



VAN LANSCHOT  
KEMPEN

INVESTMENT MANAGEMENT

# Kwartaalupdate Alternatieve Beleggingen

Editie Q3 2023

Ons kwartaalinzicht in Alternatieve Beleggingen

# Inhoud

## Inleiding

## Alternative Credit

- I. Corporate Direct Lending
- II. Structured Credit
- III. Distressed Debt

## Real Assets

- I. Niet-beursgenoteerd vastgoed (aandelen)
- II. Niet-beursgenoteerde infrastructuur (aandelen)
- III. Landbouwgrond (aandelen)

## Private Equity

## Samenvatting visie

## Bijlage



# Inleiding

## Macro-economische vooruitzichten

Wij denken dat de economische groeivoorzichten negatief zijn. In reactie op de hoge inflatie hebben de centrale banken de rente agressief verhoogd en verkleinen ze hun balansen. Als gevolg van deze monetaire verkrapping is groei van geldhoeveelheden en bankkrediet tot stilstand gekomen of zelfs gedaald. Wij verwachten een milde recessie in de VS in de eerste helft van 2024, en in de eurozone in de tweede helft van 2023. De inflatie zal dalen, maar niet voldoende voor centrale banken om de rente binnenkort al te verlagen. We denken wel dat de piek in de beleidsrentes nabij of wellicht al bereikt is. Dit, in combinatie met inflatie die enigszins afzwakt, betekent dat ook tienjaarsobligatierentes dichtbij hun piek zijn.

## Onze visie (6 – 12 maands horizon)

In de huidige omgeving geven we binnen Alternative Credit de voorkeur aan beleggen in (mezzanine) Structured Credit (gestructureerd krediet) en Distressed Debt (schulden van noodlijdende bedrijven), terwijl we voorzichtig zijn op Corporate Direct Lending gegeven onze visie op de economische cyclus. Binnen Real Assets prefereren we de inflatie-afdekkende eigenschap van niet-beursgenoteerde Infrastructuur en Landbouwgrond, maar verwachten we dat niet-beursgenoteerd Vastgoed de komende periode hinder zal blijven ondervinden van neerwaartse waarderingsherzieningen. Verder zijn we vanwege de huidige macro-economische omgeving en relatief hoge waarderingen op dit moment voorzichtig op Private Equity (met name grote buy-out fondsen).



U kunt zich [hier](#) aanmelden voor de distributielijst.



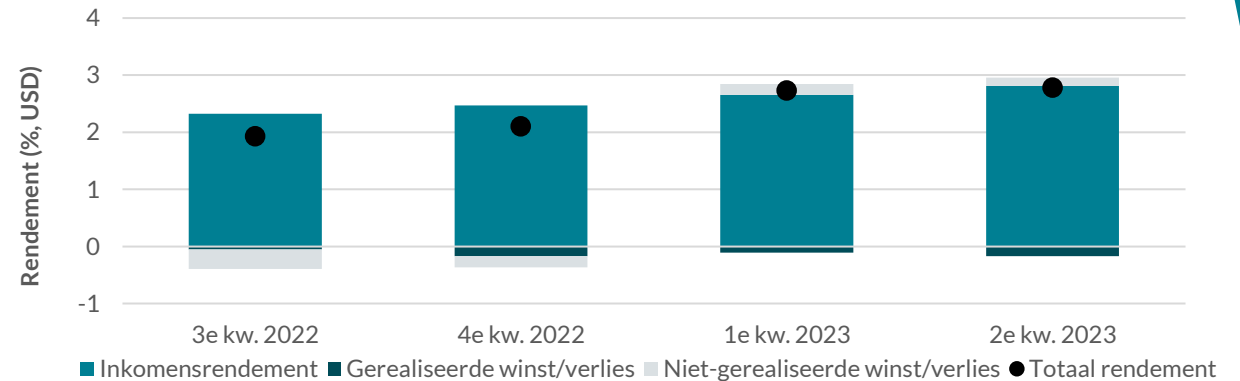
# Corporate Direct Lending

## Rendement Q2-'23: Stabiel positief rendement, gedreven door inkomen

Amerikaanse (senior) Corporate direct lending behaalde in het 2e kwartaal van 2023 een rendement van +2,8%. Net als in voorgaande kwartalen was dit voornamelijk toe te schrijven aan inkomen (+2,8%). De gerealiseerde verliezen waren -0,1%, wijzend op geringe kredietverliezen. Niet-gerealiseerde verliezen bedroegen +0,1% als gevolg van krappere risico-opslagen in de bredere obligatiemarkt.

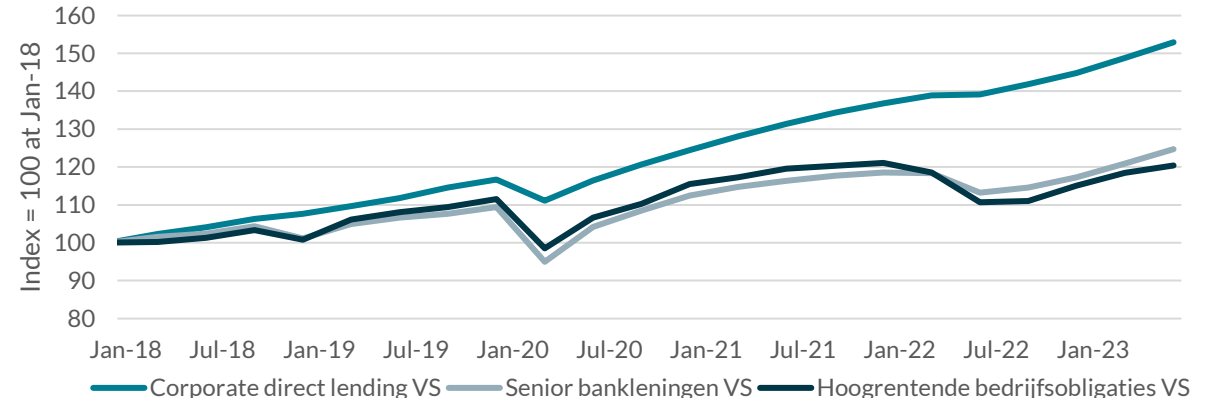
Relatief gezien presteerde Amerikaanse (senior) Corporate direct lending de afgelopen vijf jaar beter dan Amerikaanse hoogrentende bedrijfsobligaties en senior bankleningen. In het 2e kwartaal van 2023 presteerde de categorie (+2,8%) beter dan hoogrentende bedrijfsobligaties (+1,6%) en iets minder dan senior bankleningen (+3,1%) in de VS\*. Wij raden voor deze beleggingscategorie aan de prestaties te evalueren over een langere termijn, omdat herwaarderingen langzamer plaatsvinden dan bij publieke markten en instrumenten minder liquide zijn.

### 1. Rendement (senior) Corporate direct lending VS



Bron: Cliffwater, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 2. Relatief rendement ten opzichte van andere hoogrentende categorieën



Bron: Cliffwater, ICE BofA, Credit Suisse, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* Corporate Direct Lending: Cliffwater CDLI-S Index, US High Yield: ICE BofA US High Yield Master II Index (HOAO), US Leveraged loans: Credit Suisse Leveraged Loan index. Zie ook Bijlage.



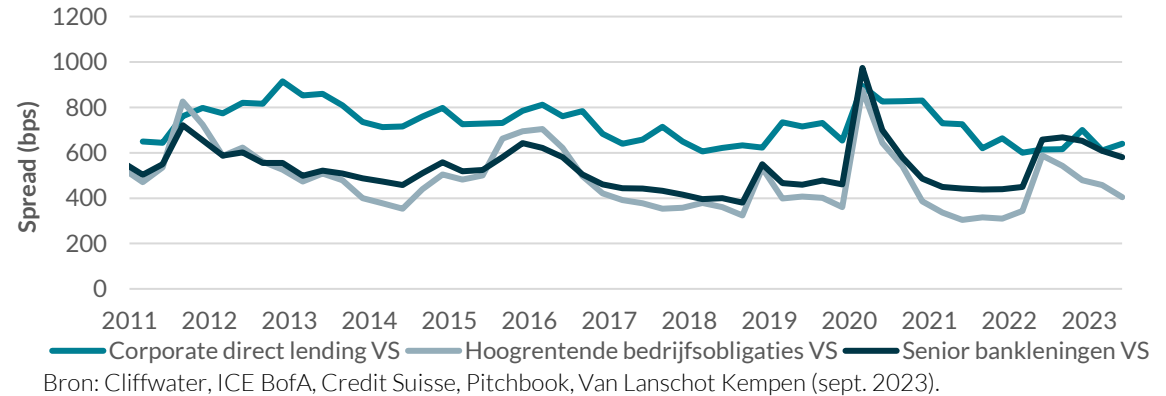
# Corporate Direct Lending

## Huidige situatie: Aantrekkelijke yield maar risico-opslag benedengemiddeld

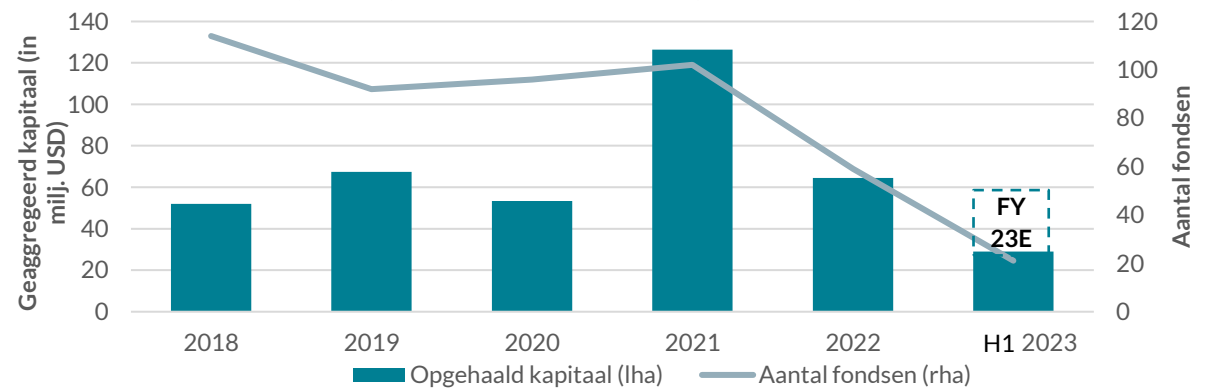
In het 2e kwartaal van 2023 bedroeg de risico-opslag op Amerikaanse (senior) Corporate direct lending 640 basispunten (bps.), terwijl risico-opslagen op Amerikaanse senior bankleningen en hoogrentende obligaties respectievelijk 581 bps. en 405 bps. bedroegen. De risico-opslag op Corporate direct lending ligt echter wel ruim onder haar historisch gemiddelde. Tegelijkertijd is de yield op beleggingscategorieën met een variabele rente door de sterke stijging in beleidsrentes toegenomen tot boven de 10% (voor Amerikaanse (senior) Corporate direct lending en senior bankleningen). Dit vormt een gunstig startpunt voor toekomstige rendementen.

Fondsenwerving voor deze categorie is vergeleken met 2021-2022 afgenomen, maar ligt nog altijd boven het niveau van vóór covid. Op de lange termijn wordt verwacht dat Corporate direct lending marktaandeel blijft winnen bij kredietverlening aan bedrijven doordat traditionele banken zich terugtrekken.

### 3. Risico-opslag (senior) Corporate direct lending VS is benedengemiddeld



### 4. Fondsenwerving is afgenomen, maar nog altijd hoger dan vóór covid



\* Corporate Direct Lending: Clifwater CDLI-S Index, US High Yield: ICE BofA US High Yield Master II Index (HOAO), US Leveraged loans: Credit Suisse Leveraged Loan index. Spread calculations: DL & LL premium over Libor-3M; HY OAS over TSY. Zie ook Bijlage.

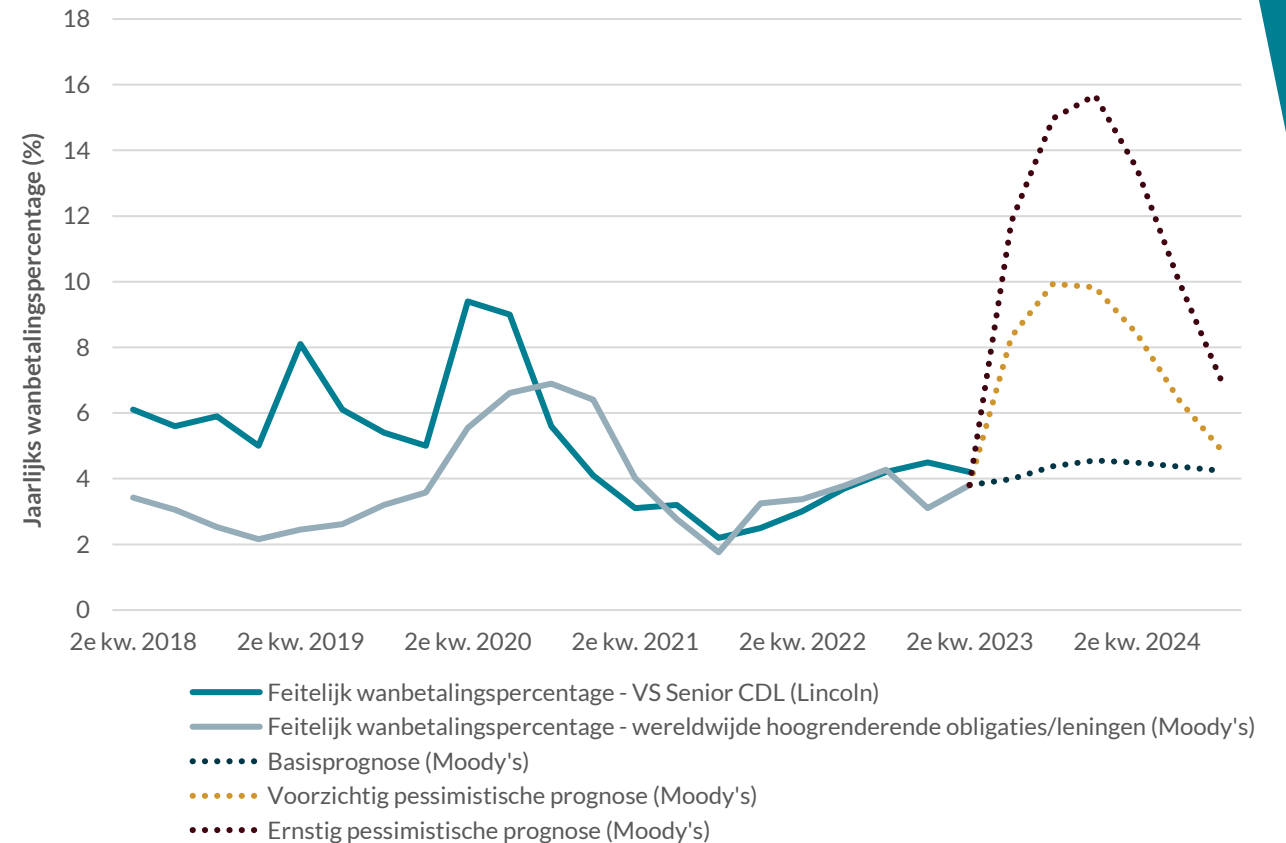
# Corporate Direct Lending

## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Conservatieve kredietverlening is het motto

De keerzijde van hogere yields is dat financiering met een variabele rente duurder is geworden voor leningnemers. In de afgelopen kwartalen is het aantal wanbetalingen van leningnemers met een speculatieve rating langzaam gestegen. Het feitelijke wanbetalingspercentage op Amerikaanse hoogrentende bedrijfsobligaties en leningen bedroeg in het 2e kwartaal 3,8% (bron: Moody's), terwijl dat op Amerikaanse (senior) Corporate direct loans 4,2% bedroeg (bron: Lincoln). Hoewel er slechts beperkte historie beschikbaar is over wanbetalingsverliezen voor deze beleggingscategorie, staan deze kredietverleners relatief dicht bij hun leningnemers waardoor ze stress eerder kunnen signaleren en betere bescherming kunnen bedingen, hetgeen zou moeten leiden tot relatief lagere kredietverliezen.

Aangezien we een groeivertraging verwachten, zijn conservatieve acceptatienormen en uitgebreide kennis van herstructureringen op dit moment essentieel. We handhaven een voorzichtige visie op deze beleggingscategorie.

### 5. Wanbetalingspercentage - feitelijk en prognoses



Bron: Moody's Investor Services, Lincoln, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* Corporate Direct Lending: Lincoln Senior Debt index, 12 maanden wereldwijde speculative-grade wanbetalingspercentage bedrijven (inclusief distressed exchanges) en prognoses.



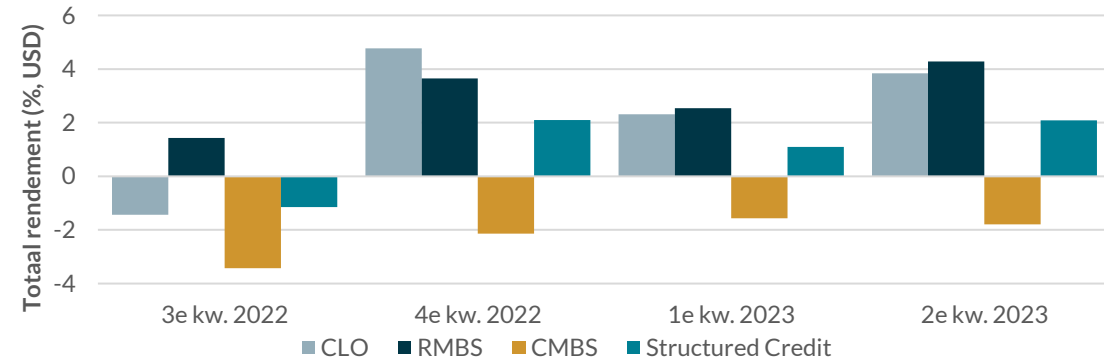
# Structured Credit

## Rendement Q2-'23: Positief, ondanks stress in commerciële vastgoedsector

Het rendement op Structured credit bedroeg in het 2e kwartaal van 2023 +2,1%. Amerikaanse non-agency RMBS (BB rating) presteerde het best (+4,3%), gevolgd door Amerikaanse CLO's (BBB rating, +3,8%), terwijl Amerikaanse CMBS opnieuw een zwak kwartaal had (BBB rating, -1,8%). Zwakte in CMBS is vooral het gevolg van herwaarderingen door stijgende rentes en aanhoudende stress in kwalitatief mindere kantoren als gevolg van cyclische en seculiere trends (bijv. verhoogde leegstand, herfinancieringsrisico). Dit gaat gepaard met nettoverlagingen van de kredietratings in CMBS. Hierbij dient in ogenschouw genomen te worden dat CMBS belegt in (grotendeels gediversifieerde pools van) commerciële vastgoedleningen.

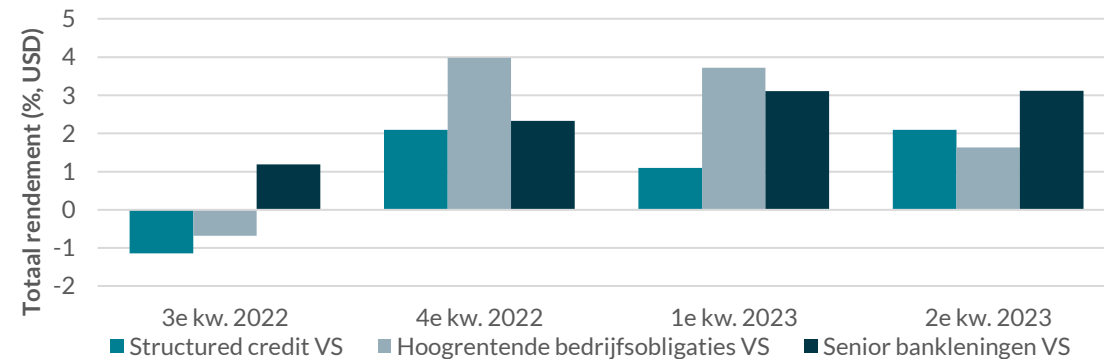
Relatief gezien presteerde Structured credit in het 2e kwartaal van 2023 beter dan Amerikaanse hoogrentende bedrijfsobligaties (+1,6%), maar minder goed dan Amerikaanse senior bankleningen (+3,1%)\*.

### 6. Rendement Structured Credit



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Credit Suisse, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 7. Relatief rendement ten opzichte van andere hoogrentende categorieën



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Credit Suisse, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* Structured Credit: focus on BBB rated, thus an equally weighted proxy of JP Morgan CLOIE BBB index (US BBB CLOs), ICE BofA US BBB CMBS index (CB40) and Citi US non-agency RMBS CRT M2 securities (US BB RMBS). US High Yield: ICE BofA US HY Constrained (0-5 Y)(BB-B) index (H4CD), US Leveraged loans: Credit Suisse Leveraged Loan index. See also Appendix.

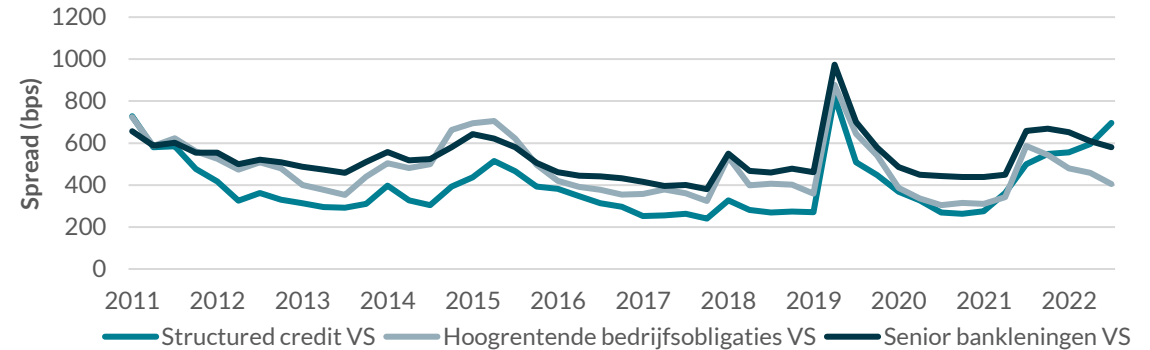
# Structured Credit

## Huidige situatie: Risico-opslag is relatief breed, gedreven door CMBS

Aan het einde van het 2e kwartaal bedroeg de risico-opslag op Structured credit 696 basispunten (bps.), terwijl die van Amerikaanse hoogrentende bedrijfsobligaties en senior bankleningen lager waren (respectievelijk 405 en 581 bps.). De risico-opslag op Structured credit liep de afgelopen kwartalen op, vooral door stress in CMBS. De risico-opslag op Structured credit ligt ruim boven haar historisch gemiddelde. Ondertussen zijn de risico-opslagen op beide andere categorieën de afgelopen kwartalen ingekomen.

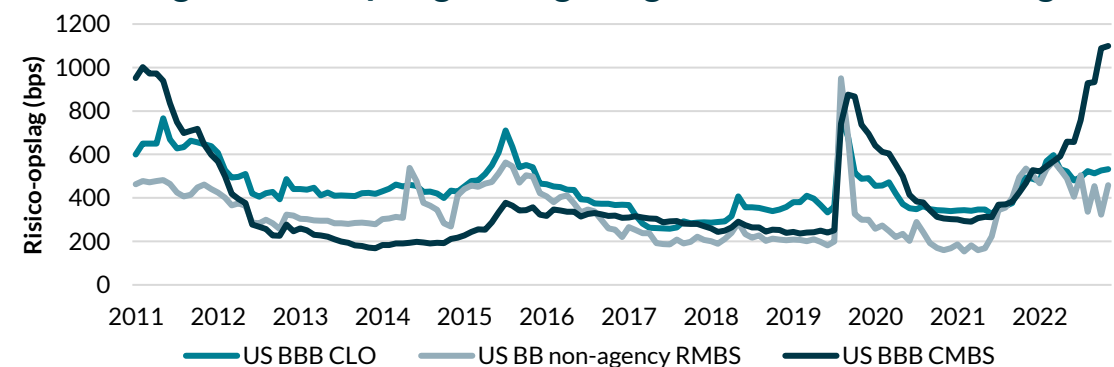
De risico-opslag op Amerikaanse CLOs met BBB rating bleef in het 2e kwartaal van 2023 onveranderd, terwijl de risico-opslag op Amerikaanse non-agency RMBS met BB rating met 122 basispunten toenam tot 458 basispunten. De risico-opslag op Amerikaanse CMBS met BBB rating nam met 171 basispunten toe tot 1099 basispunten (inclusief de variabele rente staat dit gelijk aan een yield van 15%).

### 8. Risico-opslag Structured credit is opgelopen naar bovengemiddeld



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Credit Suisse, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 9. Verhoogde risico-opslagen als gevolg van stress in CMBS-segment



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Credit Suisse, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* Structured Credit: gelijk-gewogen proxy of JP Morgan CLOIE BBB index (US BBB CLOs), ICE BofA US BBB CMBS index (CB40) and Citi US non-agency RMBS CRT M2 securities (US BB RMBS). US High Yield: ICE BofA US HY Constrained (0-5 Y)(BB-B) index (H4CD), US Leveraged loans: Credit Suisse Leveraged Loan<sup>8</sup> index. Zie ook Bijlage.



# Structured Credit

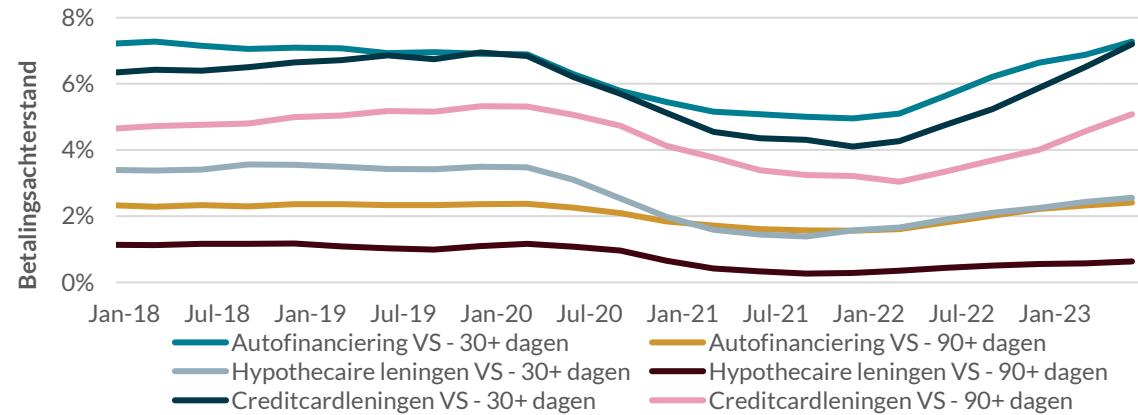
## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Risico-opslag compenseert voor positie cyclus

Structured credit profiteert van gediversifieerde blootstelling aan consumenten en bedrijven, structurele bescherming via de kapitaalstructuur en veelal goed gediversifieerd onderpand.

Nu de economie afzwakt, is de kredietperformance in alle sectoren geleidelijk verslechterd tot pre-covid niveaus. Het aantal wanbetalingen voor ABS en RMBS is gestegen, met name voor de minst kredietwaardige debiteuren en de meest recent afgesloten leningen. Binnen CMBS is het moeilijker om leningen voor kwalitatief mindere kantoren, die het eind van hun looptijd naderen, te herfinancieren. Bij CLO's zijn wanbetalingen en ratingverlagingen nog relatief laag, maar deze zullen naar verwachting stijgen.

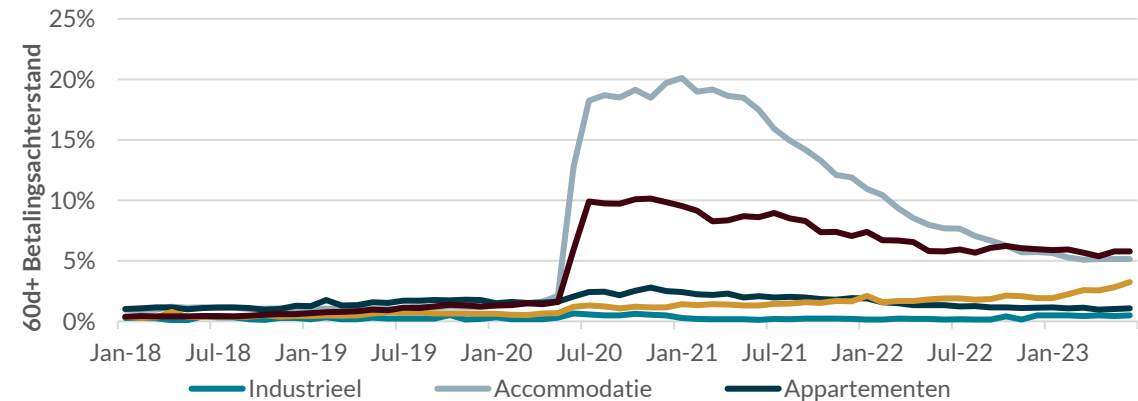
Wij vinden dat risico-opslagen voldoende compenseren voor de verwachte geleidelijke verslechtering van de kredietprestaties in de verschillende sectoren. We zijn dan ook gematigd positief over deze beleggingscategorie.

### 10. ABS & RMBS: 90+ dagen betalingsachterstand nog altijd beperkt



Bron: US NY Fed, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 11. CMBS: 60+ dagen betalingsachterstand stijgt



Bron: JP Morgan, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).



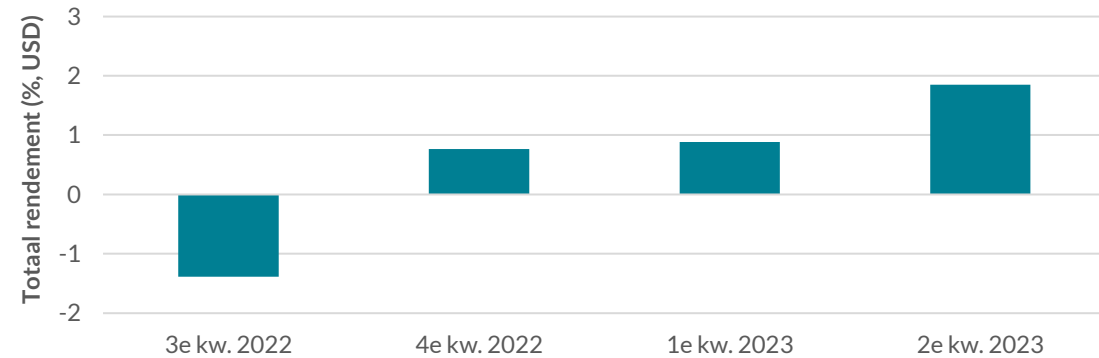
# Distressed Debt

## Rendement Q2-'23: Sterk positief rendement, net als High yield obligaties

Distressed Debt behaalde in het 2e kwartaal van 2023 een rendement van +1,9%. Relatief gezien presteerde Distressed Debt in het 2e kwartaal van 2023 beter dan Amerikaanse hoogrentende bedrijfsobligaties (+1,6%), maar minder dan Amerikaanse senior bankleningen (+3,1%)\*.

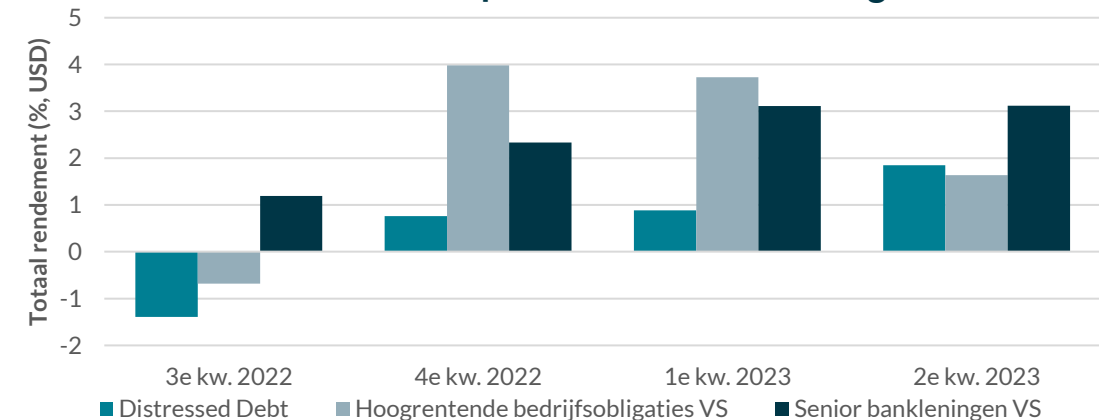
Nu de kapitaalkosten de afgelopen 18 maanden zijn verdubbeld en naar verwachting in de nabije toekomst hoog zullen blijven, staan veel bedrijven met een hoge schuldenlast voor de uitdaging om hun balansen, die zijn samengesteld tijdens periodes van een nultarief op de rente, te herstructureren. Het wekt dan ook geen verbazing dat het aantal wanbetalingen in het 2e kwartaal van 2023 geleidelijk verder is gestegen.

### 12. Rendement Distressed Debt



Bron: HFR, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 13. Relatief rendement ten opzichte van andere hoogrentende categorieën



Bron: HFR, ICE BofA, Credit Suisse, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* Distressed Debt: HFRI Event Driven: Distressed/Restructuring Index, US High Yield: ICE BofA US High Yield Master II Index (HOOA), US Leveraged loans: Credit Suisse Leveraged Loan index. Zie ook Bijlage.



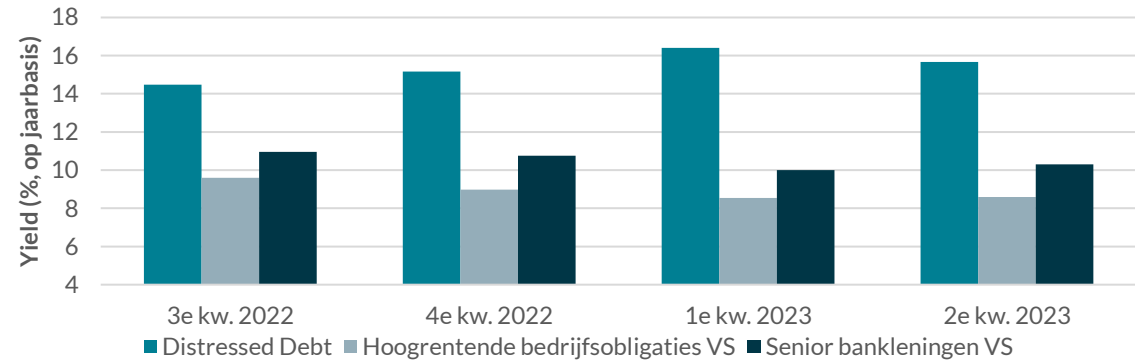
# Distressed Debt

## Huidige situatie: Yield iets gedaald vanaf hoogtepunt, evenals distress ratio

Aan het einde van het 2e kwartaal is de yield op het Distressed Debt universum licht gedaald tot 15,7%, terwijl de yield op Amerikaanse hoogrentende obligaties en senior bankleningen steeg naar respectievelijk 8,6% en 10,3%\*. De yield op Distressed Debt is hoger vanwege het relatief hogere krediet- en illiquiditeitsrisico.

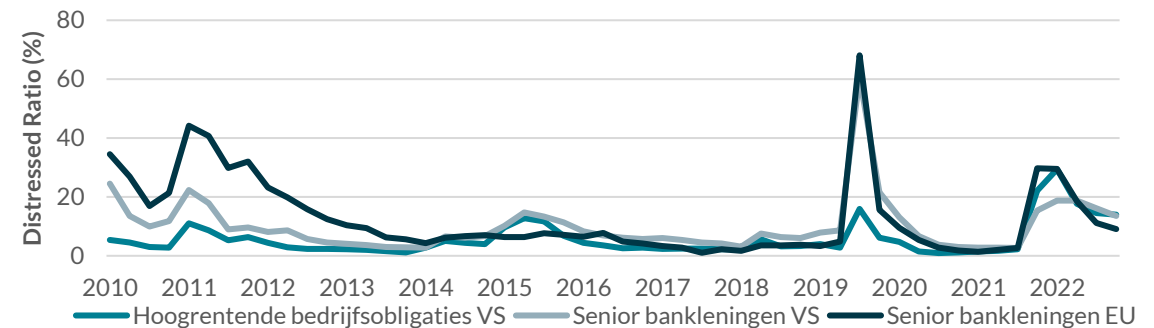
De Distress ratio, historisch gezien een goede indicator gebleken voor toekomstige wanbetalingen, is in 2022 aanzienlijk gestegen, maar de afgelopen kwartalen weer afgenomen richting 14,0% voor Amerikaanse hoogrentende obligaties, 13,5% voor Amerikaanse senior bankleningen en 9,1% voor Europese senior bankleningen. Dit is echter nog steeds hoog ten opzichte van het langetermijn historisch gemiddelde.

### 14. Yield ontwikkeling van het Distressed Debt universum



Bron: ICE BofA, Credit Suisse, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 15. Distress ratio is de afgelopen kwartalen afgenomen



Bron: ICE BofA, Credit Suisse, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* Distressed Debt universum en Distress Ratio: maaktwaarde gewogen proxy gebaseerd op (percentage) HY obligaties in ICE BofA Global High Yield index (HW00) die handelen onder een prijs van 80, US Leveraged loans in de Credit Suisse Leveraged Loan index die handelen onder prijs van 90, en European Leveraged loans in de Credit Suisse Western- European Leveraged Loan index die handelen onder prijs van 90. Alle cijfers inclusief 11 distressed exchanges.



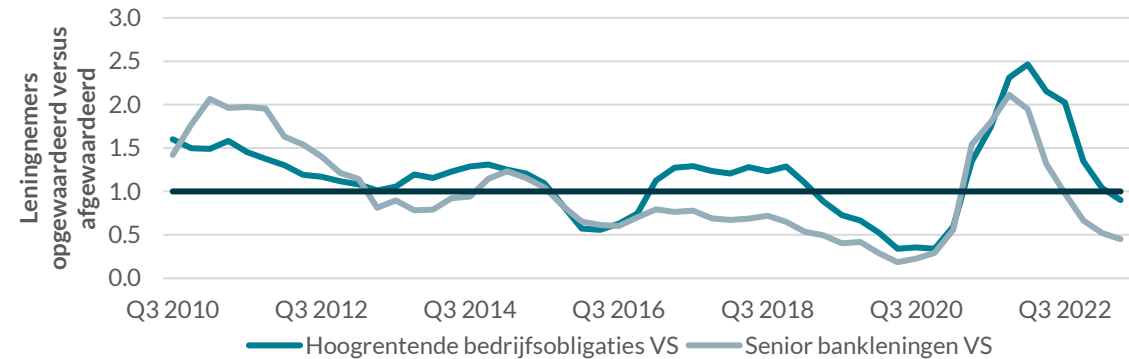
# Distressed Debt

## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Een wanbetalingscyclus is in opbouw

Omdat de rente hoog blijft, komen bedrijven die veel gebruikmaken van (variabele rente) financiering onder druk te staan. Nu het moeilijker is herfinanciering te verkrijgen, omdat banken hun leennormen hebben aangescherpt, kan dit leiden tot verhoogd wanbetalingsrisico.

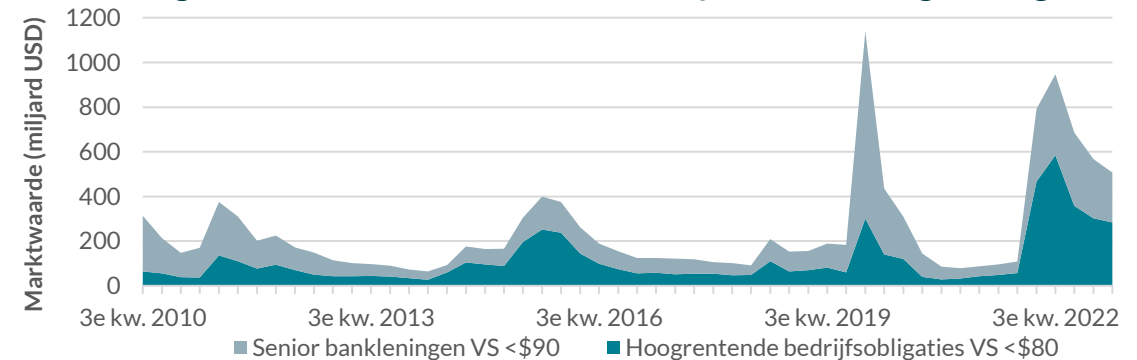
De omvang van het Distressed debt universum is nog altijd aanzienlijk, met ongeveer \$500 miljard aan hoogrentende obligaties en senior bankleningen die respectievelijk onder \$80 en \$90 handelen. De Amerikaanse en Europese markten voor senior bankleningen krijgen te maken met meer dan \$500 miljard aan obligaties die uiterlijk 2025 aflopen. Omdat bedrijven deze normaliter ten minste 18 tot 24 maanden voor de vervaldatum herfinancieren, verwachten we een toename van herfinancieringen en wanbetalingen, hetgeen goede mogelijkheden biedt voor Distressed Debt. Omdat we een verdere vertraging van de groei verwachten en een aanzienlijk universum zien, zijn we gematigd positief over deze beleggingscategorie.

### 16. Upgrade-to-downgrade ratio daalt verder in het 2e kwartaal



Bron: ICE BofA, Credit Suisse, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 17. Omvang Distressed Debt universum blijft historisch gezien groot



Bron: ICE BofA, Credit Suisse, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* Distressed Debt universum en Distress Ratio: maaktwaarde gewogen proxy gebaseerd op (percentage) HY obligaties in ICE BofA Global High Yield index (HW00) die handelen onder een prijs van 80, US Leveraged loans in de Credit Suisse Leveraged Loan index die handelen onder prijs van 90, en European Leveraged loans in de Credit Suisse Western- European Leveraged Loan index die handelen onder prijs van 90. Alle cijfers inclusief distressed exchanges.

# Niet-beursgenoteerd Vastgoed

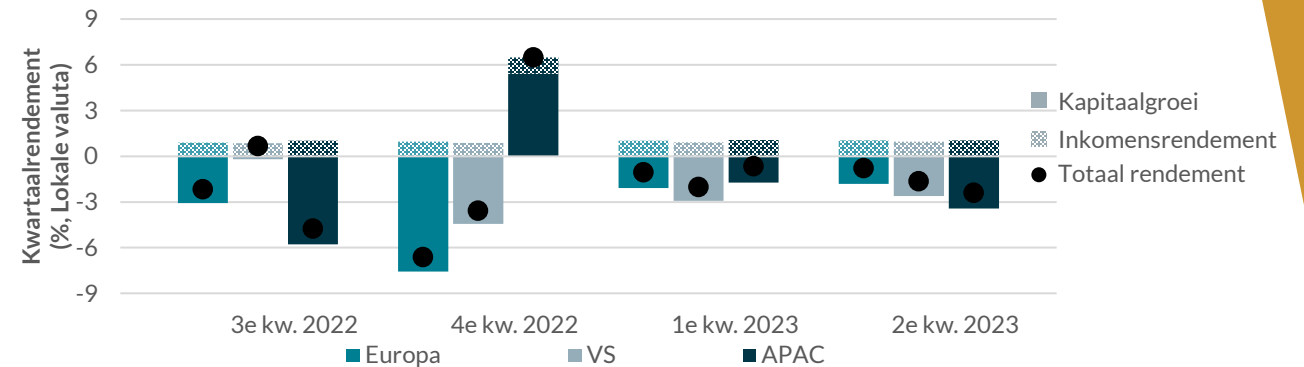
## Rendement Q2-'23: Negatieve rendementen in alle regio's

In het 2e kwartaal van 2023 behaalde Amerikaanse Private Real Estate een rendement van -1,6%, terwijl Europa een rendement liet zien van -0,8% en Azië-Pacific van -3,4%. Rendement voor Azië-Pacific wordt overigens uitgedrukt in USD - hoewel valutaschommelingen in het kwartaal een minimale impact hadden op het totale rendement, denken wij dat het rendement in lokale valuta licht positief is geweest.

De best presterende sector in Europa was Retail (+0,4%), en slechtst presterende was Kantoren (-2,4%). In de VS was de best presterende sector Industrie (0,0%), terwijl ook daar Kantoren de slechtst presterende sector was (-6,1%).

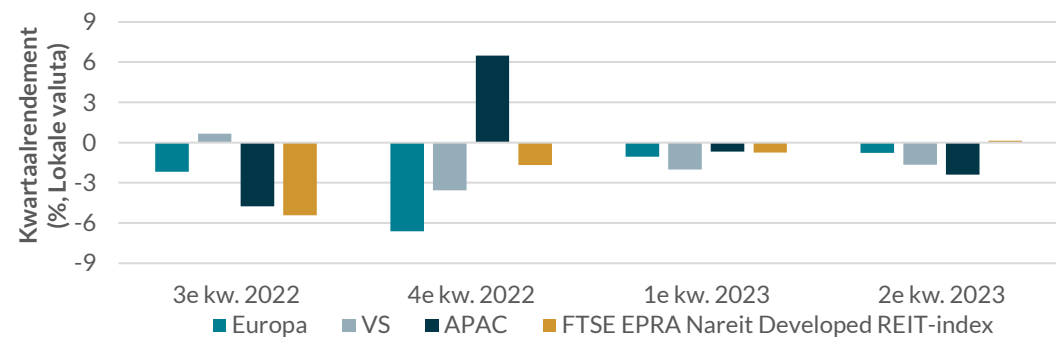
Relatief gezien bleef niet-beursgenoteerd Vastgoed in het 2e kwartaal achter bij beursgenoteerd vastgoed (+0,1%). Beide categorieën presteerden daarmee aanzienlijk slechter dan brede aandelenmarkten (bijvoorbeeld MSCI World, 2e kw.: +6,8%).

### 18. Rendement niet-beursgenoteerd Vastgoed



Bron: MSCI, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 19. Relatief rendement ten opzichte van beursgenoteerd Vastgoed



Bron: MSCI, FTSE EPRA, Factset, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* US Private Real Estate: MSCI U.S. Quarterly Property (Unfrozen) index, European Private Real Estate: MSCI Europe Quarterly Property (Unfrozen) Index, APAC Private Real Estate: MSCI Global PFI Pacific Funds Quarterly Property (Unfrozen) Index, Global Listed Real Estate: FTSE EPRA NAREIT Developed index. 13  
Zie ook Bijlage.



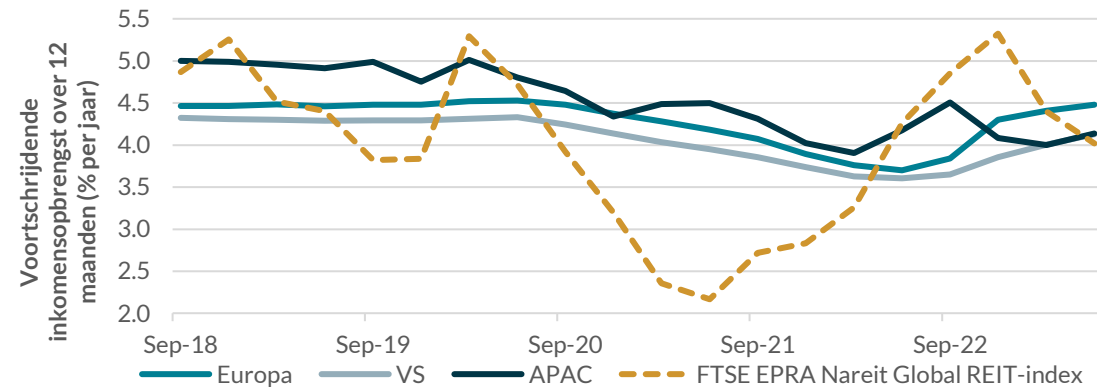
# Niet-beursgenoteerd Vastgoed

## Huidige situatie: Druk op prijzen en transactievolumes houdt aan

De stijgende rente zorgt voor aanhoudende neerwaartse druk op de kapitaalwaarden en transactievolumes. De daling van de kapitaalwaarden heeft geleid tot een stijging van de yields op niet-beursgenoteerd Vastgoed. De yield op niet-beursgenoteerd Amerikaans en Europees vastgoed steeg naar respectievelijk 4,1% en 4,5%, terwijl de yield in Azië-Pacific steeg naar 4,1%. Ter vergelijking: de voortschrijdende yield op beursgenoteerd vastgoed (4,0%) is recentelijk gedaald. Hoewel yields in beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed nu vergelijkbaar zijn, is goed te zien dat de volatiliteit in beursgenoteerd vastgoed aanzienlijk hoger is geweest: beursgenoteerd is sinds de piek in december 2021 met 20% gedaald, terwijl niet-beursgenoteerd tot dusver slechts met 5% gedaald is.

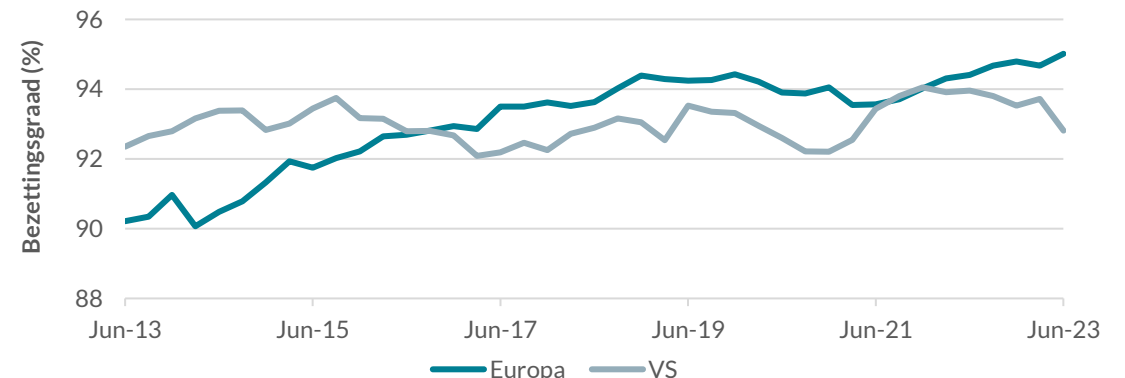
De kerncijfers blijven positief, met een bezettingsgraad in Europa op historisch hoog niveau en gestaag stijgende markthuurwaarden.

### 20. Yield ontwikkeling



Bron: MSCI, FTSE EPRA, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 21. Bezettingsgraad



Bron: MSCI, FTSE EPRA, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).



# Niet-beursgenoteerd Vastgoed

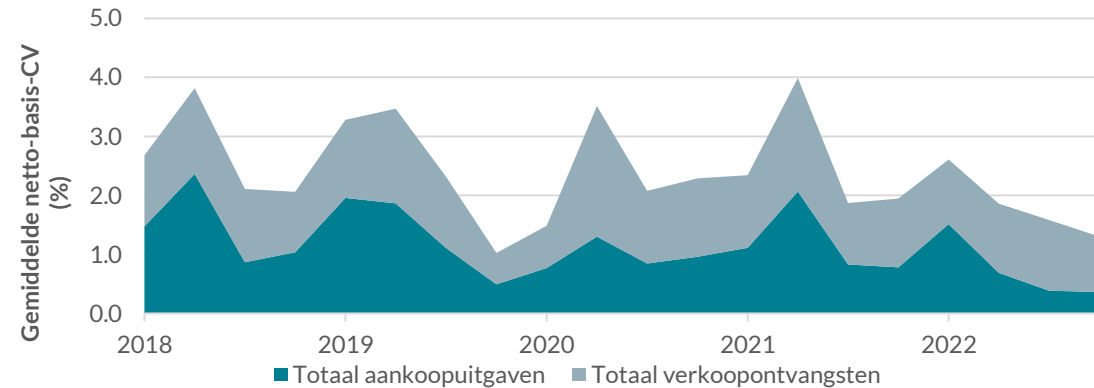
## Vooruitzichten (6-12 mnd.): We verwachten verdere herwaarderingen

De transactieactiviteit blijft laag en daalt zelfs verder in reactie op de stijgende financieringskosten. We verwachten dat de transactieactiviteit op secundaire markten als eerste weer zal aantrekken, namelijk zodra verkopers bereid zijn om met lagere waarderingen kopers over de streep te trekken. In de logistieke sector zien we al enkele voorzichtige tekenen hiervan. De ontwikkelingsactiviteit is ook gedaald nu de hogere financieringskosten op de winstgevendheid drukken.

De vooruitzichten voor de woonsector blijven relatief positief, grotendeels als gevolg van onevenwichtigheid tussen vraag en aanbod. Het streven naar eenvoudigere toeleveringsketens en 'nearshoring' zal de industriële en logistieke sectoren helpen. Daarnaast zal de groei van e-commerce ook de industriële sector ten goede komen, hoewel deze factor risico's inhoudt voor de retail sector. De kantorensector blijft als gevolg van thuiswerken en hoge investeringen om de duurzaamheid van oudere gebouwen te verbeteren, het meest kwetsbaar.

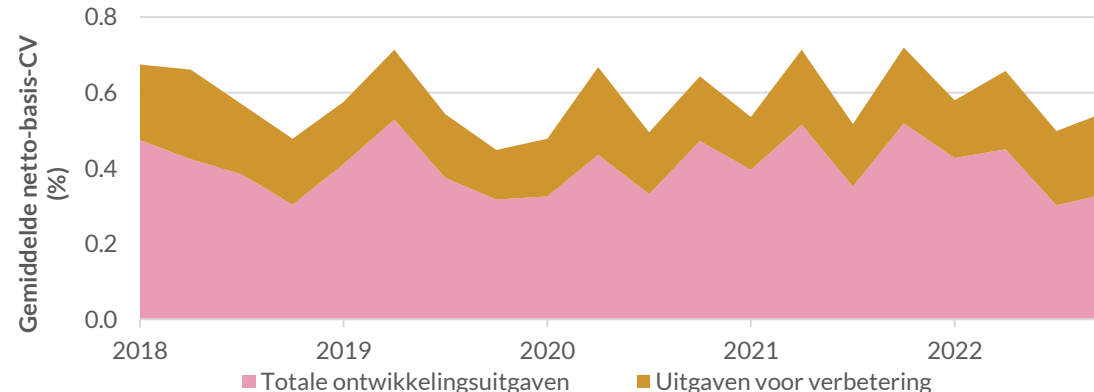
Aangezien we een verdere groeivertraging en aanhoudende druk op waarderingen verwachten, blijven we voorzichtig.

### 22. Wereldwijde aan- en verkoop van niet-beursgenoteerd Vastgoed



Bron: MSCI, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 23. Wereldwijde ontwikkeling en verbetering van niet-beursgenoteerd Vastgoed



Bron: MSCI, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).



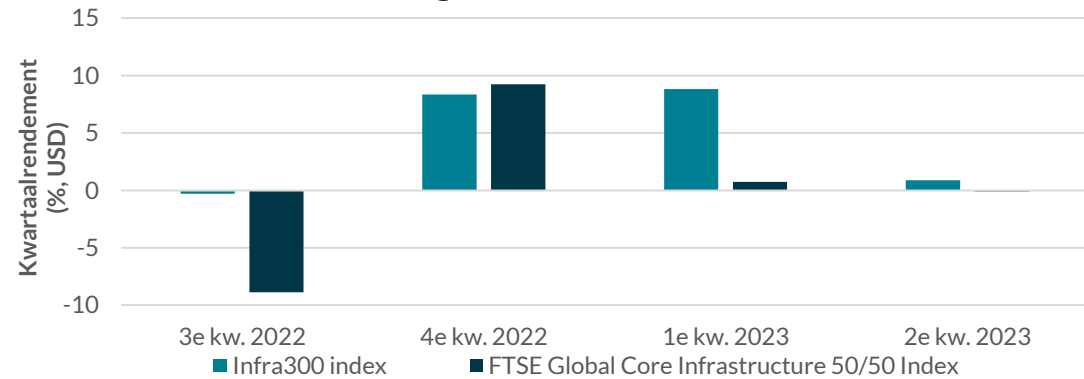
# Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

## Rendement Q2-'23: Rendementen zwakken wat af in het 2<sup>e</sup> kwartaal

Het rendement op wereldwijde niet-beursgenoteerde Infrastructuur bedroeg in het 2e kwartaal van 2023 +0,9%, tegen -0,1% voor wereldwijde beursgenoteerde Infrastructuur. Dalende risicopremies op aandelen en hogere winsten (dankzij de mogelijkheid om inflatie door te berekenen) hielpen de negatieve impact van de stijgende rente op de waarde van de activa meer dan te compenseren. Op sectorniveau leverden gereguleerde activa en de sector hernieuwbare energie de grootste bijdrage aan het resultaat van niet-beursgenoteerde Infrastructuur.

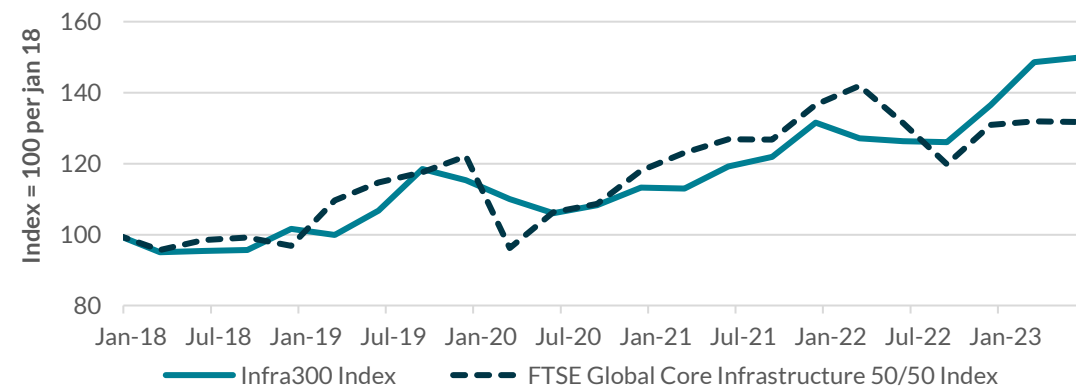
Relatief gezien heeft niet-beursgenoteerde Infrastructuur de afgelopen vijf jaar beter gepresteerd dan beursgenoteerde infrastructuur. Wij adviseren voor deze beleggingscategorie de prestaties op de lange termijn te beoordelen, omdat herwaarderingen langzamer plaatsvinden dan bij publieke markten en niet-beursgenoteerde instrumenten minder liquide zijn.

### 24. Rendement niet-beursgenoteerde Infrastructuur



Bron: EDHEC, FTSE, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 25. Relatief rendement ten opzichte van beursgenoteerde Infrastructuur



Bron: EDHEC, FTSE, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* Global Private Infrastructure (equity): EDHEC Infra300 index, Global Listed Infrastructure (equity): 16 FTSE Global Core Infrastructure 50/50 index. Zie ook Bijlage.





# Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

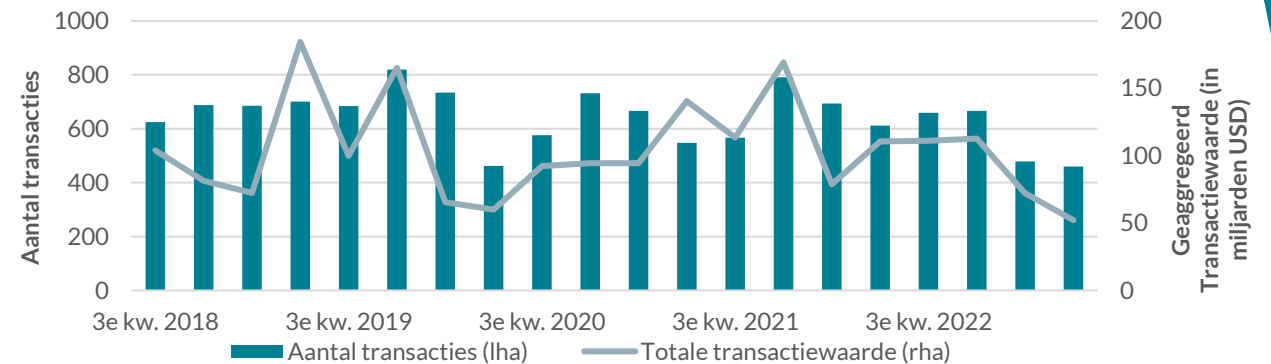
## Huidige situatie: Verminderde transactieactiviteit en fondsenwerving

Na een recordniveau in 2022 trad er in de eerste helft van 2023 een aanzienlijke vertraging op in de fondsenwerving. Investeerders zijn voorzichtig bij het verhogen van hun allocaties aan illiquide activa, omdat ze vanwege de grotere marktonzekerheid het risico van een te grote blootstelling aan private markten willen beperken. De vooruitzichten voor fondsenwerving blijven echter positief.

Het eerste halfjaar van 2023 bracht tevens een daling in de transactieactiviteit, evenals een daling in de gemiddelde omvang per transactie.

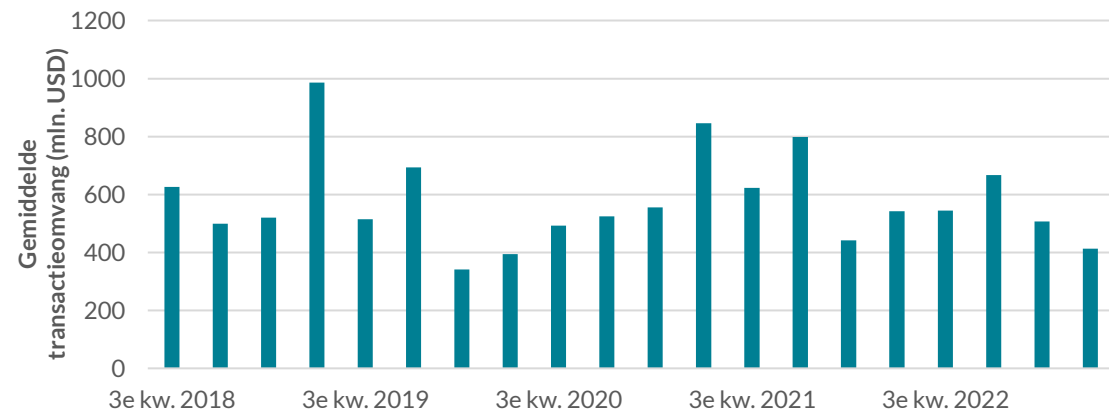
Net als bij niet-beursgenoteerd Vastgoed verwachten we dat de transactieactiviteit op de secundaire niet-beursgenoteerde infrastructuurmarkt eerst zal aantrekken, wanneer verkopers bereid en/of gedwongen zijn om tegen lagere waarderingen te handelen om kopers te enthousiasmeren.

### 26. Aantal niet-beursgenoteerde infrastructuurtransacties neemt af



Bron: Preqin, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 27. Gemiddelde omvang per transactie is de afgelopen kwartalen gedaald



Bron: Preqin, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

# Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

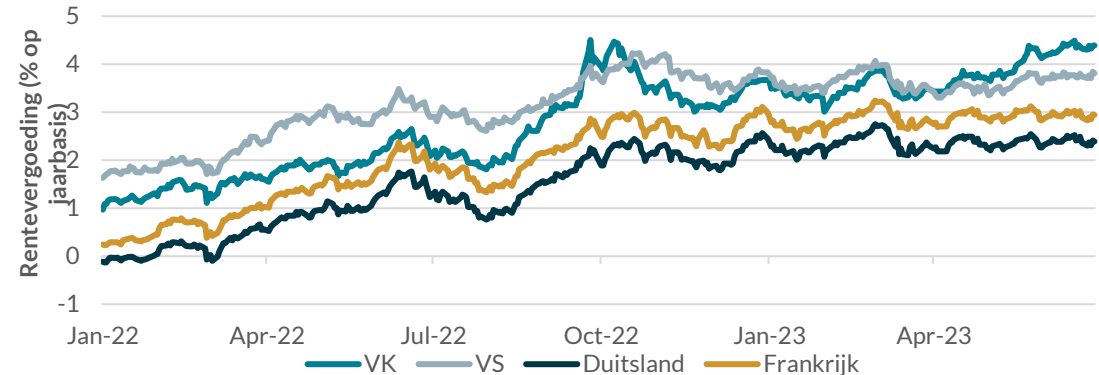
## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Infrastructuur blijft veerkrachtig

Door de hoge rente staat de waarde van activa onder druk en blijven de financieringskosten van infrastructuur hoog. Aan de positieve kant zijn grondstoffenprijzen (energie en industriële metalen) na hun piek in mei 2022 geleidelijk verder gedaald als gevolg van een zwakkere wereldwijde groei. Dit had over het algemeen een positief effect op inputkosten voor infrastructuur. Sinds deze zomer zijn olieprijsen wel weer gestegen, terwijl prijzen van industriële metalen stabiel zijn gebleven.

De energietransitie blijft sectoren als elektriciteit, nutsvoorzieningen en hernieuwbare energie ondersteunen. Er wordt weer meer gereisd, maar een drang om de uitstoot te verminderen en een grotere focus op ESG zorgen voor tegenwind voor delen van de transportsector die veel CO2 uitstoten. De groeiende populariteit van e-commerce stimuleert de vraag naar meer digitale infrastructuur in de telecomsector.

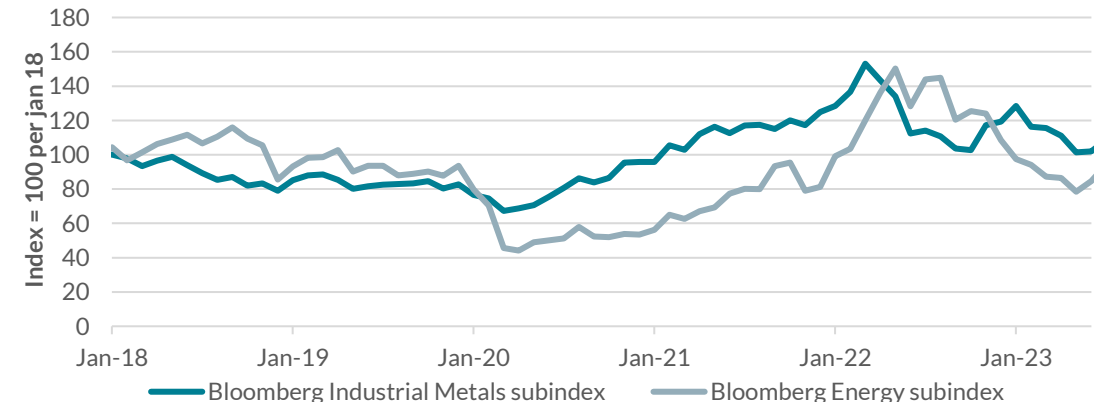
Aangezien deze categorie inflatie-afdekkende karakteristieken heeft, evenals lagere gevoeligheid voor economische cycli en positieve langere-termijn trends, zijn wij gematigd positief.

### 28. Door hogere rentes blijft waarde van activa onder druk staan



Bron: Factset, Van Lanschot Kempen (sept. 2023). Betreft 10-jaars rentevergoeding op staatsobligaties.

### 29. Grondstofprijzen zijn genormaliseerd, hetgeen leidt tot lagere inputkosten



Bron: Factset, Capital Economics, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).



# Landbouwgrond

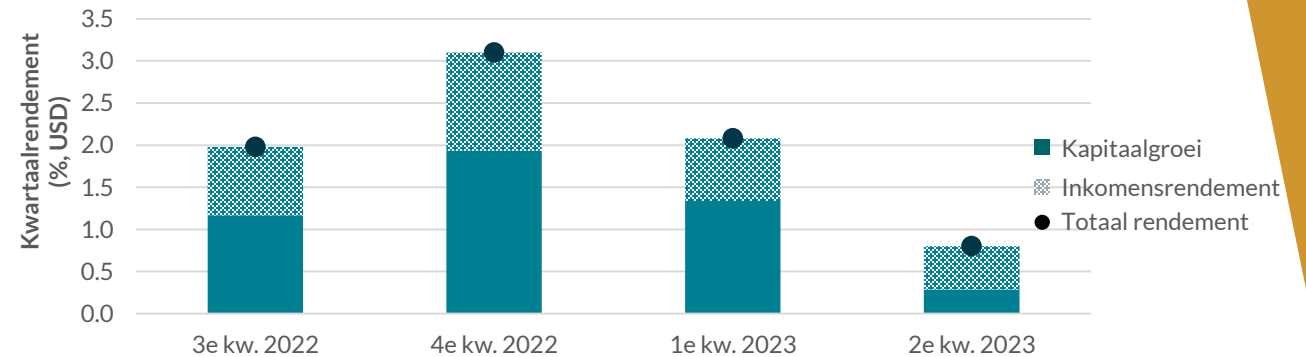
## Rendement Q2-'23: Rendement blijft licht positief

Landbouwgrond behaalde in het 2e kwartaal van 2023 een rendement van +0,8%\*. De afvlakking van het rendement in het 2e kwartaal van 2023 was grotendeels toe te schrijven aan de daling van de prijs van rijgewassen (maïs, sojabonen).

De gestegen rente vormt een minder groot probleem voor deze beleggingscategorie, aangezien boeren gewoonlijk een relatief lage schuldfinanciering aanhouden en de impact van de rente derhalve beperkt is.

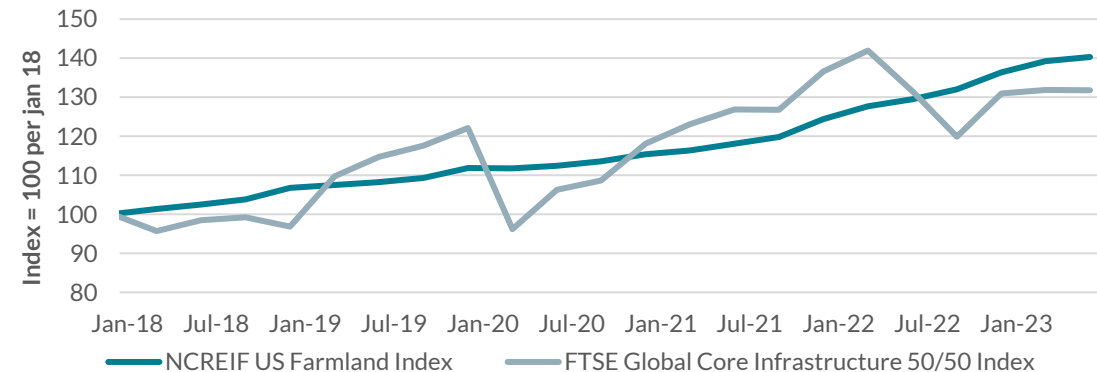
Relatief gezien presteerde Landbouwgrond de afgelopen vijf jaar beter dan een vergelijkbare beursgenoteerde categorie zoals beursgenoteerde Infrastructuur. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat beleggingen in infrastructuur vaak een grotere hefboom hanteren, hetgeen het totale rendement beïnvloedt. Gezien de beperkte liquiditeit en trage herwaarderingen van deze beleggingscategorie adviseren wij de prestaties op lange termijn te beoordelen.

### 30. Rendement Landbouwgrond



Bron: NCREIF, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 31. Relatief rendement ten opzichte van beursgenoteerde Infrastructuur



Bron: NCREIF, FTSE, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* US Private Farmland (equity): NCREIF Farmland Property index. Omdat geen beursgenoteerde US Farmland index bestaat, wordt hier vergeleken met wereldwijde Listed Infrastructure als proxy. Zie ook Bijlage.



# Landbouwgrond

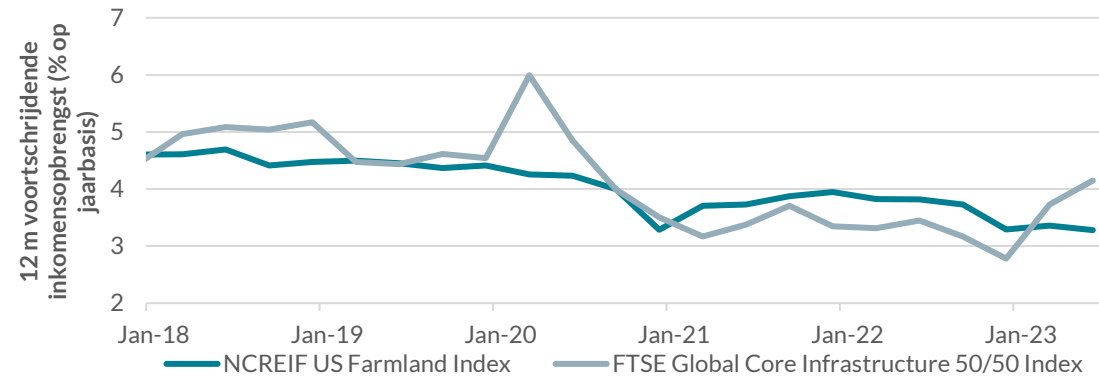
## Huidige situatie: Yields liggen historisch laag, maar blijven stabiel

Voedselprijzen zijn in de eerste helft van 2023 aanzienlijk gedaald, met name de maïs- en tarweprijzen. Deze prijsdaling drukte de inkomsten van boeren.

We verwachten dat de voedselprijzen op korte tot middellange termijn verder zouden kunnen dalen, omdat overheden zich realiseren dat voedsel essentieel is voor binnenlandse politieke stabiliteit (zie bijv. de graanleveringen uit Oekraïne). Daarom werken diverse overheden eraan om het voedselaanbod te vergroten en om op termijn meer zelfvoorzienend te worden. Op de langere termijn vereist een groeiende wereldbevolking een sterke toename in de wereldwijde voedselproductie.

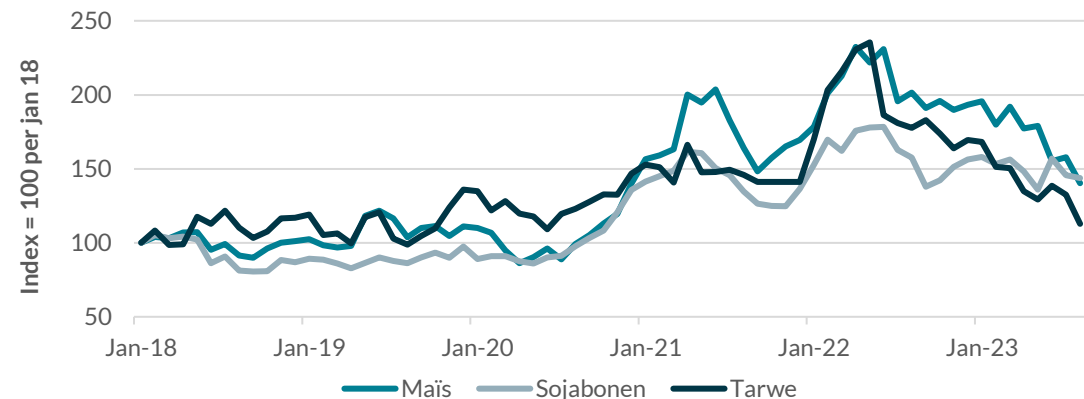
Het inkomensrendement op Landbouwgrond is de afgelopen jaren gedaald als gevolg van de aanzienlijke stijging van de marktwaarde van Landbouwgrond. De yield ligt daarmee momenteel lager dan de yield op beursgenoteerde Infrastructuur.

### 32. Yield ontwikkeling



Bron: NCREIF, FTSE, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 33. Prijzen van landbouwgewassen



Bron: Factset, Capital Economics, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).



# Landbouwgrond

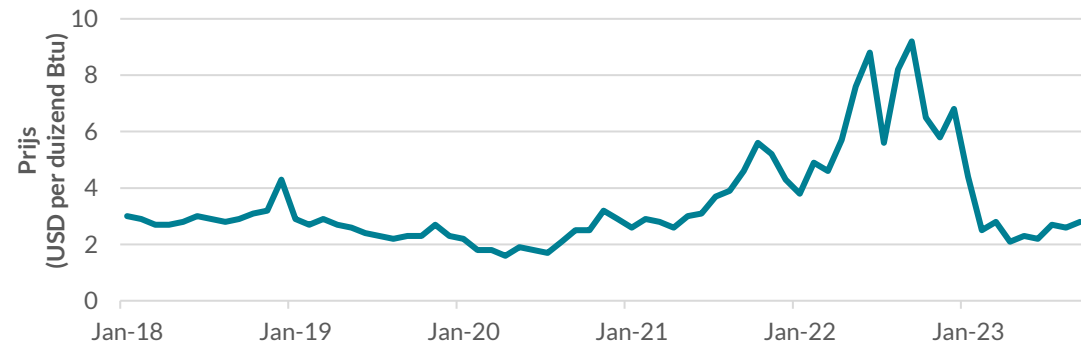
## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Landbouwgrond blijft veerkrachtig

Terwijl de relatief lage hefboomwerking bij investeringen in Landbouwgrond helpt om deze investeringen te beschermen tegen stijgende rentes, zijn financieringskosten voor toekomstige investeringen wel flink opgelopen.

Aardgasprijzen waren vorig jaar sterk gestegen door de oorlog tussen Rusland en Oekraïne, maar zijn sindsdien flink gedaald. Aardgas is een belangrijke factor bij de productie van kunstmest, zodat de kosten van kunstmest eveneens zijn gedaald (en daarmee voedselprijsinflatie). De winstgevendheid van boeren is daarmee op peil gebleven. Op de lange termijn zal de kloof tussen aanbod en vraag van landbouwproducten blijven toenemen, wat op zijn beurt de waarde van Landbouwgrond zal doen stijgen.

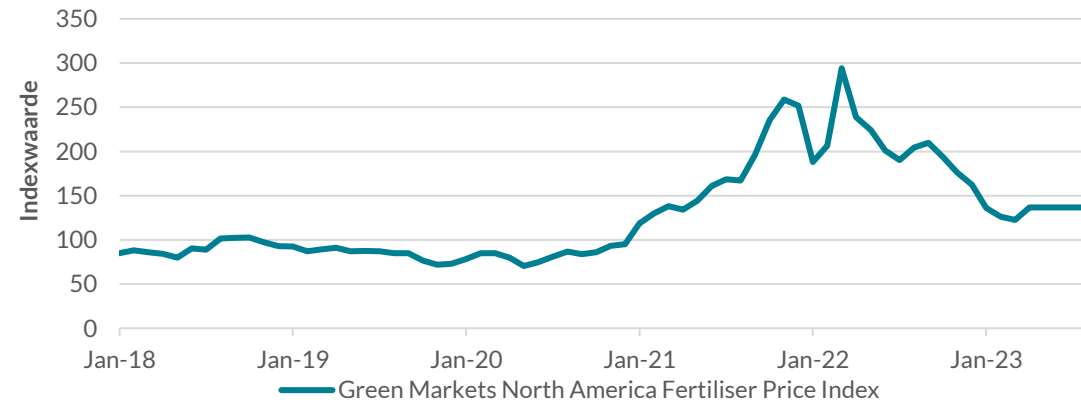
Aangezien deze categorie inflatie-afdekkende karakteristieken heeft, evenals lagere gevoeligheid voor economische cycli en positieve langere-termijn trends, zijn wij gematigd positief.

### 34. Prijsverloop van aardgas



Bron: Capital Economics, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 35. Prijsverloop van kunstmest



Bron: Capital Economics, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).



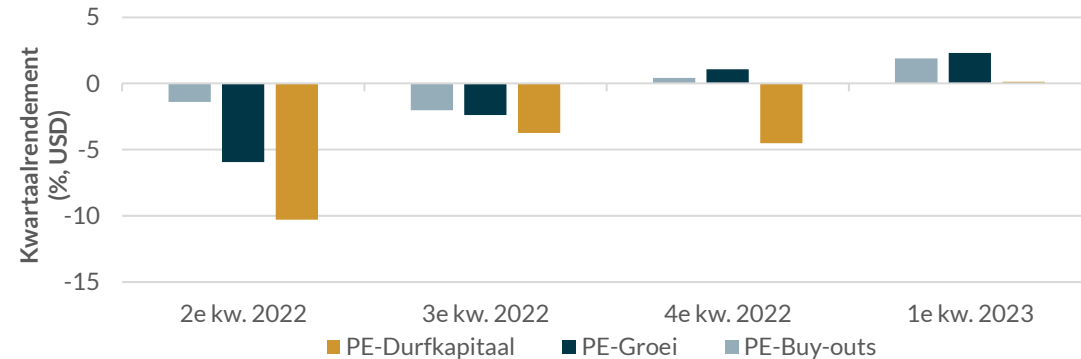
# Private Equity

## Rendement Q1-'23: Buy-outs blijven beter presteren dan durfkapitaal

Het rendement op Private equity ('PE') was in het 1e kwartaal 2023 licht positief voor de sectoren buy-outs (+1,9%) en groeikapitaal (+2,3%)\*. Het resultaat van de sector durfkapitaal bleef gelijk, na een moeilijk jaar in 2022. Hoewel de opleving van de publieke aandelenmarkten de druk op de waardering van PE-fondsen tot nu toe enigszins heeft verlicht, blijft PE aanzienlijke tegenwind ondervinden van het onzekere macro-economische klimaat en de hoge rente, die de kosten van nieuwe leningen, en bestaande leningen met variabele rente duur maken.

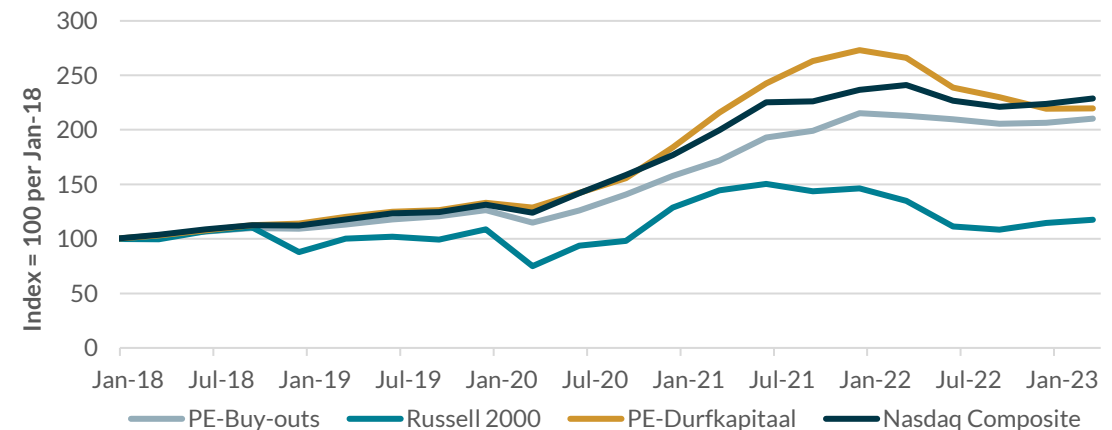
Relatief gezien presteerde de sector buy-outs de afgelopen vijf jaar veel beter dan hun beursgenoteerde tegenhanger Amerikaanse small caps (Russell 2000 index). Wij adviseren voor deze beleggingscategorie de prestaties op de lange termijn te beoordelen, omdat herwaarderingen langzamer plaatsvinden dan bij publieke markten en niet-beursgenoteerde instrumenten minder liquide zijn.

### 36. Rendement Private Equity



Bron: Capital Economics, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 37. Relatief rendement ten opzichte van beursgenoteerde aandelen



Bron: Capital Economics, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* Merk op dat rendementen voor deze beleggingscategorie pas een kwartaal later worden gepubliceerd.



# Private Equity

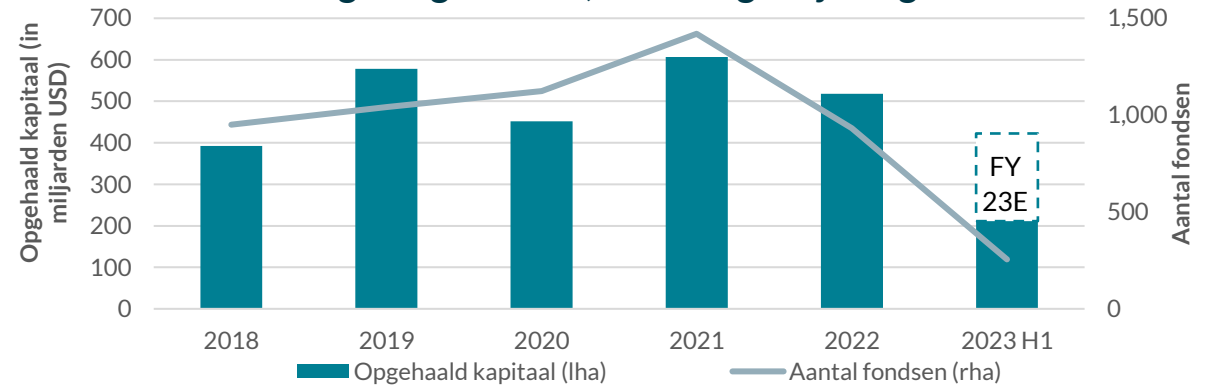
## Huidige situatie: Fondsenwerving blijft gezond, transactieactiviteit lager

Fondsenwerving is de afgelopen kwartalen verder teruggelopen, maar is nog altijd vergelijkbaar met het niveau van vóór de pandemie. In specifieke sectoren (bijv. buy-outs) zou fondsenwerving dit jaar het vorige jaar zelfs kunnen overtreffen.

Transactieactiviteit is ook lager (op het niveau van 2e kwartaal 2020), door krappere financieringsvoorwaarden en selectievere beleggers. Mede daarom hebben PE-firma's hun transactiestrategieën aangepast (kleinere deals, meer add-ons) om zo toch kapitaal te kunnen blijven aanwenden.

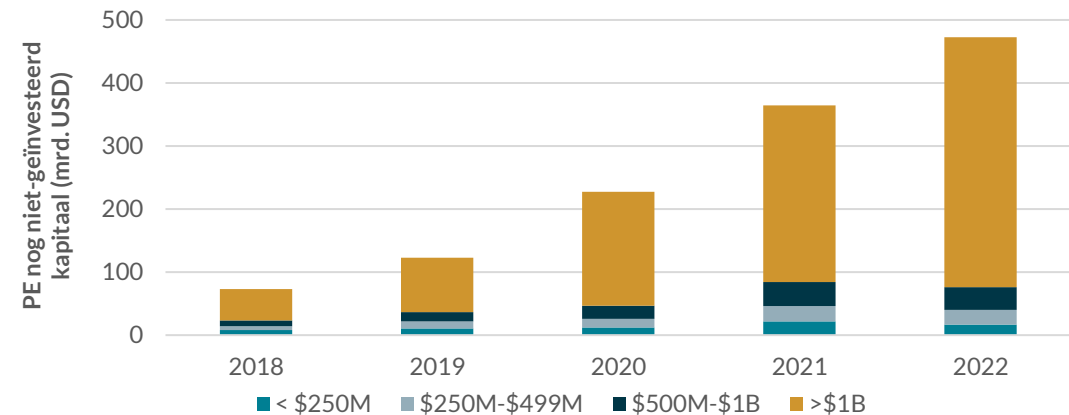
Aan de beleggingszijde hebben PE-firma's bijna een record aan toegezegde middelen (voornamelijk bestemd voor grote buy-outs) vanwege de tragere deal-activiteit. Dit is waarschijnlijk een van de redenen waarom kleinere buy-outs betere rendementen blijven leveren dan grote.

### 38. Fondsenwerving is afgenomen, maar nog altijd hoger dan vóór covid



Bron: Pitchbook, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 39. Nog niet geïnvesteerd kapitaal is toegenomen, met name voor megadeals



Bron: Pitchbook, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).



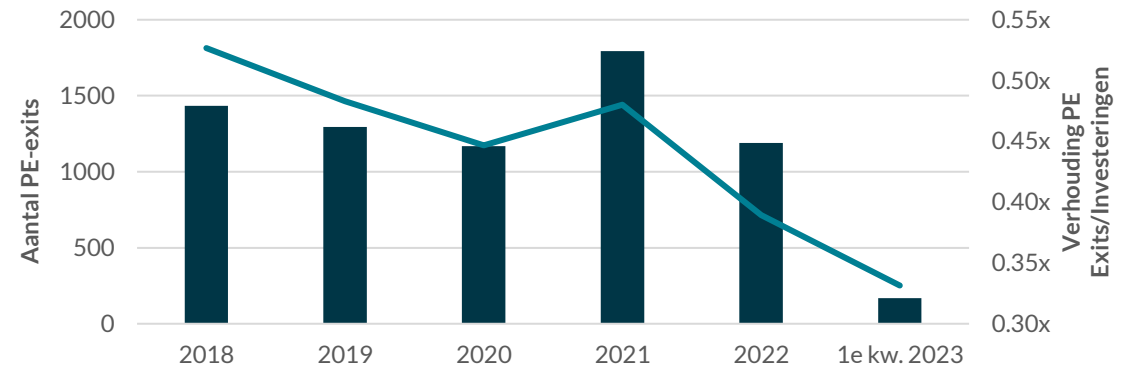
# Private Equity

## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Voorzichtig gezien waarderingen en cyclus

Ondertussen is ook het niveau van desinvesteringen ('exits') in Private equity flink teruggevallen. De verhouding tussen het aantal desinvesteringen versus investeringen is gedaald tot het laagste punt in de afgelopen 10 jaar (0,33x in het 1e kwartaal van 2023). Vooral in de VS hebben PE-firma's als gevolg van hogere financieringskosten, verminderde beschikbaarheid van krediet en minder beursintroducties moeite om investeringen tegen aantrekkelijke waarderingen af te stoten. Daardoor houden PE-firma's hun investeringen langer vast, met als doel om later alsnog op hoge waarderingen te kunnen verkopen. In deze periodes vloeit gewoonlijk minder kapitaal terug naar hun klanten en staan rendementen onder druk.

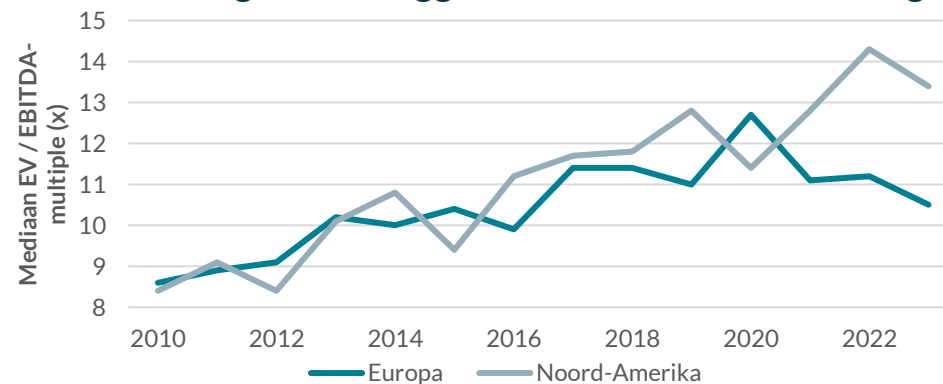
Gegeven de huidige macro-economische omgeving en relatief hoge waarderingen zijn wij op dit moment voorzichtig op Private equity (met name grote buy-out fondsen)\*.

### 40. 'Exits-to-Investments' ratio dichtbij laagste punt in tien jaar



Bron: Pitchbook, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

### 41. Waarderingen in VS liggen net onder historisch hoogtepunt



Bron: Pitchbook, Van Lanschot Kempen (sept. 2023).

\* Merk op dat gecommitteerd kapitaal vaak gedurende meerdere jaren geïnvesteerd wordt en daarmee (indien goede timing en selectie) wellicht kan profiteren indien marktomstandigheden en waarderingen voor Private equity verbeteren gedurende de komende kwartalen.



# Samenvatting Visie

## Onze visie (6 – 12 maands horizon)

In de huidige omgeving van vertragende economische groei, geven we binnen Alternative Credit voorkeur aan beleggen in (mezzanine) Structured Credit en Distressed Debt, terwijl we voorzichtig zijn op Corporate Direct Lending. Binnen Real Assets prefereren we de inflatie-afdekkende eigenschap van niet-beursgenoteerde Infrastructuur en Landbouwgrond, maar verwachten we dat niet-beursgenoteerd Vastgoed hinder zal blijven ondervinden van neerwaartse waarderingsherzieningen. Verder zijn we vanwege de huidige macro-economische omgeving en relatief hoge waarderingen op dit moment voorzichtig op Private Equity (met name grote buy-out fondsen).

Tabel 1. Huidige visie op Asset categorieën

Asset Categorie		Huidige visie				
		--	-	=	+	++
Alternative Credit	Corporate Direct Lending		✓			
	Structured Credit				✓	
	Distressed Debt				✓	
Real Assets	Niet-beursgenoteerd Vastgoed		✓			
	Niet-beursgenoteerde Infrastructuur				✓	
	Landbouwgrond				✓	
Private Equity	Private Equity		✓			



U kunt zich [hier](#) aanmelden voor de distributielijst.

Bron: Van Lanschot Kempen (sept. 2023).



U kunt zich [hier](#) aanmelden voor de distributielijst.



U kunt [hier](#) meer lezen over onze Alternatieve Beleggingsoplossingen.



Voor meer informatie, neem graag contact op met:



Mark van Wijngaarden

Business Development Products and  
Strategies - Netherlands

T: [+31 6 1095 2567](tel:+31610952567)

E: [m.vanwijngaarden@vanlanschotkempen.com](mailto:m.vanwijngaarden@vanlanschotkempen.com)



## Volledig gericht op uw toekomst

Onafhankelijk vermogensbeheer sinds 1737



Volg ons op LinkedIn [hier](#).



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300  
1077 WZ Amsterdam (NL)

T +31 20 348 80 00

W: [Beleggingsbeheer \(vanlanschotkempen.com\)](mailto:Beleggingsbeheer@vanlanschotkempen.com)

# Bijlage

## Beschrijving beleggingscategorie (benchmarks)

### Corporate Direct Lending

De Cliffwater Direct Lending Index (CDLI) - Senior is een activa-gewogen index bestaande uit circa 3500 directe onderhandse 'senior secured' bedrijfsleningen aan het Amerikaanse MKB (totale marktwaarde \$103 miljard). Het rendement wordt gerapporteerd voor aftrek van vergoedingen en zonder hefboomwerking, en vertegenwoordigt onderliggende activa van Business Development Companies ('BDC's'), Wij beschouwen de VS als representatief voor wereldwijde blootstelling, aangezien deze index ca. 65% van de wereldwijde markt omvat.

### Structured Credit

Voor (mezzanine) Structured Credit is een gelijk-gewogen mix van 3 sectorindices gebruikt. De JP Morgan CLO BBB-index is een waarde-gewogen index van BBB CLO's in USD. De ICE BofA US BBB CMBS-index is een waarde-gewogen index van in USD luidende BBB CMBS. Citi verstrekt gegevens voor US non-agency RMBS Credit Risk Transfer M2 (veelal BB-rating). Het rendement wordt gerapporteerd voor aftrek van vergoedingen. Wij beschouwen de VS als representatief voor de wereldwijde blootstelling; deze omvat ca. 70% van de wereldmarkt.

### Distressed Debt

De HFRI Event-Driven Distressed Restructuring index is een AuM-gewogen index van fondsen die voornamelijk beleggen in (wereldwijd) door bedrijven uitgegeven schuldinstrumenten die met een aanzienlijke korting worden verhandeld als gevolg van (formele of marktperceptie van aankomende) faillissementsprocedures. Rendementen worden gerapporteerd na aftrek van vergoedingen.

### Niet-beursgenoteerd Vastgoed

De MSCI Quarterly Property fondsenindices zijn waarde-gewogen en geven de resultaten weer van open-end fondsen die in regionale niet-beursgenoteerd vastgoed beleggen, met een relatief defensieve beleggingsstijl. Rendementen worden gerapporteerd na aftrek van vergoedingen. Total marktwaarde van de geselecteerde indices: \$770 miljard.

### Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

De EDHEC Infra300 Equity index is gelijk-gewogen en geeft de 'marked-to-market' rendementen (na aftrek van vergoedingen) weer van 300 wereldwijde niet-beursgenoteerde infrastructuur equity-beleggingen (totale marktwaarde circa \$304 miljard).

### Landbouwgrond

De NCREIF Farmland index is een waarde-gewogen index die van een omvangrijke pool van inkomen-genererende agrarisch vastgoedprojecten in de VS (totale marktwaarde circa \$16 miljard), die uitsluitend voor beleggingsdoeleinden zijn verworven door Amerikaanse pensioenfondsen. Het rendement wordt gerapporteerd voor aftrek van vergoedingen en zonder hefboomwerking.

### Private Equity

De Preqin Private Equity kwartaalindices zijn waarde-gewogen indices die gebruikmaken van kasstroomprojecties op fondsniveau en nettovermogenswaarden voor meer dan 4000 private equity-fondsen. Totale marktwaarde is circa \$7,7 triljoen.

Bronnen: Cliffwater, JP Morgan, Citi, ICE BofA, SIFMA, AFME, HFR, MSCI, EDHEC, NCREIF, Preqin.

N.B.: beschreven rendementen van een beursgenoteerde beleggingscategorie komen nauw overeen met de feitelijke rendementen, aangezien een belegger onmiddellijk en volledig kan beleggen in de gehele beleggingscategorie. Onzekerheid over fondsselectie en waarderingen, het tempo waarin verplichtingen worden aangegaan en gecommiteerd en (niet) opgevraagd kapitaal dragen in belangrijke mate bij aan de feitelijke rendementen van niet-beursgenoteerde beleggingen.

## Disclaimer

Deze publicatie van Van Lanschot Kempen Investment Management (VLK Investment Management) is uitsluitend bestemd ter informatie. De informatie in dit document is zonder mondelinge toelichting van een medewerker van VLK Investment Management onvolledig. VLK Investment Management beschikt over een vergunning als beheerder van diverse icbe's en abi's en is gerechtigd beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. VLK Investment Management wil uitdrukkelijk voorkomen dat de benchmarks die in deze publicatie worden gebruikt, worden gepubliceerd of beschikbaar worden gesteld aan het publiek in de zin van de Benchmarkverordening. Daarom worden de benchmarkgegevens in deze publicatie uitsluitend aan u ter beschikking gesteld voor interne zakelijke en niet-commerciële doeleinden.

Deze publicatie mag in geen geval worden beschouwd als een aanbod en u kunt hieraan geen rechten ontleen. De hierin opgenomen meningen zijn die van het Investment Strategy & Research team van VLK Investment Management per september 2023 en zijn aan veranderingen onderhevig. Toekomstgerichte verklaringen zijn geen betrouwbare indicatoren voor toekomstige gebeurtenissen en er wordt geen garantie gegeven dat dergelijke activiteiten zullen plaatsvinden zoals voorzien of dat deze überhaupt zullen plaatsvinden. De externe bronnen die zijn gebruikt bij het opstellen van deze publicatie zijn met grote zorg en te goeder trouw geselecteerd. We kunnen echter niet garanderen dat de informatie en gegevens uit deze bronnen actueel, correct en volledig zijn. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid voor druk- en typefouten.

Niets in deze publicatie mag geheel of gedeeltelijk worden verspreid of gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming van VLK Investment Management en VLK Investment Management aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voor handelingen van derden in dit verband. Wij zijn niet verplicht de inhoud van deze publicatie bij te werken of te wijzigen. Aan alle beleggingen zijn risico's verbonden, waaronder mogelijk verlies van de gehele belegging.