld, in op de door ons gehanteerde selectiecriteria binnen Private Markets.

## *Focus op kapitaalbehoud is een belangrijk uitgangspunt voor Private Markets beleggingen*

Binnen buyouts, het grootste marktsegment van private equity, leggen wij onze focus op kleinere buyouts (en daarmee kleinere bedrijven). Onze voorkeur gaat hierbij primair uit naar private equity beheerders die de eerste institutionele aandeelhouders zijn van de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd. Zodoende kunnen zij bedrijven verder helpen in de professionalisering en groei van het bedrijf. De belangrijkste selectiecriteria die binnen buyouts gehanteerd worden, hebben betrekking op:

1. **Relatief gunstige vraag/aanbod verhoudingen:** Momenteel is er relatief veel kapitaal beschikbaar binnen private equity dat zorgt voor competitie en hogere prijzen. Deze aanwas van kapitaal is echter het meest zichtbaar bij (middel) grote buyouts. Kleinere buyout beheerders blijven meer onder de radar. Daarnaast zijn er in dit deel van de markt nog meer dan voldoende interessante bedrijven beschikbaar om in te investeren. Tevens profiteren kleinere buyout beheerders momenteel van goede afzetmogelijkheden in het (middel)grote buyout segment bij de verkoop van bedrijven;
2. **Complementariteit:** kleine buyout investeringen vinden veelal plaats in meer lokale bedrijven

met nog aanzienlijke groeimogelijkheden. Deze bedrijven zijn kleiner en ook in andere opzichten behoorlijk verschillend (zoals de geografische reikwijdte en mate van professionaliteit) ten opzichte van beursgenoteerde bedrijven die zijn opgenomen in Small Cap indices. Dit in tegenstelling tot private equity bedrijven die qua grootte aan de bovenkant van de markt zitten;

3. **Inspelen op langetermijnontwikkelingen:** Europa heeft te maken met een verder vergrijzende bevolking. Dit leidt zeker bij MKB bedrijven tot opvolgingsvraagstukken. Banken zijn bovendien beperkter actief in dit segment dan in het verleden het geval was. Kleinere buyout beheerders kunnen hierop inspelen, al dan niet als volledige aandeelhouder van bedrijven.
4. **Meer gematigd gebruik van leverage:** Het gebruik van leverage, dat bij grotere buyout deals tot maatschappelijke discussie kan leiden, is veel gematigder aan de onderkant van de markt. Het accent ligt hier primair op groei en veel minder op ‘financial engineering’.

## Conclusie

Wij onderscheiden binnen Private Markets vier beleggingscategorieën die we als ons universum beschouwen: private equity, infrastructuur, land en vastgoed. Binnen deze beleggingscategorieën richten we ons expliciet op investeringen die hands-on aandeelhouderschap vereisen.

Binnen de door ons geïdentificeerde beleggingscategorieën opteren we ervoor om selectief en flexibel te zijn bij de keuze van sub-categorieën. Zo kan goed worden ingespeeld op langetermijnontwikkelingen die goed aansluiten bij het langetermijnkarakter van Private Markets en de gerichte beleggingen die daarin gedaan kunnen worden.

Daarnaast zien wij een relatief aantrekkelijk rendement, kapitaalbehoud en complementariteit in een portefeuille als belangrijke uitgangspunten voor een belegging in Private Markets. In onze ogen kunnen Private Markets op deze manier een toegevoegde waarde zijn in de portefeuilles van veel beleggers. ■

### Literatuur

- Capital Dynamics en Technische Universität München, 2014, Value Creation in Private Equity; rapport op <https://www.capdyn.com/media/1765/value-creation-in-private-equity-study-2014-finalv2.pdf>
- McKinsey, 2015, The four global forces breaking all the trends; rapport op <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-four-global-forces-breaking-all-the-trends>
- Preqin, 2018, 2018 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report; rapport op [https://www.preqin.com/item/2018-preqin-global-private-equity-and-venture-capital-](https://www.preqin.com/item/2018-preqin-global-private-equity-and-venture-capital-report/0/20145)

- [report/0/20145](https://www.preqin.com)  
[www.preqin.com](https://www.preqin.com)
- Preqin, 2018, 2018 Preqin Global Infrastructure Report; rapport op <https://www.preqin.com/item/2018-preqin-global-infrastructure-report/0/20141>
- PwC, 2018, “Megatrends”; rapport op: <https://www.pwc.co.uk/issues/megatrends.html>
- Willis Towers Watson, 2018, Global pension assets study 2018; rapport op <https://www.thinkingaheadinstitute.org/en/Library/Research-and-Ideas/Global-Pension-Asset-Survey-2018>

- Schwab, K, 2017, The Fourth Industrial Revolution

### Noot

- 1 Bram Bikker MSc is Director Private Markets KCM, Edzard Potgieser MSc CFA is Director Private Markets KCM en Sven Smeets MSc CFA is Managing Director Private Markets KCM. De auteurs zijn werkzaam bij Kempen Capital Management, waar zij verantwoordelijk zijn voor beleggingen in Private Markets. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven en geeft niet noodzakelijkerwijs de zienswijze van de werkgever weer.