

VOORZITTER:

Markus Schaen, MN

DEELNEMERS:

Jim van den Bergh, BNP Paribas Asset Management

Nicole Downer, Natixis Investment Managers

Charles Dupont, Schroders

Claus Fintzen, Allianz Global Investors

Frank Meijer, Aegon Asset Management

Hans de Rooter, Pensioenfondsen TNO

Rajesh Sukdeo, Syntrus Achmea Real Estate & Finance

Daniel Widijanto, ASR Vermogensbeheer

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aegon Asset Management, Allianz Global Investors, BNP Paribas Asset Management, Janus Henderson, Natixis Investment Managers, Schroders en Syntrus Achmea Real & Finance.

Foto's: Ruben Eshuis Photography



ALTERNATIVE FIXED INCOME WORDT MAINSTREAM

Door Hans Amesz

De acties van de Europese Centrale Bank hebben voor grote druk gezorgd op de yields van traditionele vastrentende waarden. Dit zal naar verwachting niet snel veranderen, dus blijft de relatieve waarde van alternative fixed income nog wel enige tijd bestaan.



Waarom is Alternative Fixed Income nu zo populair?

Jim van den Bergh: 'De MKB-markt biedt een enorme mogelijkheid om een vastrentende portefeuille te diversifiëren. In Europa zijn 24 miljoen bedrijven actief, maar slechts 1.000 daarvan zijn beschikbaar om in te beleggen via publieke markten. Middels ons platform maken wij het mogelijk om te beleggen in deze categorie met aantrekkelijke diversificatie-mogelijkheden en yields.'

Hans de Ruiter: 'De markten van alternative fixed income bieden een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. Dat geldt zowel voor hypotheek als voor directe kredietverlening.'

Frank Meijer: 'De Europese Centrale Bank heeft met name overheids- en bedrijfsobligaties gekocht, maar niets op de

particuliere markten. Dat heeft voor grote druk gezorgd op de yields van traditionele vastrentende waarden. Ik denk niet dat dit snel zal veranderen, dus zal de relatieve waarde van alternative fixed income nog wel enige tijd blijven bestaan. En als je kijkt naar hypotheek, gaat het niet alleen om de aantrekkelijke risico-rendementsverhouding, maar ook om het rendement op kapitaal. Voor verzekeringsmaatschappijen zijn hypotheek het beste waarin je kunt beleggen vanuit die optiek. En hypotheek geven exposure naar consumenten in plaats van bedrijven of staten, wat zinvol is vanuit een oogpunt van spreiding.'

Nicole Downer: 'De asset class alternative fixed income werkt zeer goed, in ons geval met name private debt. Je kunt op een relatief veilige manier zeker vijf procent verdienen. De volatiliteit van deze beleggingscategorie is laag. Als je er voor de langere termijn in belegt, biedt het veel waarde.'

> **Markus Schaen** is sinds 2008 werkzaam voor MN. Als Senior Fundmanager Fixed Income is hij verantwoordelijk voor het selecteren van externe vastrentende managers en het monitoren van de interne en externe beheerders. Tot zijn aandachtgebied behoren de liquide en illiquide vastrentende beleggingen. Schaen heeft 25 jaar ervaring in de financiële sector en werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener NV. Aan de Universiteit Maastricht heeft hij zijn doctoraal titel behaald in de richting bedrijfseconomie waar hij daarna ook de Register Accountancy opleiding afrondde. Ook volgde hij nog de postdoctorale studie Treasury Management aan de Vrije Universiteit en het Pension Executive programma op Nyenrode.





> **Jim van den Bergh** is Senior Credit Officer voor SME Alternative Financing Team – Private Debt en Real Asset groep van BNP Paribas Asset Management. Van den Bergh is verantwoordelijk voor het kredietrisico op de leningen die worden voorgesteld door partners voor het SME Alternative Financing platform. Voor deze rol was hij kredietanalist bij de Rabobank in verschillende regio's. Van de Bergh heeft 10 jaar financiële ervaring en heeft een bachelordiploma in economie en recht.

Er is ook veel belangstelling voor infrastructure debt. Gaat het hier ook om de relatieve waarde, of is er meer dan dat?

Charles Dupont: 'Er zijn vele redenen om te investeren in infrastructure debt. De eerste is dat het nieuw is. Nieuwe toetreders krijgen echt goede waarde in de markt, vooral ten opzichte van infrastructure equity, alleen al omdat het segment nog niet volwassen is. De tweede reden is het voordeel in termen van Solvency II en de derde reden is natuurlijk de maatschappelijke impact van beleggen. Als je investeert in infrastructuur, investeer je in de gemeenschap en haar economische ontwikkeling.'

Claus Fintzen: 'In infrastructuur doen wij transacties met een looptijd tot 30, maximaal 40 jaar. Dan betreft het dus een asset class die aantrekkelijk is vanwege de stabiele cash flow, die de genoemde 30, 40 jaar kan ondersteunen.'

Hoeveel zou in alternative fixed income, dat meer illiquide is, belegd moeten worden? Is tien procent een limiet?

De Ruiter: 'Het hangt ervan af hoe je alternatieve investeringen definieert. Als het gaat om real estate, private equity,

hypotheken en direct lending, dan zitten wij strategisch op 23 procent, dus tien procent is dan aan de lage kant. Je moet natuurlijk uitrekenen hoeveel illiquiditeit je kunt hebben. Ik denk dat de meeste pensioenfondsen vanuit liquiditeitsperspectief gemakkelijk tot 30 à 40 procent kunnen gaan. Anderzijds, als je te veel illiquide beleggingen in je portefeuille hebt, word je inflexibel. Daar moet je wel naar kijken.'

Daniel Widijanto: 'Uit onze ALM-studies blijkt dat we de portefeuilles efficiënter maken als de alternatieve vastrentende beleggingen verhoogd worden tot 30, 40 procent. De efficiëntieverhoging heeft ook te maken met de waarderingskenmerken van alternatieve vastrentende beleggingen. Ze worden vaak tegen een geamortiseerde kostprijs gewaardeerd en/of bestaan uit floating rate beleggingen. Liquiditeit zou geen probleem moeten zijn voor pensioenfondsen, met name niet voor jonge fondsen.'

De Ruiter: 'Je kunt zelfs zeggen dat illiquide beleggingen de risico's vanuit een ander perspectief verlagen. In principe worden alle grote schommelingen die kenmerkend zijn voor liquide markten en die vaak het gevolg zijn van emoties en gepercipieerde liquiditeit die er niet is, er in illiquide markten uit gehaald.'

Downer: 'Iedereen richt zich op liquiditeit, maar illiquiditeit is veel minder risicovol dan meestal wordt gedacht, omdat er in de particuliere markt steeds meer informatie aanwezig is. Als je verplichtingen op de lange termijn hebt, voegt illiquiditeit juist waarde toe.'

Hoe zit het met de illiquiditeitspremie in vergelijking met traditionele investeringen in corporate credit?

Rajesh Sukdeo: 'De illiquiditeit is min of meer verdwenen door de grote instroom in alternative fixed income. De hypotheekfondsen zijn dusdanig groot geworden en genereren zoveel cashflow dat er per definitie al een aanzienlijke hoeveelheid liquiditeit aanwezig is. Je hebt wel premie, maar geen illiquiditeit.'

Fintzen: 'Ik heb het liever over een complexiteitspremie. Er zit sowieso al te veel liquiditeit in het product.'



Dupont: 'Wij hebben nog geen verenging van de illiquiditeitspremie bij infrastructuur vastgesteld, althans niet in de strategieën waarin we ons hebben gespecialiseerd en die vergelijkbaar zijn met andere vormen van private debt. We zijn een van de pioniers in deze markt en de laatste zeven jaar hebben we dezelfde solide rendementen behaald. Voor de allereerste infrastructuurdeal die we zes, zeven jaar geleden sloten, genereerden we dezelfde spread als vandaag de dag. Vergeet niet dat de inherente complexiteit van de transacties een belangrijke drempel vormt voor toetreding en dat in onze markt banken nog steeds een belangrijke bron van financiering zijn; banken die sinds de financiële crisis zeer gedisciplineerd omgaan met risk management en prijsvorming.'

Downer: 'Als we het hebben over de liquiditeitspremie in private debt, moet worden geconstateerd dat banken het meest hebben bezuinigd op kredietverlening aan kleine bedrijven. Op dat gebied hebben we een instroom van fondsen en veel fondsenwerving gezien. Op korte termijn is er sprake geweest van een aanzienlijke aanscherping van de prijzen.'

Zijn er andere sectoren waar de spreadniveaus niet aantrekkelijk zijn?

Van den Bergh: 'In de sector van het MKB waar wij actief zijn, bedraagt de illiquiditeitspremie twee tot drie procent, wat zorgt voor aantrekkelijke rendementen. De illiquiditeitspremie komt door de complexiteit: toegang krijgen tot dit segment, de moeite die het kost om een lening te realiseren en de mate van concurrentie.'

Welke sectoren zouden we op dit moment moeten vermijden?

Fintzen: 'Dat is een lastige vraag. Toen wij zo'n zes jaar geleden begonnen met infrastructuur, stond het hele spectrum ter beschikking. Nu zit er heel veel geld in infrastructuur vanwege de gunstige risico-rendementsverhouding. De uitdaging is het vinden van gebieden waar het platform waarde kan genereren voor beleggers.'

Een deel van de mogelijkheden op het gebied van alternatieve vastrentende waarden is ontstaan doordat de banken zich uit deze segmenten hebben teruggetrokken. Welke kansen zullen zich in de komende drie tot vijf jaar voordoen?

Van den Bergh: 'Ik denk dat verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen het gat in de kredietverlening waarvoor de banken hebben gezorgd verder gaan opvullen, met name in het MKB. Basel-regelgeving zorgt ervoor dat banken minder en minder in staat zijn langetermijnkredieten te verstrekken, waarbij wij juist zien dat regelgeving voor verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen gunstiger wordt om dit te doen. Dit creëert kansen om samen te werken met banken voor de invulling van de lange- en kortetermijnfinancieringsbehoefte van bedrijven.'

Widijanto: 'Daar ben ik het mee eens. Maar niet alleen voor SME-leningen, ook voor de grotere leningen in het middensegment van de markt. Voor banken zijn sommige segmenten, zoals langere leningen, minder aantrekkelijk geworden door Basel-regelgeving en dat schept kansen. Je kunt onderhandelen over de voorwaarden van de leningen; ze hebben daardoor vaak betere zekerheden dan publieke obligaties.'

Meijer: 'Wij investeren al sinds meer dan vijf jaar in SME-leningen. Wij hebben een team opgebouwd dat zelf SME-leningen verstrekt, vaak zonder tussenkomst van een bank of juist complementair aan een banklening. De rendementen die wij hiermee behalen, zijn een stuk hoger dan op high yield bonds. In sommige landen en sectoren beleggen we via Fintechs ook in SME's, leases en dergelijke. We hebben ruim 100 partijen gesproken in de wereld en hebben nu een portefeuille van meer dan één miljard euro opgebouwd. Wij waren al groot in asset backed securities. Dit soort investeringen in pools van leningen is een logisch vervolg op deze activiteiten.'

Downer: 'Wij maken leningen met een looptijd van acht tot tien jaar, maar die zitten meestal maar voor twee tot drie jaar in onze portefeuilles en dan recyclen we ze. Vanuit een beleggersperspectief is dat positief.'

> **Nicole Downer** is Managing Partner en Head of Investor Relations en verantwoordelijk voor strategische relaties binnen Natixis Investment Managers. Tevens is zij lid van de MV Credit Manager Board. Voor MV Credit was Downer Managing Director bij Deutsche Bank, waar zij het Structured Securitisation Team leidde. Downer heeft een Bachelor of Science in Banking & International Finance van de City University in Londen.





> **Charles Dupont** is Hoofd Infrastructure Finance bij Schroders, gevestigd in Parijs. Hij trad in 2015 in dienst bij Schroders. Dupont was lid van het Uitvoerend Comité & Hoofd Infrastructure Finance bij AXA Investment Managers - Real Assets van 2013 tot 2015. Daarvoor was hij van 2007 tot 2012 partner bij Antin Infrastructure Partners (BNP Paribas). Voorheen was hij CEO van Saur International bij SAUR van 2004 tot 2007. Dupont is afgestudeerd aan de Ecole Nationale d'Administration, ingenieur van Ecole Polytechnique.

Zijn er argumenten voor Nederlandse pensioenfondsen om, wat betreft alternative fixed income, buiten Nederland te kijken, buiten Europa of de eurozone?

De Ruiter: 'Oorspronkelijk waren we van plan voor onze direct lending-beleggingen zowel in Europa als in de Verenigde Staten te investeren, maar uiteindelijk hebben we ons beperkt tot het eurogebied. Niet omdat we de Amerikaanse markt niet goed vinden, maar eenvoudig omdat de rendementen die wij in de Verenigde Staten zouden maken niet veel hoger zijn dan die in Europa. Wanneer je dan vervolgens de positie naar de euro hedget, ben je onder de streep slechter af.'

Dupont: 'Wij richten ons alleen op Europa. Europa vormt de meest gediversifieerde infrastructuurmarkt, die bijna 50 procent van de totale markt voor zijn rekening neemt. Europa is een van de regio's waar de meeste markspelers actief zijn. Het is ook een markt die relatief consistent en homogeen is in termen van risico, terwijl andere markten, zoals de Aziatische of Amerikaanse, qua risicoprofiel zeer verschillend zijn.'

Fintzen: 'Het hangt echt af van de verplichtingen. Voor een Europese belegger met Europese verplichtingen is de euro de munteenheid bij uitstek. We hebben echter ook een aantal klanten die in Amerikaanse dollars doen, dan is het een ander verhaal. Als ik koper van dollars ben, ben ik geïnteresseerd in aantrekkelijke assets in de Verenigde Staten en Latijns-Amerika. Elk land en elke regio heeft zijn favoriete assets.'

In het verleden bleven sommige beleggers bijvoorbeeld af van de Europese high-yieldmarkt omdat die in vergelijking met de Amerikaanse markt niet diep genoeg was. Zijn de Europese markten niet volwassen genoeg, of is misschien het tegenovergestelde het geval en loopt Europa in alternative fixed income voorop?

Downer: 'Wat betreft private debt is Europa meer gediversificeerd dan de Verenigde Staten. In Europa worden nog steeds vrij grote bedrijven gefinancierd op de private markt. Wij zijn saai

kredietverstrekkers. Wat we zoeken is diversificatie over de hele linie. We zijn op zoek naar bedrijven die niet specifiek in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk of Nederland zijn gevestigd, die meer recessiebestendig zijn en meer diversiteit hebben binnen hun eigen producten en inkomensstromen. Diversificatie in heel Europa, en in sommige gevallen wereldwijd, is echt belangrijk, vooral omdat we in een meer onzekere periode van de cyclus terechtkomen.'

Widjanto: 'Omdat de Europese private debt markt minder ontwikkeld is dan de Amerikaanse, zijn er meer mogelijkheden. Daarnaast is er meer keuze op de Europese markt en zijn er dus ook meer spreidingsmogelijkheden.'

Fintzen: 'Daar ben ik het geheel mee eens. Europa biedt inderdaad veel meer mogelijkheden, zeker als je over de juiste relaties beschikt.'

Meijer: 'Wij zien ook meer relative value in Europa, met name vanwege de hoge FX hedgingkosten van de Amerikaanse dollar naar de euro. Het voordeel dat de Verenigde Staten heeft, is dat alle private placements een rating hebben gekregen van een rating agency. Dit kan erg voordelig zijn voor pensioenfondsen en verzekeraars, omdat een lening met officiële BBB-rating een stuk lager FTK- en Solvency II kapitaalbeslag heeft dan leningen zonder een rating.'

Downer: 'Ratings geven je niet noodzakelijkerwijs wat je van je mag verwachten. Het zijn niet per definitie goede indicatoren van kredietwaardigheid. Gemiddeld hebben kredieten met een vergelijkbare rating in Europa lagere defaults en verliezen dan in de Verenigde Staten. Dus ratings zijn leuk, maar de rating agencies zijn feilbaar.'

Er zijn nogal wat aanbieders van alternative fixed income. Waar moet, bijvoorbeeld bij hypotheek, goed op gelet worden?

Sukdeo: 'Allereerst moet je nadenken over je eigen portefeuille-constructie. Waar wil je hypotheek voor je laten werken? Gaat het om matching of return? Vervolgens moet je erover nadenken hoeveel illiquiditeit je op je balans kunt nemen. Dan moet je

vaststellen hoeveel risico je bereid bent te nemen en ten slotte kan je nadenken over de kwaliteit van de beheerder. En dan gaat het wat ons betreft ook om de vraag welk maatschappelijk rendement je behaalt naast het financiële rendement.'

Meijer: 'Uiteraard moet de hypotheekverstrekker geen prijsvechter zijn, maar juist zijn best doen om goede (hypotheek) rendementen te behalen. Ik zou daarnaast willen weten wat de vermogensbeheerder of hypotheekverstrekker doet met betrekking tot ESG (environment, social, governance). Dat wordt een steeds belangrijker onderwerp. Dan zou je kunnen kijken of de hypotheekverstrekker dubbele ramen en andere ESG-zaken financiert. Hoe help je de klant om een energie-efficiënter huis te krijgen? En hoe moet de hypotheekverstrekker omgaan met klanten die betalingsproblemen hebben? Ik zou dan adviseren om naar de Net Promotor Score (NPS) te kijken van de hypotheekverstrekker in het kader van ESG.'

Dupont: 'De kwaliteit van de informatie is van essentieel belang. Het vergt een zorgvuldig proces dat bestaat uit aandacht voor de kleinste details en tegelijkertijd oog voor de langetermijnvisie. Dit is vrijwel onzichtbaar voor beleggers, maar komt uiteindelijk tot uiting in de kwaliteit van de investering.'

Hoe selecteren jullie credits?

Downer: 'Ervaring is alles. Private debt is een fantastische vermogenscategorie, maar je moet er wel de juiste manager bij hebben. Beleggers vertrouwen ons hun geld toe voor zeven tot tien jaar. Een goede manager beheert de cyclus, past de regels streng toe, en moet genoeg ervaring hebben om ze ook te controleren. Bij private debt is informatie inderdaad cruciaal.'

Van den Bergh: 'In de eerste fase van het proces selecteren wij op basis van vastgestelde 'knock-out' criteria. Dit betekent dat het bedrijf op basis van historie winstgevend moet zijn, dat de leverage gemaximeerd is en de cashflow voldoende is. Dit schept aan het begin van het proces duidelijkheid voor het bedrijf over wat de slagingskans is. Vervolgens gaat het verzoek tot financiering de tweede fase in. Dit is een in hoge mate geautomatiseerde en geïndustrialiseerde kredietanalyse, uitgevoerd door ervaren professionals. Dit proces zorgt ervoor

dat wij in staat zijn voor onze beleggers een gezonde portefeuille op te bouwen en te beheren gedurende de looptijd van de lening.'

Is het niet juist een probleem dat direct lending funds, die over het algemeen vrij jong zijn, eigenlijk alleen maar een bull market hebben meegemaakt en nooit het slechte deel van de cyclus?

Meijer: 'Banken geven al sinds eeuwen leningen uit. Direct lending is vooral een nieuw terrein voor asset managers, niet voor banken. Wij runnen sinds enkele jaren een SME-fonds en hebben ervoor gekozen ervaren mensen van banken in dienst te nemen die meer dan twintig jaar ervaring in kredietverlening hebben en die baisse-periodes hebben meegemaakt.'

Van den Bergh: 'Het is belangrijk om een team te hebben dat in balans is met expertise en talent. Naast ervaring is het ook van belang om jonge getalenteerde mensen aan boord te hebben. Omdat wij leningen verstrekken die een looptijd hebben tot acht jaar, gaan de bedrijven door de cyclus heen. Het is daarom van belang om te weten hoe het businessmodel van het bedrijf in staat is om daar doorheen te opereren.'

Dupont: 'Direct lending leer je niet uit de boeken, maar door ervaring, door het sluiten van de deals. Je hebt mensen met ervaring in corporate lending nodig, mensen met expertise in de verschillende sectoren en industriesegmenten, die, zeer belangrijk, reeds verschillende economische cycli meegemaakt hebben. Beleggingsbeslissingen moeten worden genomen op basis van ervaring en expertise.'

Downer: 'Diversiteit in een team is heel belangrijk. Als iedereen ongeveer hetzelfde denkt, maak je eerder een fout. Je moet anders zijn om elkaar uit te dagen, om aan alle aspecten van een beleggingsbeslissing recht te doen.'

Wat is de betekenis van absolute en relatieve performance in alternative fixed income? Hoe zit het met de duurzame prestaties in deze asset class?

> **Claus Fintzen** is CIO Infrastructure Debt Team van Allianz Global Investors en tevens een van de oprichters van het Infrastructure Debt-team. Voordat hij bij AllianzGI ging werken, werkte hij acht jaar bij MBIA/Trifinium als directeur, waar hij betrokken was bij een verscheidenheid aan transacties, waaronder transport, sociale huisvesting, hernieuwbare energie, onroerend goed en bedrijfsschulden. Voordat Fintzen bij MBIA/Trifinium kwam, werkte hij negen jaar bij Citigroup op de afdelingen gestructureerde financiering, securitisatie en alternatieve risico-overdracht. Hij heeft een diploma in bedrijfsadministratie van de European Business School in Oestrich-Winkel, Duitsland.





> **Hans de Ruiter** is sinds 2012 CIO bij Stichting Pensioenfonds TNO. Daarnaast is hij bestuurslid bij Pensioenfonds Randstad, lid van de beleggingscommissie van Pensioenfonds Van Lanschot en lid van de Raad van Toezicht van Pensioenfonds Openbaar Vervoer. Verder is hij verbonden aan de post-graduate opleiding Investment Management aan de Vrije Universiteit Amsterdam en de Master en Executive Master Finance & Control-opleidingen aan de Business Universiteit Nyenrode. De Ruiter is afgestudeerd in de Financiële Economie aan de Vrije Universiteit Amsterdam.

Sukdeo: 'Als je bijvoorbeeld naar hypotheek kijkt, is het niet echt zinvol om het genereren van alpha te bekijken. Ten eerste is er geen benchmark en ten tweede wordt het rendement vooral bepaald door de samenstelling van de portefeuille. Ik zou meer kijken naar de kwaliteit van de manager: wat was zijn staat van dienst tijdens de vorige down cycle, was hij in staat om de

defaults in zijn portefeuille weg te werken, et cetera.'

Meijer: 'Je kunt als hypotheekverstrekker wel degelijk alpha genereren. Als een hypotheekverstrekker twintig of dertig basispunten meer hypotheekrente kan bereiken, kan dat mijns inziens als alpha worden gezien. Die extra yield kan te maken

Financial Investigator stelde Elissa Johnson, Portfolio Manager bij Janus Henderson, twee vragen over Alternative Fixed Income.

Wat kunnen beleggers verwachten van leningen in de volgende cyclus, nu 'cov-lite' standaard is?

Convenanten zijn geen wondermiddel voor alle kwalen. Ze zullen niet voorkomen dat een slecht bedrijf in gebreke blijft en dat beleggers verlies lijden. Maar aangezien de volgende neergang van de kredietcyclus, wanneer deze zich ook moge voordoen, de eerste zal zijn waarbij het merendeel van de senior gegarandeerde syndicaatsleningen 'cov-lite' is, denken wij dat beleggers zich op iets anders moeten voorbereiden. We verwachten dat het aantal wanbetalingen veel lager zal zijn. Er is immers geen aanleiding om liquiditeit te behouden. We verwachten dat de 'recovery rate', het percentage van een uitstaande lening dat na wanbetaling nog teruggehaald kan worden, lager zal zijn, maar niet veel lager, en zeker nog steeds aanzienlijk boven het high yield gemiddelde zal liggen. De reden hiervoor is dat leningsdocumenten, die weliswaar geen financiële convenanten inclusief een periodieke controle van de financiële gezondheid van de leningnemer bevatten, nog steeds beperkingen leggen op de verkoop van activa, betalingen buiten de groep van garantieverstrekkers. Garantieverstrekkers nemen gewoonlijk 80% of meer van het bedrijf voor hun rekening, waardoor onder meer het weglekken van kredietkwaliteit wordt beperkt. Daarnaast bevat de standaard LBO-financiering doorgaans een leverage convenant op het doorlopend krediet dat enkele beperkingen

voor kredietnemers bevat. De versoering van de leningsdocumenten in 2018 als gevolg van de sterke vraag, betekent dat beleggers hun beleggingen verstandig moeten selecteren. Niet alle bedrijven zullen aan hun, soms zeer ambitieuze, prognoses kunnen voldoen. Dit kan leiden tot een aanzienlijke teleurstelling voor beleggers, met name in combinatie met contant geld en het weglekken van activa. In mijn ogen zijn individuele risico's, niet wanbetalingen, waarschijnlijk het verhaal van de volgende cyclus.



Wat zijn op dit moment de aantrekkelijke categorieën binnen alternative fixed income?

Wij verwachten dat Europese leningen in 2019 een rendement van 3-4% (afgedekt naar de euro) zullen opleveren en in vergelijking met andere obligatiecategorieën vinden wij dit aantrekkelijk. We verwachten dat de volatiliteit laag zal zijn, zij het hoger dan in de afgelopen vijf jaar, terwijl de volatiliteit over de afgelopen twaalf maanden 2,2% is. We zouden dan ook niet verbaasd zijn als die de komende jaren iets stijgt, misschien wel tot 3-5%, het hoogste niveau sinds de crisis in de periferie in 2012.

hebben met de naamsbekendheid van de hypotheekverstrekker, maar wij zien dat het ook uiterst belangrijk is om goede verbindingen te hebben met intermediairs.'

Sukdeo: 'Het is moeilijk te meten hoeveel je de gemiddelde markt bij hypotheek kunt overtreffen, omdat dat afhankelijk is van je instroom in een bepaald segment.'

Dupont: 'Het meten van de prestaties van een infrastructuurfonds is moeilijk als je niet getraind bent in deze vermogenscategorie. Dat is de reden waarom beleggers met vermogensbeheerders werken die in deze sector meer expertise hebben. Wij vinden dat we onze klanten moeten uitleggen wat we doen en waarom. Achter de schermen besteden we daar veel tijd aan, ook aan het uitleggen van wat er in de markt gebeurt, haar evoluties, waar relative value zit, hoe onze bedrijfsprocessen in elkaar zitten en nog veel meer. Dit komt tot uiting in onze relatief uitgebreide en geavanceerde rapportage.'

Van den Bergh: 'Voor het rendement van een private debt portefeuille zoals die van MKB-leningen, is het van groter belang om te kijken naar de internal rate of return dan naar een rendement gebaseerd op de dagelijkse prijsvorming, wat nu de standaard is in de vermogensbeheerindustrie.'

Hoe selecteren jullie alternative fixed income en wat verwachten jullie dat het toevoegt?

Widijanto: 'Het hangt echt van het type klant af. We hebben verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, maar bijvoorbeeld ook goede doelen. Over het algemeen kun je efficiëntere portefeuilles creëren als je de meeste alternatieve vastrentende beleggingscategorieën in je portefeuilles opneemt. Voorwaarde bij de selectie van de beleggingen of externe fondsen is wel dat die wordt uitgevoerd door een ervaren team dat verschillende marktcycli heeft meegemaakt. Daarnaast spelen in ons langetermijnbeleid duurzaamheid en impact investing een belangrijke rol bij de selectie.'

Hoe bepaal je hoeveel je zou kunnen alloceren?

De Ruiter: 'Bij ons is er een verschuiving geweest van high yield

naar direct lending. Omdat we vermoedelijk in de laatste fase van de economische cyclus zitten, denken we dat high yield nogal risicovol is. We proberen te zoeken naar managers die veel ervaring met direct lending hebben en ook slechte periodes hebben meegemaakt. In dat geval hebben ze ervaring met restructurings en dat zou de komende jaren weleens van pas kunnen komen.'

Downer: 'Direct lending heeft in Europa nog geen echte cyclus doorgemaakt. Dus wat zoek je met betrekking tot herstructurerings- en cycluservaring? Er zijn directe kredietverstrekkers in Europa die ervaring hebben op andere gebieden of misschien direct krediet verstrekt hebben in de Verenigde Staten, maar in Europa geen cyclus hebben beleefd. Hoe gaan ze daarmee om?'

De Ruiter: 'Managers die veel ervaring hebben in de vastrentende ruimte, kunnen natuurlijk herstructurerings-ervaring hebben binnen andere delen van de fixed income markt. In dat geval beschikken ze in ieder geval over de ervaring om te weten wat ze moeten doen als een herstructurering dient te worden uitgevoerd.'

Meijer: 'Ik wil hier nog aan toevoegen dat het natuurlijk niet om een nieuwe asset class gaat, want banken doen het, als gezegd, al eeuwen. Wij hebben mensen van de grootbanken aangenomen.'

Downer: 'Herstructurerings zijn allemaal verschillend in de manier waarop zij moeten worden uitgevoerd. Daarbij zijn relaties van het grootste belang. Iedereen kan bij wijze van spreken zijn hand opsteken als er naar credit wordt gevraagd, maar je moet wel in staat zijn met behulp van je relaties je contacten te beperken.'

De Ruiter: 'Tets anders. Een verschuiving in de richting van meer private debt betekent meer kosten, want als je liquide markten verlaat en private markten betreedt, verhoogt dat de kosten. Er is nu veel meer aandacht voor de kosten dan vroeger, met name omdat er nu veel meer transparantie is. Dit heeft de druk op de kostenniveaus verhoogd. Dat is echter moeilijk te rijmen met een beweging richting private markets. De enige manier waarop ik dat kan verdedigen, is door een hoger rendement te halen.'



> **Rajesh Sukdeo** is sinds 2006 Fondsmanager bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance. Hij is verantwoordelijk voor de strategie, het portefeuillemangement en de inhoudelijke klantcontacten met zowel bestaande klanten als prospects van het Zakelijke Hypothekenfonds en het Particuliere Hypothekenfonds. Voor zijn aantreden bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance werkte Sukdeo als Fixed Income Sales bij OHV Capital Markets. Daarvoor werkte hij als Associate bij de fixed income desk van SNS Securities. In 2006 behaalde hij een Master of Science titel in Real Estate Finance aan de Universiteit van Amsterdam. Daarnaast heeft hij een Master of Science titel in Monetary Economics en in Finance.



> **Daniel Widijanto** is hoofd Investment Solutions, ESG en Manager Selection bij ASR Vermogensbeheer. In deze rol is hij onder andere betrokken geweest bij het ontwikkelen van alternative fixed income producten voor externe klanten. Widijanto werkte hiervoor bij BNG Vermogensbeheer, APG en NIBC. Daar heeft hij verschillende functies gehad, waaronder Directeur en Senior Portfolio Manager voor verschillende vastrentende categorieën.

Sukdeo: 'Pensioenfondsen moeten hun deelnemers uitleggen dat het relatief kostbaar is om te beleggen in illiquide activa als private debt, private equity, et cetera. Onder het motto: u betaalt misschien meer, maar krijgt er meer voor terug.'

Dupont: 'Er is een minimumprijs voor de aangeboden diensten vanwege de complexiteit van alternative fixed income en de minimale infrastructuur die nodig is om een service van hoge kwaliteit te bieden. Aan de andere kant oefenen klanten druk uit om de kosten te verlagen, ook omdat zij soms moeilijk kunnen waarnemen wat managers aan waarde toevoegen. Ik denk dat in onze sector een enorme consolidatiebeweging op gang zal komen. Ik betwijfel of een fondsbeheerder die minder dan één miljard aan activa onder beheer heeft op het gebied van infrastructuur debt, het vandaag de dag zal kunnen halen, gelet op het team en de expertise die nodig zijn om een hoogwaardige dienst te kunnen verlenen.'

Is ESG-integratie in alternative fixed income uitdagender dan in de traditionele vastrentende waarden?

Downer: 'Ik denk dat de asset class alternative fixed income zich juist beter leent voor ESG-integratie dan sommige meer liquide traditionele vastrentende waarden. Als wij een alternatieve lening maken voor infrastructuur, hypotheek en private debt, besteden we zeker drie tot zes maanden aan het gedetailleerd in kaart brengen van de onderneming waaraan we willen gaan lenen. Dat gaat gepaard met het onderzoeken van alle ESG-aspecten.'

Widijanto: 'In de meeste alternative fixed income-beleggingen kun je beter over de voorwaarden onderhandelen dan wanneer je bijvoorbeeld in een bedrijfsobligatie investeert. Je kunt specifieke voorwaarden aan de financiering uitonderhandelen. Bij private debt is dat logisch, maar ook bij bijvoorbeeld hypotheek kun je sommige voorwaarden uitonderhandelen, zoals een energielabel of minimale financiering die wordt aangewend voor verbetering van het energielabel van een huis.'

Sukdeo: 'Vanuit een hypotheekperspectief moet je een beetje buiten het kader van de traditionele ESG-beleidsmaatregelen

denken. De meeste waarde die je vanuit ESG-perspectief kunt toevoegen, betreft de E, het milieu. Hoe kunnen we consumenten stimuleren om te verduurzamen, wat leidt tot een lagere CO₂-footprint? Daarnaast kun je door tijdig ingrijpen voorkomen dat consumenten die moeite hebben met hun aflossing in grote financiële problemen geraken.'

Widijanto: 'Er is ook meer ruimte voor engagement. Omdat je bijvoorbeeld bij private debt een directe relatie hebt met de leningnemer, kun je altijd in gesprek gaan met het management.'

Meijer: 'Wij besteden ook veel aandacht aan ESG als wij SME-bedrijven een lening geven. Ons SME-fonds heeft daarnaast ook een duidelijke focus op impact investing. Hoe help je de maatschappij vooruit? Ik denk dat dit thema naast ESG steeds belangrijker wordt.'

Van den Bergh: 'Bij het verstrekken van leningen aan het MKB besteden we veel aandacht aan ESG. Dat betekent dat we de betreffende bedrijven systematisch vragen naar hun ESG-beleid. Hoe ziet bijvoorbeeld hun CO₂-footprint eruit? Door een bedrijf vragen te stellen over ESG-onderwerpen, geven wij aan dat we belang hechten aan ESG.'

Dupont: 'Onze sector, infrastructuur, is van nature innig verstrengd met ESG, alleen al omdat we investeren in activa die de gemeenschap ten goede komen. Vergeet ook niet dat dit illiquide langetermijnbeleggingen zijn. Het is daarom essentieel om rekening te houden met de impact op het milieu, de sociale impact en de governance die samenhangt met de regulering van de onderneming, omdat we alleen dan op duurzame wijze de vooropgestelde rendementen en doelen kunnen leveren.'

Hoe ziet de alternatieve vastrentende markt er in 2030 uit?

Sukdeo: 'Ik denk dat het meer mainstream wordt. Mijn verwachting is dat in 2030 alternative fixed income in principe traditioneel fixed income is.'

Meijer: 'Ik denk dat we het in 2030 niet meer over alternatieve

> **Frank Meijer, PhD**, werkt sinds 2005 bij Aegon Asset Management en is hoofd Alternative Fixed Income. Hij is een vaste gastdocent aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Meijer was voorheen verantwoordelijk voor de Quant groep en heeft de Structured Credit Desk opgezet. Voordat hij bij Aegon Asset Management begon, werkte hij op de afdeling Credit Risk Modelling & Product bij ABN AMRO. Meijer is cum laude afgestudeerd in de technische natuurkunde aan de Rijksuniversiteit Groningen en is gepromoveerd aan de Technische Universiteit Delft.



vastrentende waarden hebben, maar ‘gewoon’ over private debt in tegenstelling tot de publieke schuldmarkt. Ik ben er vrijwel zeker van dat er een grotere private debt markt in Europa zal zijn dan vandaag de dag, waarin een aantal asset managers een grote rol gaat spelen. Dat is in ieder geval onze ambitie.’

Dupont: ‘Om infrastructure debt goed te beheren, zijn zoveel middelen vereist, dat in mijn ogen enkel de topspelers een service van hoogwaardige kwaliteit kunnen leveren over de komende tien jaar. Verder is infrastructure debt vandaag de dag een asset class die alleen toegankelijk is voor institutionele beleggers met significante allocatie. Ik denk dat de distributie van dit product in de komende tien jaar veel geavanceerder wordt, door middel van wellicht open-end fondsen en structuren met een mix van liquiditeit en illiquiditeit. Op die manier zou de asset class voor elke belegger toegankelijk kunnen worden.’

Widijanto: ‘Ik denk dat de private debt markt zal groeien. Wat ik echt hoop, is dat kunstmatige intelligentie een game-changer gaat worden, in de zin dat complexere deals veel makkelijker kunnen worden gesloten omdat een groter, gediversificeerd universum, veel goedkoper en sneller geanalyseerd kan worden.’

Downer: ‘Alternative fixed income is erg aantrekkelijk voor de retailbelegger, dus is het te hopen dat, zoals gezegd, deze asset class toegankelijk wordt voor alle beleggers. Ik heb er geen probleem mee dat alternative fixed income illiquide is.’

Fintzen: ‘De asset class alternative fixed income zal groeien. Nu zitten we nog in de zogenoemde institutionele fase, dat wil zeggen dat institutionele beleggers de asset class ontwikkelen en stimuleren, maar ik denk dat retailbeleggers er in toenemende mate toe zullen overgaan hun bankdeposito’s, waar nauwelijks meer rendement op wordt gemaakt, (gedeeltelijk) op te geven en te gaan beleggen in alternative fixed income. Die markt wordt meer mainstream, ook geholpen door de kapitaalmarktunie. Verder zitten we in alternative fixed income bij wijze van spreken nog in de middeleeuwen als het gaat om custodians. Er is echt behoefte aan blockchain en ontwikkelingen die de markt efficiënter en goedkoper maken.’

Van den Bergh: ‘Technologie zal de markt van alternative fixed income in 2030 veel transparanter en toegankelijker maken, wat de kosten zal drukken en de asset categorie mainstream zal maken.’

CONCLUSIE

De markten van alternative fixed income bieden een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. Dat geldt voor zowel hypotheek als voor directe kredietverlening. Bij infrastructuur is de maatschappelijke impact van beleggen van belang. Uit studies blijkt dat portefeuilles efficiënter worden als de alternatieve beleggingen worden verhoogd tot 30, 40 procent. Omdat de Europese private debt markt minder ontwikkeld is dan de Amerikaanse, zijn er meer mogelijkheden. Direct lending leer je niet uit boeken, maar door ervaring: het sluiten van deals. Direct lending heeft in Europa nog geen echte cyclus

doorgemaakt, dus heb je managers nodig die weten wat ze moeten doen als een herstructurering dient te worden uitgevoerd. Wellicht leent alternative fixed income zich juist beter voor ESG-integratie dan sommige meer liquide traditionele vastrentende waarden. Alternative fixed income is erg aantrekkelijk voor de retailbelegger, dus is het te hopen dat deze asset class toegankelijk wordt voor alle beleggers. De verwachting is dat er in 2030 niet meer gesproken wordt over alternatieve vastrentende waarden, maar ‘gewoon’ over private debt in tegenstelling tot publieke schuld.