



VAN LANSCHOT  
KEMPEN

INVESTMENT MANAGEMENT

# Kwartaalupdate Alternatieve Beleggingen

Editie 2<sup>e</sup> kwartaal 2024

Ons kwartaalinzicht in Alternatieve beleggingen

Voor professionele beleggers



# Inhoud

- Introductie
- Private Real Assets



Niet-beursgenoteerd Vastgoed



Niet-beursgenoteerde Infrastructuur



Landbouwgrond

- Private Equity
- Private Credit



Corporate Direct Lending



Structured Credit



Corporate Distressed Debt

- Index definities

[Meld u hier aan](#) om opgenomen te worden op de emaildistributielijst.

# Introductie

## Inleiding

Welkom bij de vijfde editie van de *Kwartaalupdate Alternatieve Beleggingen* van Van Lanschot Kempen, een toonaangevende onafhankelijke Europese wealth manager. Onze geschiedenis gaat bijna drie eeuwen terug. Met onze lange-termijnfocus en persoonlijke benadering helpen we onze klanten te navigeren door de onvermijdelijke transitie van deze tijd. Zo zetten we ons in voor het behoud en de opbouw van vermogen voor onze klanten en de samenleving, op een duurzame manier.

Wij geloven dat alternatieve beleggingen een belangrijke rol kunnen spelen in investeringsplannen voor de lange termijn, met potentieel betere voor risico gecorrigeerde prestaties dan traditionele beleggingen, betere portefeuille-diversificatie en meer mogelijkheden om duurzaamheid te implementeren. In deze publicatie geven we onze visie op alternatieve beleggingstrends en -kansen voor Private Real Assets, Private Equity en Private Credit. We hopen dat u deze publicatie met plezier leest.

## Terugblik markten (4e kwartaal 2023)

In het vierde kwartaal van 2023 presteerden traditionele beleggingscategorieën zeer sterk; wereldwijde aandelen stegen met 11,0% terwijl wereldwijde staatsobligaties met 5,8% stegen\*. Bijgevolg steeg de veelgebruikte 60/40 gebalanceerde portefeuille in het vierde kwartaal met 8,9%. De yield op 10-jarige Duitse staatsobligaties daalde van 2,8% naar 2,0%.

Alternatieve beleggingen presteerden ook goed in het vierde kwartaal; risico-opslagen verkraptten en kredietverliezen bleven relatief laag. Corporate distressed debt presteerde sterk (+4,3%), gevolgd door Structured credit (+3,2%) en Corporate direct lending (+3,0%). Private Equity behaalde in het vierde kwartaal een rendement van +1,5%. Real assets vertoonden een sterke tweedeling tussen de categorieën, waarbij Private Infrastructure sterk presteerde (+10,0%, op basis van marktwaarde), Private Farmland +2,3% liet zien, terwijl de herwaardering bij Core Private Real Estate bleef doorgaan (-2,1%).

## Macro-economische vooruitzichten voor 2024

De Amerikaanse economie blijft robuust, maar wij denken dat het 'no landing'-scenario van de markten optimistisch is omdat de koopkracht van de consument verder onder druk komt te staan. In de eurozone blijven brede voorlopige indicatoren en harde cijfers wijzen op verdere krimp, maar er zijn enkele 'groene scheuten', vooral in Zuid Europa. Gezien de robuustheid van de Amerikaanse economie en de inflatietrends worden renteverlagingen door de Fed verder naar de toekomst verschoven. Gezien de zwakkere economie zal de ECB in de loop van 2024 waarschijnlijk meerdere renteverlagingen doorvoeren. Ondertussen blijven de geopolitieke risico's toenemen, van Oekraïne tot het Midden-Oosten en de Zuid-Chinese Zee. De macro-economische onzekerheid neemt enigszins af, hetgeen kan leiden tot een stabilisatie van de waardering(sverwachtingen) voor alternatieve beleggingen en een opleving van de transactiemarkt. Ondertussen heeft de sterke performance van traditionele beleggingscategorieën geholpen om het 'noemer-effect' te verlichten.

\* Wereldwijde aandelen: MSCI ACWI Net Total return USD index; Wereldwijde staatsobligaties: ICE BofA Global Government Bond Index (WOG1, USD hedged). Alternatieve indices worden gewoonlijk met een vertraging van een kwartaal gepubliceerd vanwege hun minder liquide aard. Zie de belangrijke disclaimers en toelichtingen aan het einde van dit document. Uw kapitaal loopt risico en u kunt uw inleg geheel of gedeeltelijk verliezen.



# Niet-beursgenoteerd Vastgoed (Core)

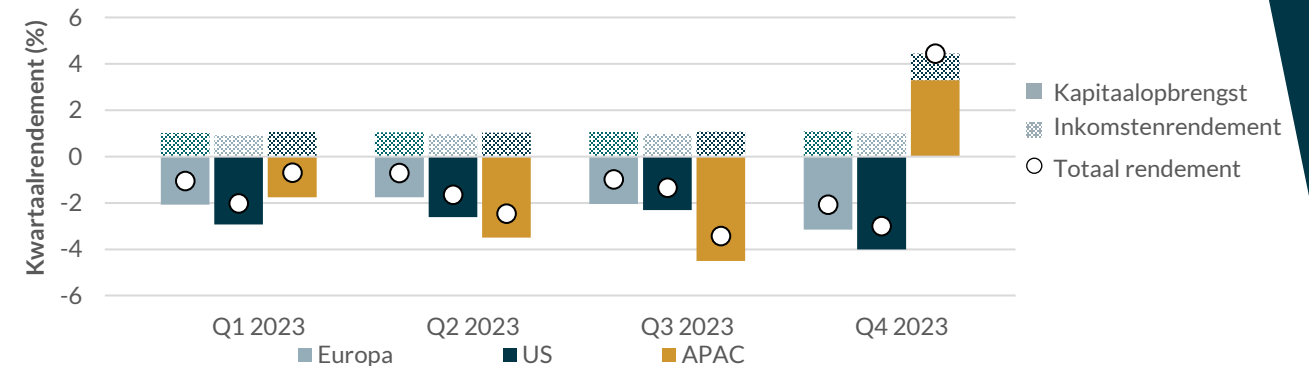
## Rendement Q4-'23: Herwaarderingen zetten door

Ondanks de afnemende inflatiedruk en de dalende rente in het vierde kwartaal, boekte wereldwijd (core) Niet-beursgenoteerd vastgoed opnieuw negatieve kwartaalrendementen. Dit is echter niet al te verrassend, omdat kapitaalwaarden onder druk staan door herwaarderingen, stijgende wanbetalingspercentages op leningen, en verzoeken van beleggers om uit te treden. Daarmee is 2023 een zeer uitdagend jaar geweest voor deze categorie.

Amerikaans (core) niet-beursgenoteerd vastgoed behaalde een totaal-rendement van -3,0% over het vierde kwartaal, terwijl Europees (core) niet-beursgenoteerd vastgoed 2,1% verloor, en (core) niet-beursgenoteerd vastgoed in Azië-Pacific een rendement van +4,4% (-1,2% in lokale valuta) behaalde. In de VS en Europa was de herprijzing van de kantorensector opnieuw de belangrijkste factor die het rendement drukte.

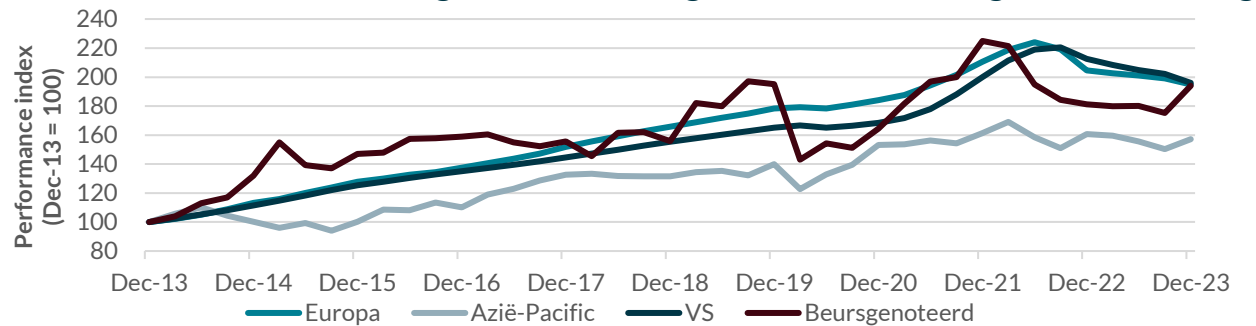
Op lange termijn hebben wereldwijd niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed vergelijkbare rendementen laten zien. Wij raden voor deze beleggingscategorie aan om de prestaties over een lange termijnhorizon te beoordelen, aangezien waarderingen doorgaans achterblijven bij de publieke markten en de instrumenten vaak minder liquide zijn.

### 1. Rendement Niet-beursgenoteerd vastgoed



Bron: MSCI Real Assets, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

### 2. Rendement Niet-beursgenoteerd vastgoed versus Beursgenoteerd vastgoed



Bron: MSCI Real Assets, FTSE EPRA, Factset, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

\* VS PRE: MSCI U.S. Quarterly Property Index (Unfrozen), Europese PRE: MSCI Europe Quarterly Property index (Unfrozen), APAC PRE: MSCI Global Quarterly Property index (Unfrozen) Azië-Pacific. Wereldwijd genoteerd onroerend goed: FTSE EPRA NAREIT Developed index. Het rendement wordt weergegeven exclusief vergoedingen, in lokale valuta, tenzij expliciet anders vermeld. Zie ook Indexdefinities. Uw kapitaal loopt risico en u kunt uw inleg geheel of gedeeltelijk verliezen.

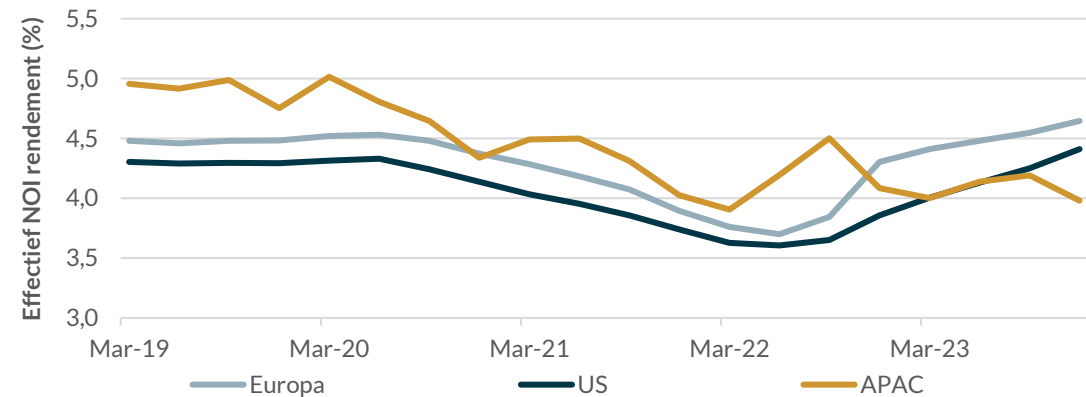
# Niet-beursgenoteerd Vastgoed (Core)

## Huidige situatie: NOI-yields stabiel rond 4,5%, Cap rate opslag is krap

In termen van waarderingen waren de NOI yields (netto bedrijfsinkomen als percentage van de waarde van het pand), een belangrijke indicator voor inkomensrendement, stabiel in het vierde kwartaal, met kleine stijgingen in de VS (+0,2%) en Europa (+0,1%) en een kleine daling in APAC (-0,2% in USD).

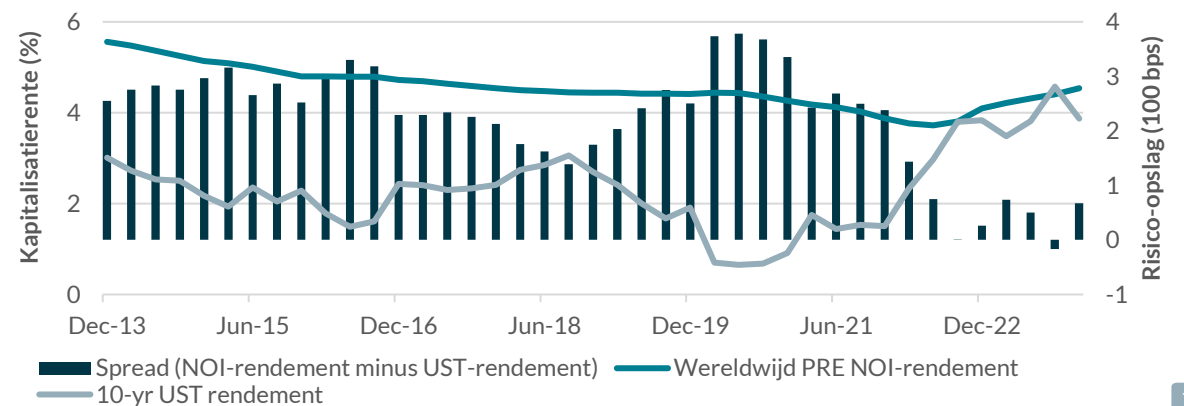
Een andere belangrijke waarderingsindicator voor Niet-beursgenoteerd vastgoed is de kapitalisatierente-opslag, de extra risico-opslag die beleggers ontvangen ten opzichte van 'risicovrije' staatsobligaties. Deze kapitalisatierente-opslag is momenteel 100 tot 150 basispunten krappert dan het lange-termijngemiddelde. Onze verwachting is dat als de yields op staatsobligaties zich de komende maanden zouden stabiliseren rond de huidige niveaus, deze kapitalisatie-rente-opslag met minstens 100 basispunten zou moeten stijgen (bijvb. door stijging van het netto bedrijfsinkomen en/of daling van waarderingen) om beleggers weer voor ('Core') Niet-beursgenoteerd vastgoed te interesseren.

### 3. Waarderingen - NOI yields stabiel rond 4,5%.



Bron: MSCI Real Assets, FTSE EPRA, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

### 4. Kapitalisatierente-opslag is krap versus lange termijn geschiedenis



Bron: MSCI Real Assets, Capital Economics, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

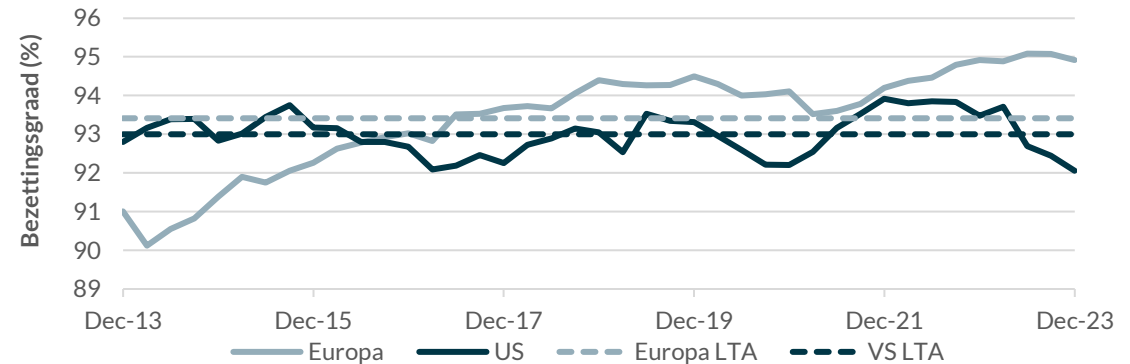
# Niet-beursgenoteerd Vastgoed (Core)

## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Mogelijk een bodem in zicht in 2e helft 2024

Anders dan de herwaarderingen wellicht doen vermoeden, staan diverse vastgoedsectoren er fundamenteel vrij goed voor, met een hoge bezettingsgraad temidden van een sterke vraag en relatief laag aanbod. Terwijl de bezettingsgraden in Europa ruim boven hun lange-termijn gemiddelde liggen, is de bezettingsgraad in de VS relatief laag. Dit wordt voornamelijk veroorzaakt door de kantorensector die een bezettingsgraad kent van ~82% (bron: MSCI Real Assets).

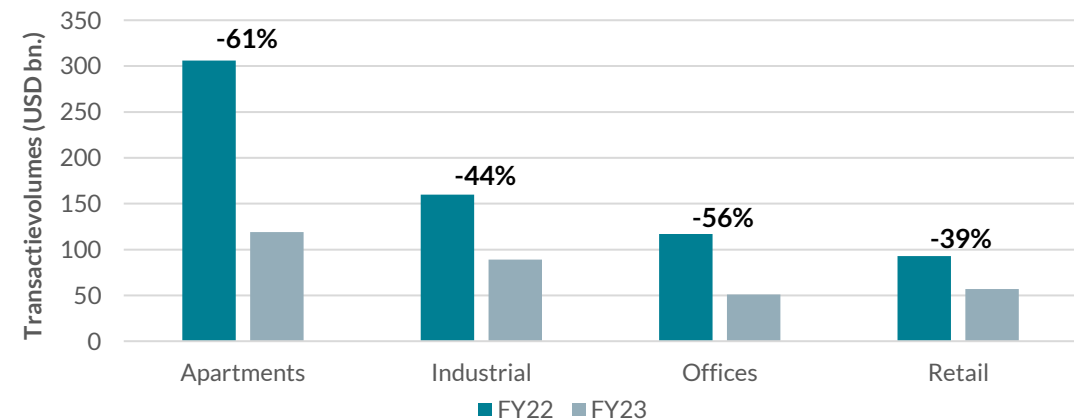
Deze relatief hoge bezettingsgraad, in combinatie met vastgoedprijzen die gecorrigeerd zijn en mogelijk iets lagere rente richting jaareinde, maakt dat vastgoedwaarderingen wellicht een bodem zien in de tweede jaarhelft, zeker als transactievolumes doorstijgen na de kentering in het vierde kwartaal. Een analyse van de prijsverwachingskloof geeft aan dat vastgoedwaarderingen wellicht nog zo'n 5-15% moeten dalen om transactievolumes verder te laten stijgen (bron: MSCI Real Assets). Voor nu handhaven we onze voorzichtige houding ten aanzien van wereldwijd ('Core') Niet-beursgenoteerd vastgoed.

### 5. Bezettingsgraad sterk in Europa, lager in VS



Bron: MSCI Real Assets, FTSE EPRA, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

### 6. Transactievolumes in Amerikaanse sectoren sterk gedaald in 2023



Bron: MSCI Real Assets, Capital Economics, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).



# Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

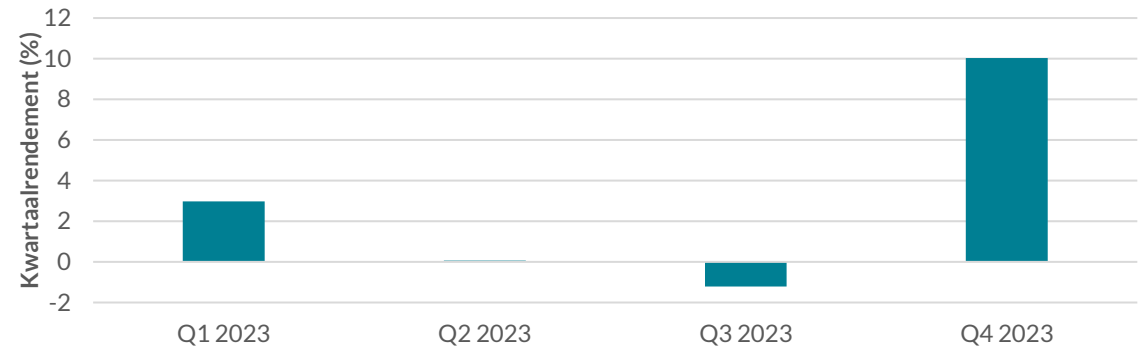
## Rendement Q4-'23: Sterke opleving in het vierde kwartaal

Ondanks een uitdagend 2023 leverde Niet-beursgenoteerde infrastructuur een positief totaalrendement, hetgeen aantoont dat de beleggingscategorie in staat is om hogere inflatie "door te berekenen" en bestand is tegen een hogere rente-omgeving.

Niet-beursgenoteerde infrastructuur behaalde een rendement van +10,0% in het vierde kwartaal, vergelijkbaar met wereldwijde beursgenoteerde infrastructuur (+11,1%) en wereldwijde aandelenmarkten (bijv. MSCI All Country: +11,0%). Wij raden aan om de prestaties van deze beleggingscategorie over een lange tijdshorizon te beoordelen, aangezien waarderingen doorgaans achterblijven bij de publieke markten en instrumenten doorgaans minder liquide zijn. In het vierde kwartaal leverde de sector Transport de grootste bijdrage aan het rendement.

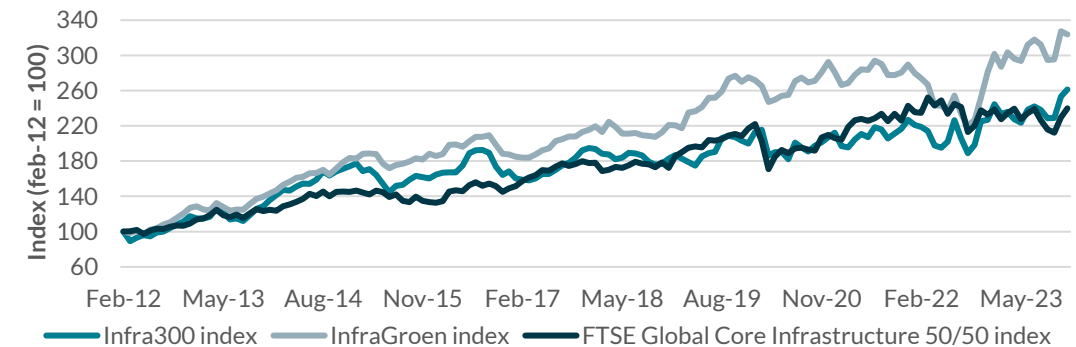
Op lange termijn hebben Niet-beursgenoteerde infrastructuur en Beursgenoteerde infrastructuur vergelijkbaar gepresteerd, terwijl duurzame Niet-beursgenoteerde infrastructuur een sterke outperformance heeft laten zien. Deze index bestaat vooral uit gecontracteerde windenergie-projecten in de EU.

### 7. Rendement Niet-beursgenoteerde Infra



Bron: Scientific Infra and Private Assets Pte Ltd., FTSE, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

### 8. Rendement Niet-beursgenoteerde versus Beursgenoteerde Infra



Bron: Scientific Infra and Private Assets Pte Ltd, FTSE, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

\* Wereldwijde private infrastructuur (aandelen): EDHEC Infra300 index, EDHEC InfraGreen index, Wereldwijde beursgenoteerde infrastructuur (aandelen): FTSE Global Core Infrastructuur 50/50 index. Het rendement wordt weergegeven exclusief vergoedingen, in lokale valuta, tenzij expliciet anders vermeld. Zie ook Indexdefinities. Uw kapitaal loopt risico en u kunt uw inleg geheel of gedeeltelijk verliezen.



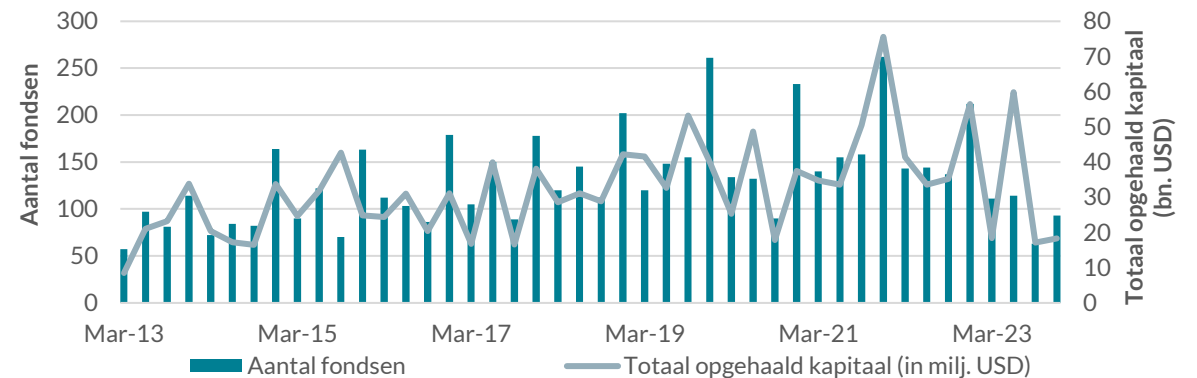
# Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

## Huidige situatie: Fondsenwerving op laag pitje, veel duurzame infra deals

De fondsenwerving voor Niet-beursgenoteerde infrastructuur was uitdagend in 2023 en bedroeg ongeveer 90 miljard. USD. Dit was een daling van 40-50% ten opzichte van 2022, ondanks een sterke opleving in het vierde kwartaal van 2023 (ongeveer 69 miljard USD). De vertraging van de fondsenwerving in 2023 was grotendeels te wijten aan de macro-economische onzekerheid, en verschillende verwachtingen tussen kopers en verkopers ten aanzien van waarderingen.

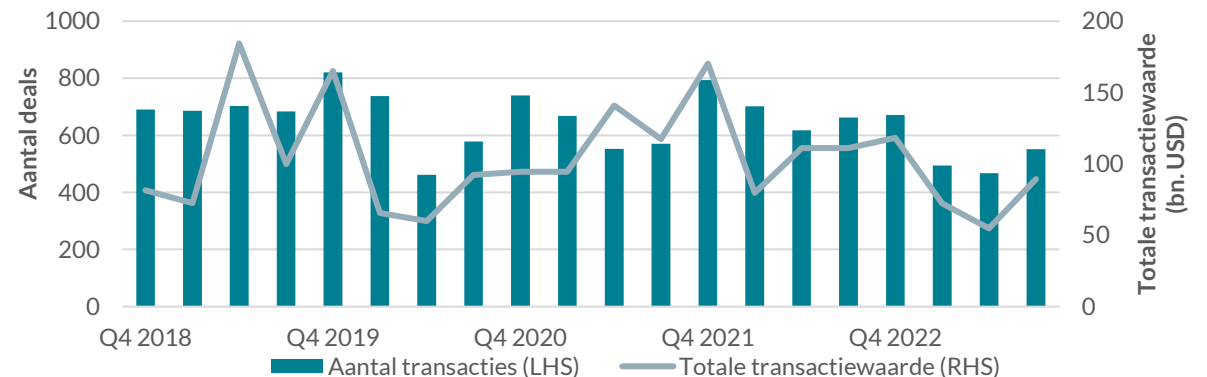
De transactieactiviteit vertraagde ook in 2023, door de stijging van de rente (hogere financieringskosten). Hernieuwbare energie (bijv. zonne- en windmolenparken) en digitale infrastructuur (bijv. datacenters) hadden een relatief groot aandeel in de totale dealactiviteit in 2023 (bron: Infralogic). De wereldwijde capaciteit voor hernieuwbare energie steeg in 2023 met 50% en de toegenomen aandacht van overheden voor de ontwikkeling van projecten voor hernieuwbare energie heeft verschillende investeringsmogelijkheden gecreëerd.

### 9. Fondsenwerving Niet-beursgenoteerde Infra is flink teruggelopen



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

### 10. Ook dealactiviteit Niet-beursgenoteerde Infra is relatief laag



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





# Niet-beursgenoteerde Infrastructuur

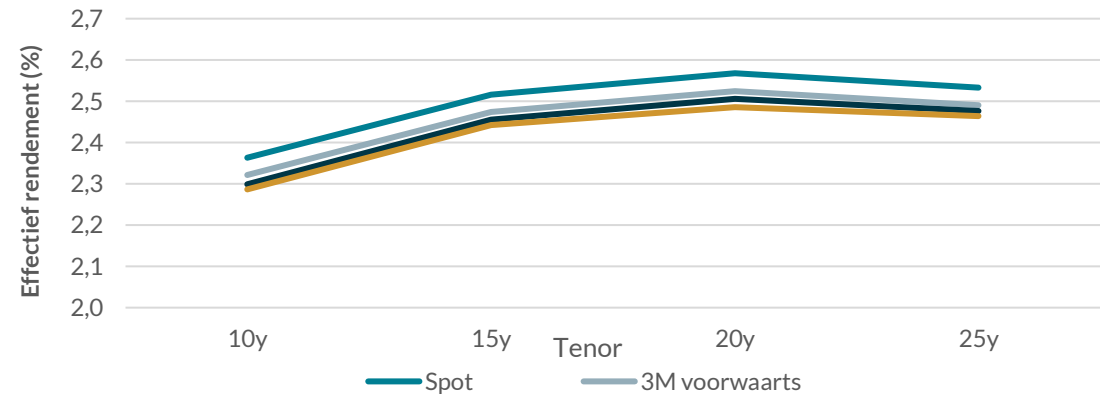
## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Rente's stabiliseren, waarderingen gunstig

Voor 2024 zien we verbeterde vooruitzichten voor Niet-beursgenoteerde infrastructuur. We verwachten dat de fondsenwerving en dealactiviteit in de loop van het jaar zullen aantrekken nu de rente iets begint te dalen en het noemereffect afneemt na een sterke rally op de publieke markt. De beleggingscategorie profiteert ervan dat het hogere inflatie goed kan doorprijzen. Bovendien zien de waarderingen in Niet-beursgenoteerde infrastructuur er relatief aantrekkelijk uit (EV/EBITDA rond het laagste niveau in decennia, ~10,5x, bron: Scientific Infra).

Infrastructuur profiteert ook van verschillende structurele trends,, zoals een wereldwijde behoefte aan investeringen in infrastructuur in het komende decennium (ondersteund door o.a. de Europese Green Deal). Op sectorniveau blijven we van mening dat structurele langetermijnthema's zoals de energietransitie en de toenemende toepassing van nieuwe technologieën zoals AI en machine learning als rugwind zullen werken voor Duurzame en Digitale Infrastructuur.

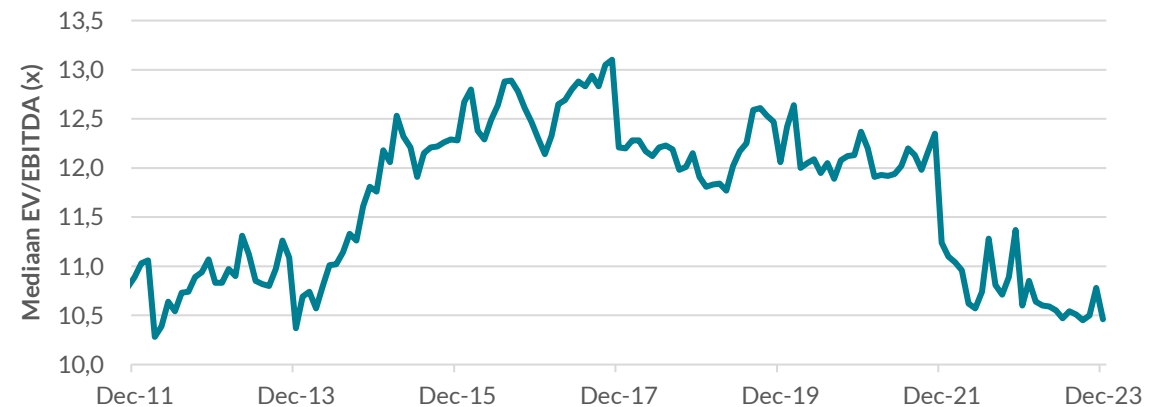
We blijven gematigd positief over Niet-beursgenoteerde infrastructuur.

### 11. Termijnmarkten zien rente over een jaar iets lager



Bron: Refinitiv, Van Lanschot Kempen (4 apr. 2024).

### 12. Waarderingen Niet-beursgenoteerde infra liggen al relatief gunstig



Bron: Scientific Infra and Private Assets Pte Ltd, Van Lanschot Kempen (dec 2023).



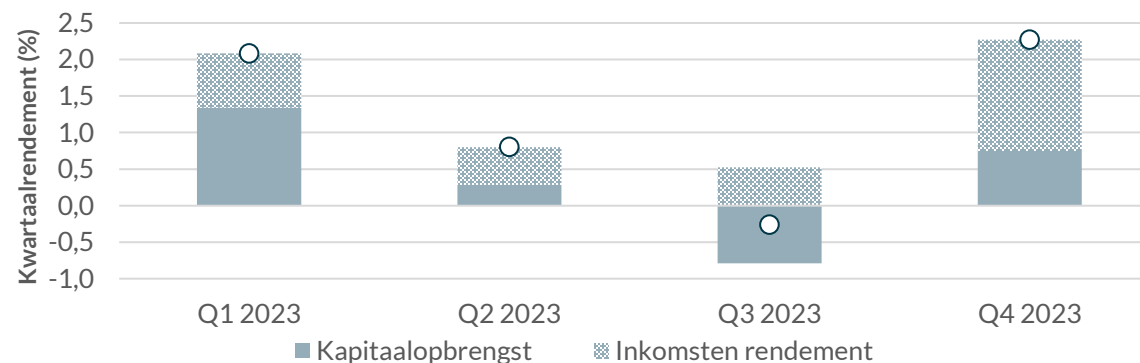
# Landbouwgrond

## Rendement Q4-'23: Sterke performance, gedreven door seizoensinkomsten

Landbouwgrond behaalde een rendement van +2,3% over het vierde kwartaal van 2023, hetgeen resulteerde in een totaalrendement van +5,0% over 2023. De prestaties in het vierde kwartaal waren voornamelijk te danken aan sterke inkomsten in het vierde kwartaal, wanneer een aanzienlijk deel van de gewassen worden geherwaardeerd. De afgelopen jaren is de waarde van landbouwgrond gestegen naarmate de inflatie toenam en de concurrentie voor hoogwaardige landbouwgrond toenam te midden van een beperkt aanbod van nieuwe landbouwgrond en voedselschaarste.

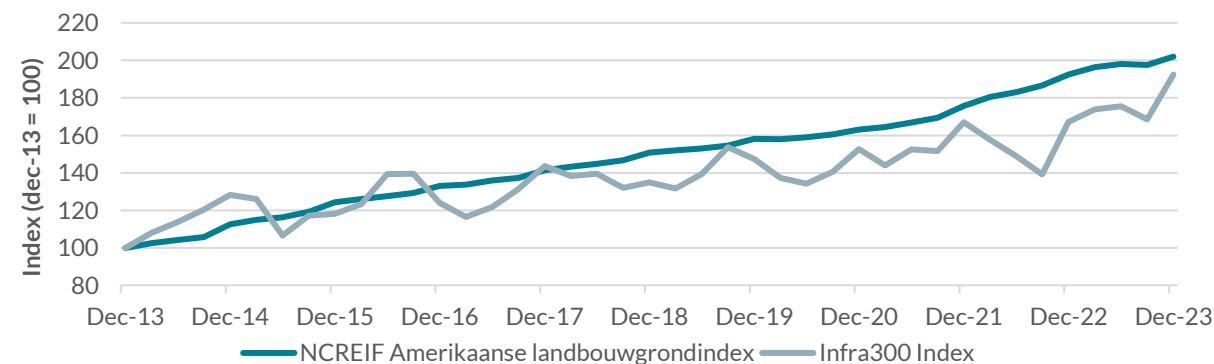
Landbouwgrond heeft in het verleden stabiele rendementen geleverd met een lage volatiliteit. Op relatieve basis heeft Landbouwgrond het de afgelopen tien jaar iets beter gedaan dan Niet-beursgenoteerde Infra, met een aanzienlijk lagere volatiliteit. Het is echter goed om in gedachten te houden dat infrastructuurbeleggingen vaak met een grotere hefboom werken, wat een impact heeft op het rendement. We raden aan om de prestaties van deze beleggingscategorie over een lange tijdshorizon te evalueren, omdat particuliere waarderingen vaak achterblijven bij publieke markten en instrumenten minder liquide zijn.

### 13. Rendement Landbouwgrond



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

### 14. Rendement Landbouwgrond (versus Niet-beursgenoteerde Infra)



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

\* Landbouwgrond in de VS (aandelen): NCREIF Farmland Property index, het rendement wordt weergegeven exclusief vergoedingen, in USD. Uw kapitaal loopt risico en u kunt uw inleg geheel of gedeeltelijk verliezen.



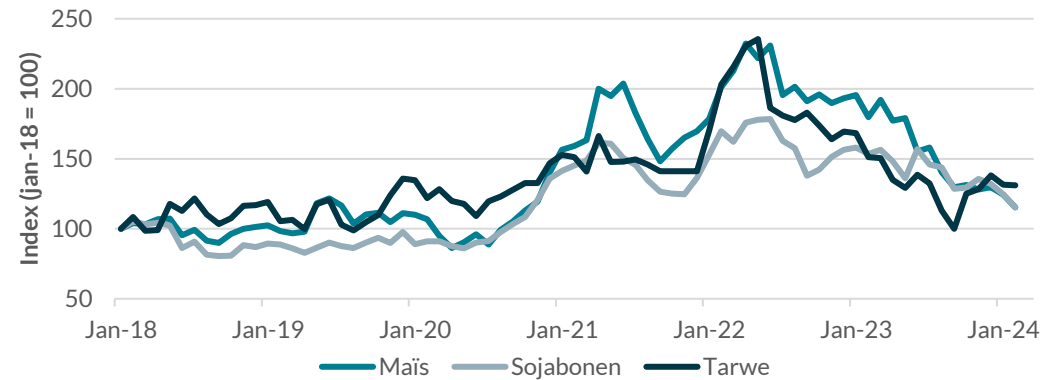
# Landbouwgrond

## Huidige situatie: Voedselprijzen blijven dalen door overaanbod

De voedselprijzen zijn aan het begin van 2024 verder gedaald, wat deels is toe te schrijven aan een groter marktaanbod dan verwacht. De export vanuit Oekraïne, een van de grootste graanexporteurs ter wereld, heeft de afgelopen maanden een opmerkelijke opleving doorgemaakt en bereikte in februari recordvolumes. Dit ondanks het aanhoudende conflict in Oekraïne. Het Amerikaanse ministerie van Landbouw heeft de geschatte Oekraïense maïs- en tarwe-export voor 2023-24 voor respectievelijk de tweede en vijfde maand op rij verhoogd. In combinatie met de toegenomen Russische export heeft dit geleid tot een aanzienlijk overschot van graanexport uit de Zwarte-Zeeregio ten opzichte van de marktverwachtingen.

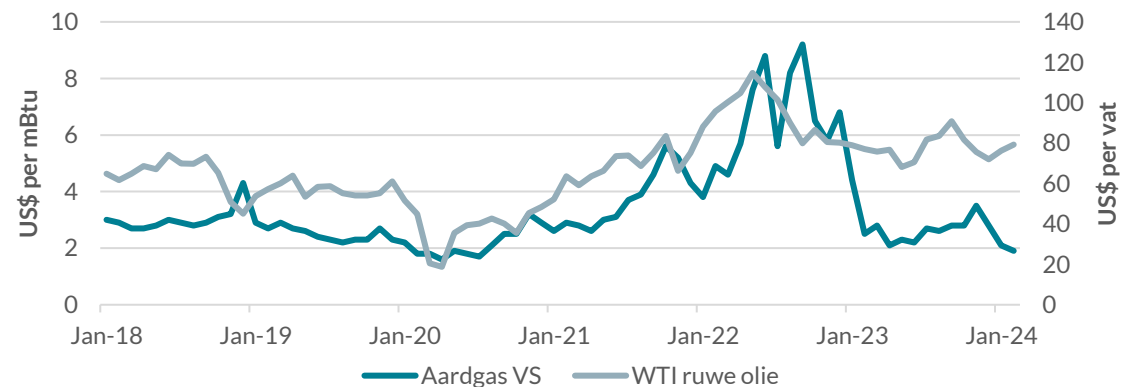
Het effect van de dalende voedsel-/gewasprijzen op de winstgevendheid van boeren is echter gedeeltelijk verzacht door lagere energiekosten. De prijs van aardgas, een belangrijke input voor de productie van meststoffen, is begin 2024 verder gedaald. Ook de brandstofkosten zijn de afgelopen maanden gedaald, ondanks de aanhoudende spanningen in het Midden-Oosten en de besluiten van de OPEC om het aanbod te beperken.

### 15. Prijzen van landbouwgewassen



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

### 16. De energieprijzen zijn de afgelopen jaren gedaald



Bron: Factset, Capital Economics, van Lanschot Kempen (dec. 2023).



# Landbouwgrond

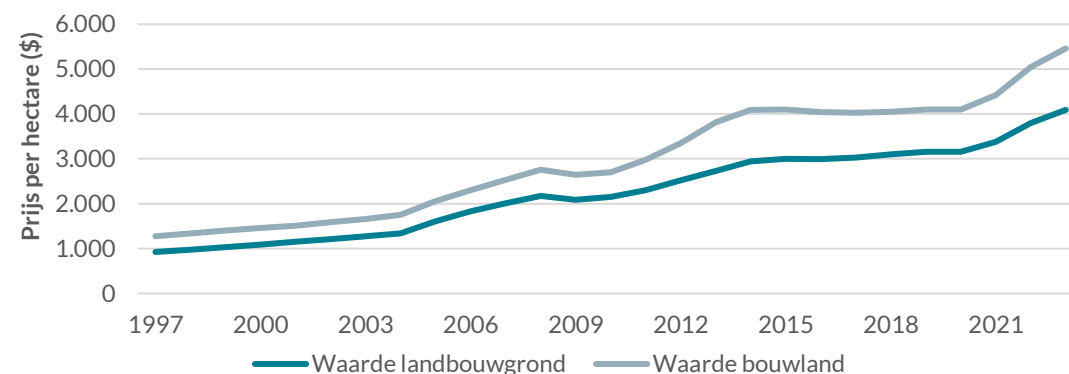
## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Positief blijven, enige onzekerheid op korte termijn

De markt verwacht dat de beleidsrente in de tweede helft van 2024 licht zal worden verlaagd, hetgeen de prijs van landbouwgrond zal ondersteunen, de financieringskosten (rentelasten) zal helpen verlagen en de liquiditeit zal verbeteren. Klimaatgerelateerde tegenwind blijft op korte termijn echter bestaan.

Hoewel het El Niño-weerpatroon voor 2023-24 naar schatting in december 2023 zijn piek bereikte, blijft er onzekerheid bestaan over het La Niña-weerpatroon, dat verder extreem weer kan veroorzaken in de tweede helft van 2024 en de tarwe- en maïsproductie in de VS en de sojabonen- en maïsproductie in Zuid-Amerika kan beïnvloeden.

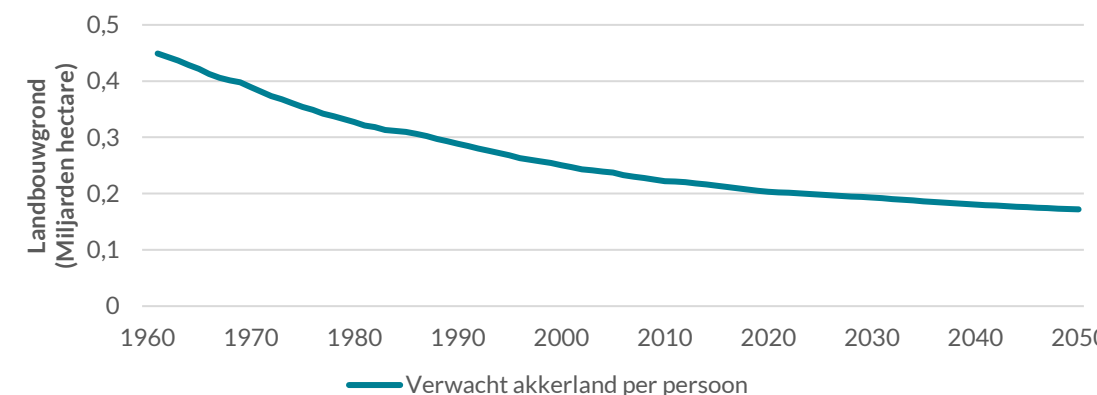
De waarde van landbouwgrond en akkerland is de afgelopen jaren sterk doorgestegen, mede vanwege de positieve seculaire langetermijntrends voor deze beleggingscategorie. De impact van een toenemende wereldbevolking (behoefte aan voedsel) en verstedelijking (vermindering van de totale landbouwgrond) zal de waarde van landbouwgrond ondersteunen. We blijven gematigd positief over de beleggingscategorie.

### 17. De waarde van grond is in de VS in de afgelopen jaren sterk gestegen



Bron: USDA, Wereldbank, Van Lanschot Kempen.

### 18. De hoeveelheid landbouwgrond per persoon zal blijven afnemen



Bron: FOA, Wereldbank, Van Lanschot Kempen.



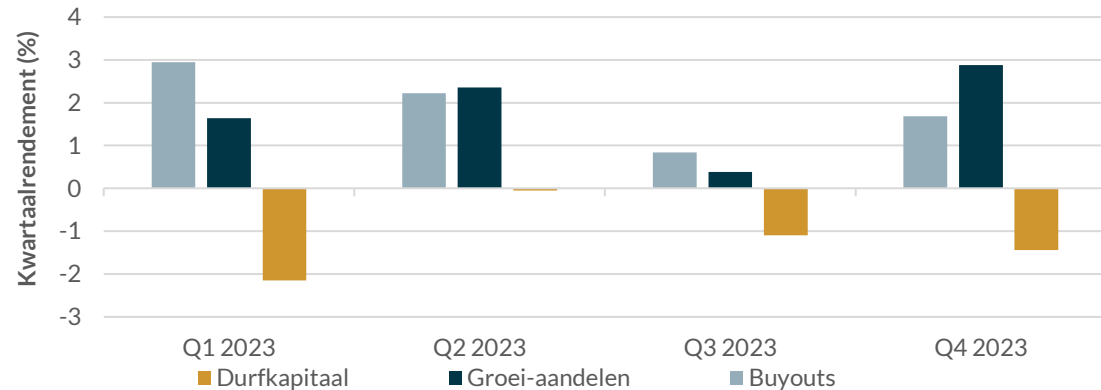
# Private Equity

## Rendement Q4-'23: Groeikapitaal presteert beter dan Buyouts, Durfkapitaal

Private equity ('PE') leverde een positief kwartaalrendement in het vierde kwartaal (+1,5%): Groeikapitaal (+2,9%) was de sterkst presterende sector, gevolgd door Buyouts (+1,7%) en Durfkapitaal (-1,4%). PE-bedrijven hebben te kampen met aanzienlijke tegenwind van het onzekere macro-economische klimaat, een waarderingskloof tussen kopers en verkopers, en verzoeken van beleggers om uit te treden in een dunne markt.

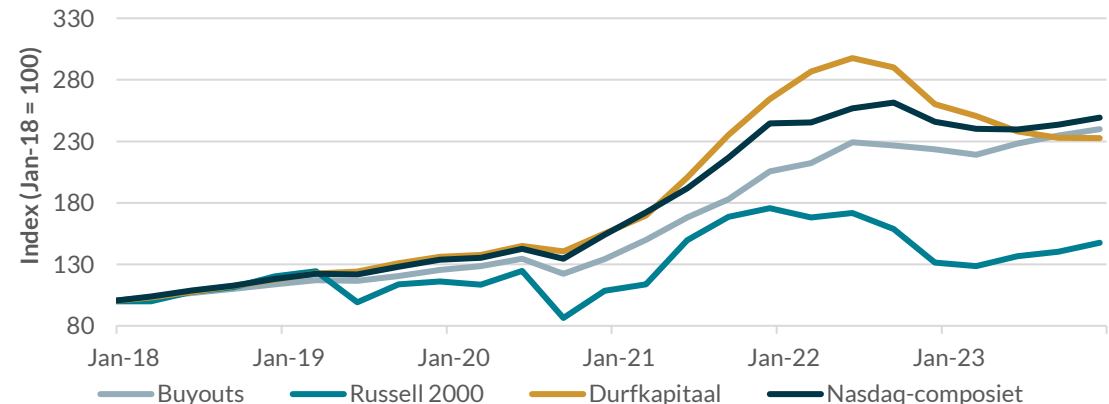
Ondanks de relatief zwakkere prestaties ten opzichte van de publieke markten in 2023, hebben Buyouts de afgelopen vijf jaar flink beter gepresteerd dan hun beursgenoteerde concurrenten (Amerikaanse small caps: Russell 2000-index). De prestaties van durfkapitaal lagen dicht bij die van de Nasdaq Composite (Amerikaanse groeiaandelen). Wij raden aan om de prestaties van Private Equity op lange termijn te beoordelen, omdat waarderingen doorgaans achterblijven bij die van de publieke markten en omdat instrumenten minder liquide zijn.

### 19. Rendement Private equity



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

### 20. Rendement Private Equity versus beursgenoteerde aandelen



Bron: Preqin, Van Lanschot Kempen (dec. 2023). Performance is weergegeven exclusief kosten, in USD, tenzij expliciet anders vermeld. Uw kapitaal loopt risico en u kunt uw inleg geheel of gedeeltelijk verliezen.



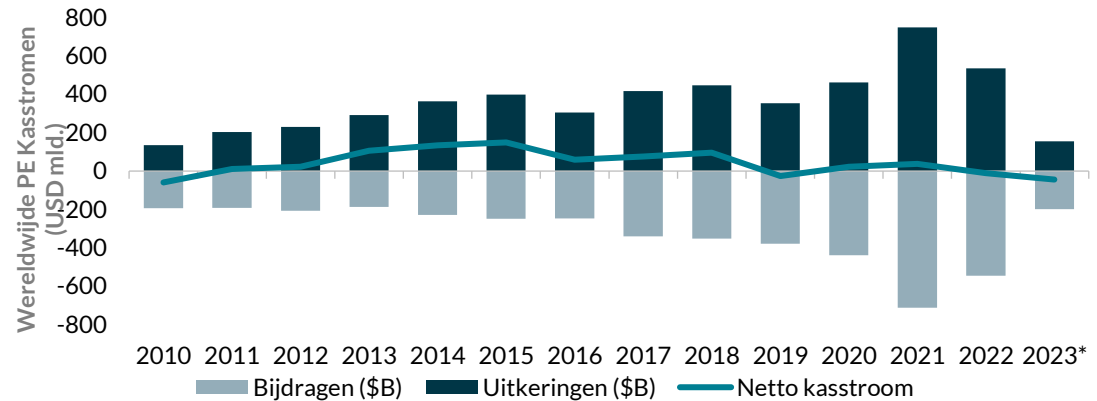
# Private Equity

## Huidige situatie: Negatieve netto kasstroom, bloeiende secundaire markt

In de afgelopen kwartalen hielden PE-managers hun beleggingen langer aan in de hoop betere exitwaarderingen te bereiken, wat leidde tot een aanzienlijke daling in nieuwe deals en exits. De verhouding tussen (het aantal) exits versus nieuwe investeringen is verder gedaald tot een dieptepunt (0,36x voor de VS, 0,41x voor de EU).

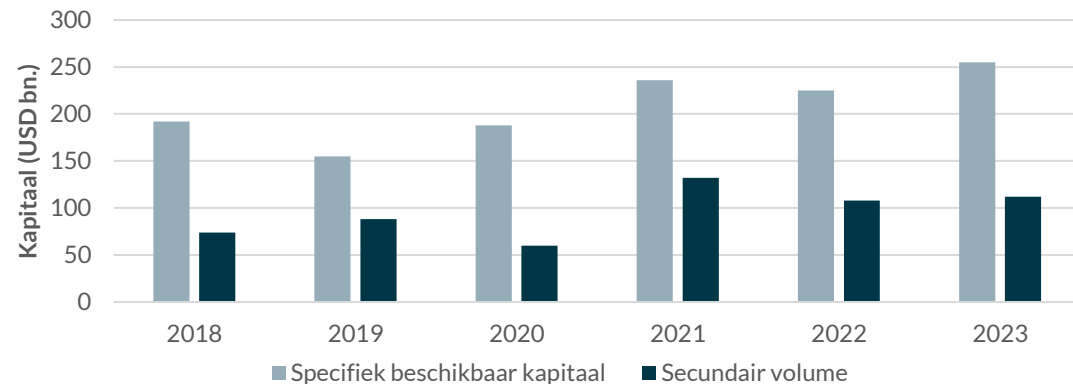
Voor volledig geïnvesteerde fondsen heeft het langer aanhouden van beleggingen geleid tot minder uitkeringen aan klanten. Omdat sommige klanten liquiditeit nodig hadden om eerder aangegane kapitaalverbintenissen te financieren en/of hun portefeuille opnieuw in evenwicht te brengen, stonden sommige PE-managers onder druk om uittredingen te 'creëren', bijvoorbeeld via de secundaire markt. Dit creëerde aantrekkelijke investeringsmogelijkheden op de secundaire markt, die in 2023 het op één na hoogste transactievolume in haar geschiedenis kende (112 miljard USD), met een gemiddelde prijsstelling rond 85% van de NAV (bron: Jefferies). Ook toekomstige fondsenwerving zal sterk afhangen van het vermogen van PE-managers om liquiditeit te creëren.

### 21. Uitkeringen aan klanten nog steeds netto negatief



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

### 22. Wereldwijde secundaire PE-markt bloeit op



Bron: Preqin, Jefferies, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).



# Private Equity

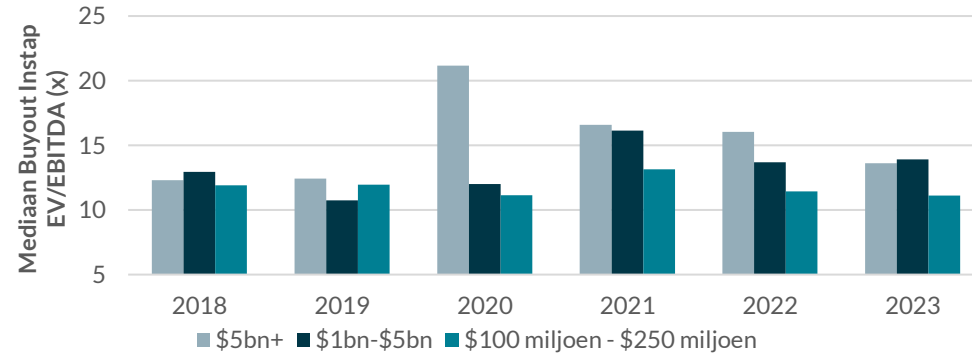
## Vooruitzichten (6-12 mnd.): 2024 ziet er beter uit, als exit-activiteit herstelt

Wij denken dat 2024 een beter jaar zal worden voor private equity, omdat meer duidelijkheid over economische groei en het beleid van centrale banken een opleving van de exit-activiteit teweeg zouden kunnen brengen. Er zijn al enkele voorzichtige tekenen van herstel in de PE-markt:

- De waarderingskloof tussen kopers en verkopers lijkt kleiner te zijn geworden naarmate de publieke markten beter hebben gepresteerd en waarderingen zijn gedaald (bijv. EV/EBITDA tot ~ 11,1x voor kleinere deals);
- De leverage blijft dalen, omdat managers zich richten op het optimaliseren van de operationele prestaties in plaats van de financiële leverage. Schuldfinanciering blijft dalen, tot ~44%;
- De activiteit op de fusie- en overnamemarkt en de IPO-markt trekt langzaam weer aan, waardoor het aantal uitstapmogelijkheden voor PE-managers weer toeneemt.

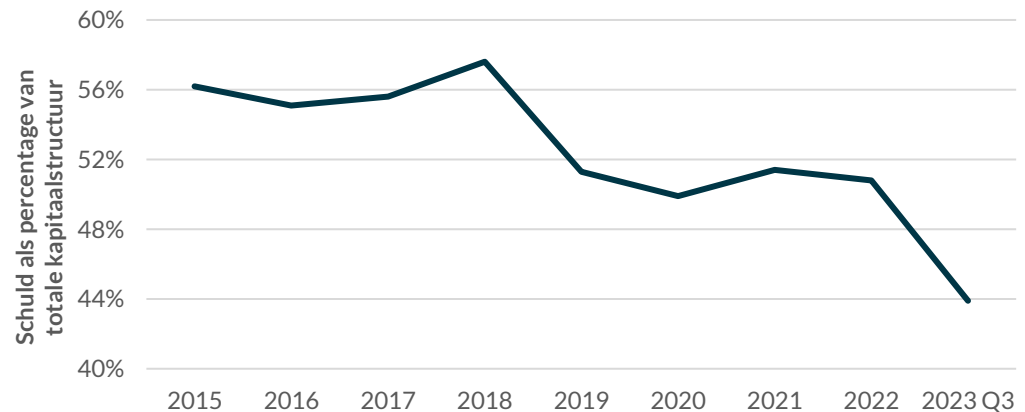
Hoewel we voorzichtig blijven over Private Equity (vooral over grote buyoutfondsen), merken we op dat er aantrekkelijke kansen kunnen liggen in kleinere deals, gezien de lagere instap-waarderingen en het grotere operationele waardecreatiepotentieel.

### 23. Waarderingen stabiel, kleinere deals handelen aantrekkelijker



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

### 24. Leverage in transacties daalt verder vanwege afname schuldfinanciering



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



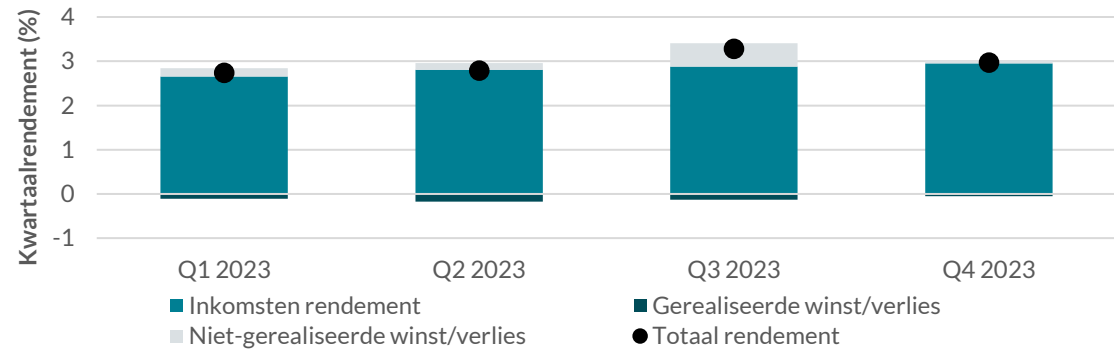
# Corporate Direct Lending

## Rendement Q4-'23: Hoge stabiele inkomsten en lage kredietverliezen

Corporate direct lending (Amerikaans, PE sponsor-gedreven, middle market) behaalde een rendement van +3,0% in het vierde kwartaal van 2023\*. Het totale rendement was volledig toe te schrijven aan het couponrendement (+3,0%). Beleggingscategorieën met variabele couponrente (bijv. Corporate direct lending, Leveraged loans) leveren momenteel relatief hoge inkomsten op dankzij de hoge beleidsrente. Voordelen van Corporate direct lending zijn bijvoorbeeld dat directe kredietverstrekkers meer flexibiliteit kunnen bieden bij de acceptatie en ondersteuning van verschillende soorten kredietnemers en op hun beurt relatief sterkere convenantbeschermingen kunnen bedingen, waardoor ze mogelijk hogere terugvorderingspercentages kunnen behalen.

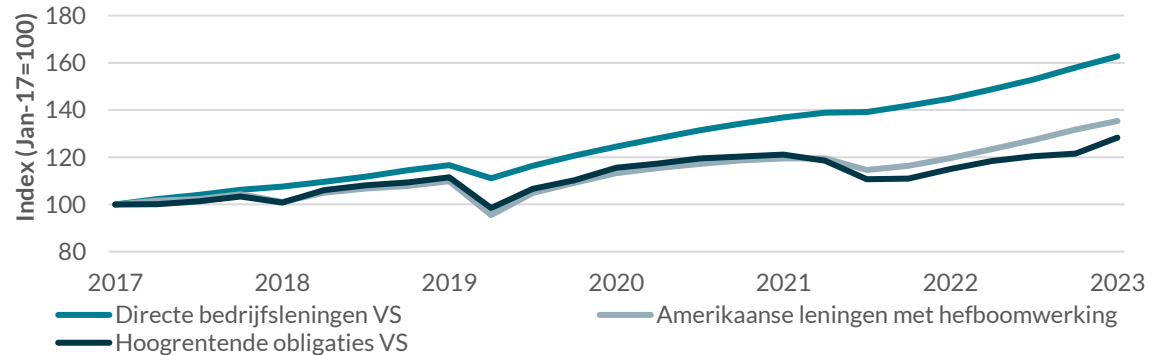
In het vierde kwartaal presteerde Corporate direct lending (+3,0%) minder goed dan High yield bedrijfsobligaties (+7,1%) en in lijn met Leveraged loans (+2,8%). Op de langere termijn presteerde Corporate direct lending een stuk beter dan beide andere categorieën.

### 25. Rendement Corporate direct lending



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

### 26. Rendement versus High yield bedrijfsobligaties en Leveraged loans



Bron: Cliffwater, ICE BofA, JP Morgan, Van Lanschot Kempen (dec 2023).

\* Directe bedrijfsleningen: Cliffwater CDLI-S Index, US High Yield: ICE BofA US High Yield Master II Index (HOAO), US Leveraged loans: JP Morgan Leveraged Loan-index. Rendementen in USD. Zie ook Indexdefinities. Uw kapitaal loopt risico en u kunt uw inleg geheel of gedeeltelijk verliezen.





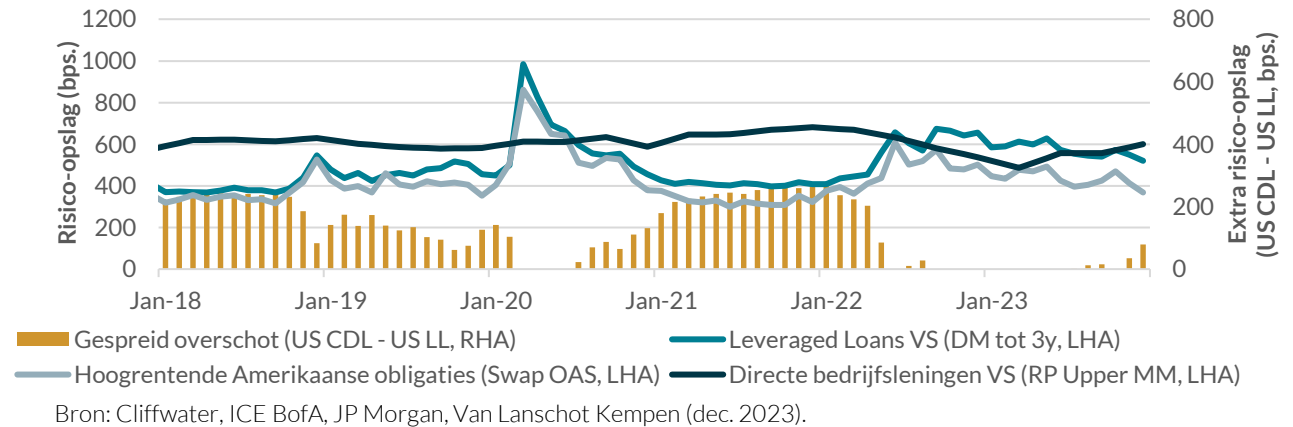
# Corporate Direct Lending

## Huidige situatie: Risico-opslag en wanbetalingspercentages gemiddeld

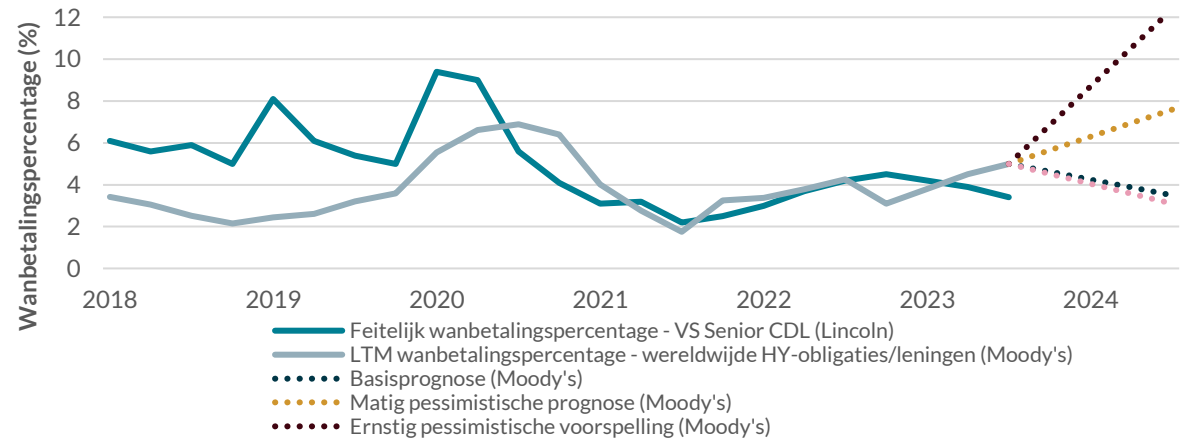
Het effectieve rendement op Corporate direct lending blijft hoog (11,7% zonder leverage) dankzij de hoge beleidsrentes. De risico-opslag (~600bps.) ligt echter dichtbij haar lange-termijn-gemiddelde en is slechts iets wijder dan de risico-opslag op Leveraged loans (521bps.), omdat de concurrentie tussen kredietverstrekkers is toegenomen. High-yield obligaties hebben weliswaar een hogere kredietkwaliteit dan voorheen, maar handelen ook relatief duur (363bps.).

Het klimaat voor wanbetalingen zal naar verwachting gunstig blijven, hoewel er nog wat verslechtering kan komen door de vertraagde effecten van het restrictieve monetaire beleid. Voor Corporate direct lending daalde het wanbetalingspercentage naar 3,4% per jaareinde. Kredietverstrekkers hebben weliswaar sterkere convenanten, maar (in tegenstelling tot Leveraged loans) ook meer speelruimte: in het bepalen of herstructureringen meetellen voor wanbetalingspercentages, ze kunnen leningnemers de mogelijkheid bieden om over te stappen op 'PIK-rente' (rente betalen in extra schuld in plaats van contanten) en ze kunnen kapitaalinjecties doen bij leningnemers om wanbetaling te voorkomen.

### 27. Waardering - Risico-opslag voor Corporate direct lending iets wijder



### 28. Wanbetalingspercentages bij risicovollere bedrijven - actueel en prognose\*



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

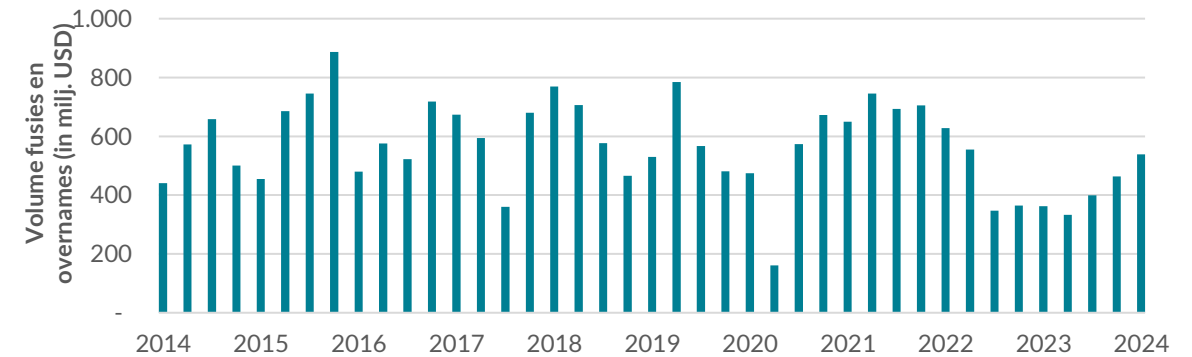
# Corporate Direct Lending

## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Sterke concurrentie, groeiende kansenset

Met naar schatting 200 miljard USD langs de zijlijn dat wacht om geïnvesteerd te worden (bron: Preqin) te midden van krappere risico-opslagen in de publieke markt, verwachten we dat de extra vergoeding ten opzichte van Leveraged loans onder druk zal blijven staan. Hoewel het hoge effectieve rendement een sterke rugwind is voor toekomstige totale rendementen, ligt de piek in beleidsrente's waarschijnlijk achter ons en we verwachten daarmee dat de aantrekkingskracht van de variabele couponrente zal afnemen.

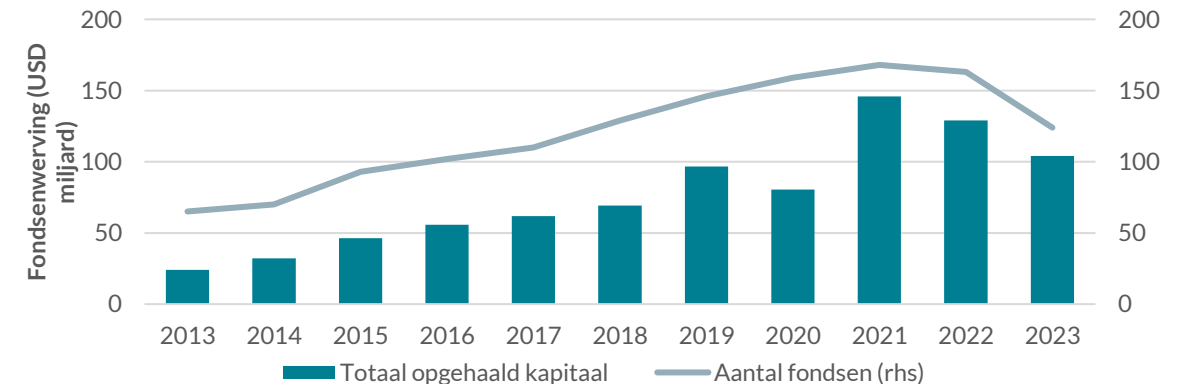
Meer duidelijkheid qua macro-economische omgeving en een wederopleving van de fusie- en overnamemarkt zou de kansenset in de komende kwartalen kunnen vergroten. Hiernaast zal verdere disintermediatie van banken in Europa de groei van Corporate direct lending ondersteunen. Bescheiden groeiverwachtingen voor de eurozone en verhoogde beleidstarieven betekenen dat de algehele kredietkwaliteit voor minder kredietwaardige leningnemers in 2024 iets kan dalen, maar we verwachten geen piek in faillissementen. Met risico-opslagen in de buurt van lange-termijngemiddeldes, handhaven we onze Neutrale visie op deze beleggingscategorie.

### 29. Fusies en overnames trekken weer aan



Bron: Factset, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

### 30. Fondsenwerving voor Corporate direct lending nog steeds hoog



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

\* Directe bedrijfsleningen: Lincoln Senior Debt index, 12 month Global speculative-grade corporate default rate (inclusief distressed exchanges) en prognose: Moody's Investor Services.



# Structured Credit

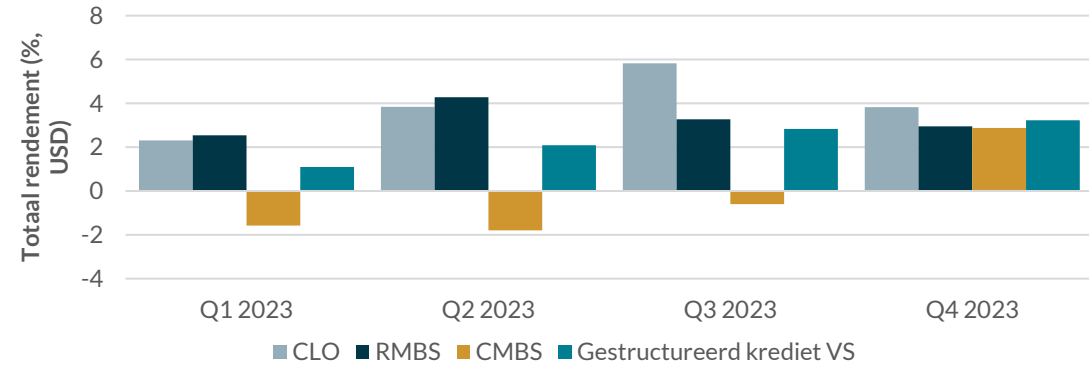
## Rendement Q4-'23: Positief rendement in alle sectoren, inclusief CMBS

Structured credit (Amerikaans, private sector, mezzanine) presteerde sterk (+3,2%) in het vierde kwartaal, deels dankzij het eerste positieve kwartaalrendement in CMBS (+2,9%) in twee jaar tijd. Amerikaanse BBB CLO's waren de best presterende sector in 2023 met een rendement van 18,9%\*.

De risico-opslagen in CMBS namen tot eind oktober toe door de angst voor herfinancieringsrisico's en kredietverliezen in commercieel vastgoed (met name kantoren) nadat de 10-jaarsrente op schatkistpapier de 5% naderde. Die trend sloeg om toen de Federal Reserve op 1 November een agressievere versoepeling voorstond; de 10-jaars Treasury yield daalde naar 3,8% en de kans op een 'zachte landing' in de VS nam toe. Dit leidde tot meer rust in de CMBS-markt.

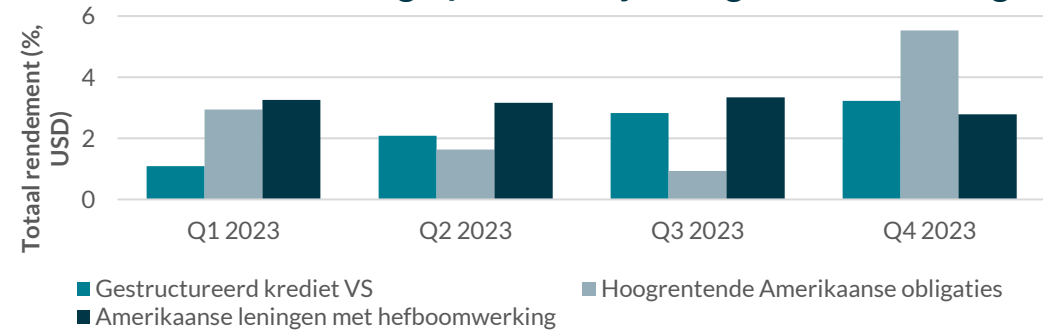
Op relatieve basis presteerde Structured credit in het vierde kwartaal beter dan Amerikaanse Leveraged Loans (+2,8%), terwijl het minder goed presteerde dan Amerikaanse High-yield bedrijfsobligaties\* (+5,5%).

### 31. Rendement Structured credit



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

### 32. Rendement versus High yield bedrijfsobligaties en Leveraged Loans



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

\* Structured Credit: focus op BBB-rating, dus een gelijk gewogen proxy van JP Morgan CLOIE BBB-index (US BBB CLO's), ICE BofA US BBB CMBS-index (CB40) en 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 Loan: JP Morgan Leveraged Loan index. CLO's zijn Collateralized Loan Obligations, RMBS zijn Residential Mortgage-backed Securities en CMBS zijn Commercial Mortgage-backed Securities. Zie ook Indexdefinities. Uw kapitaal loopt risico en u kunt uw inleg geheel of gedeeltelijk verliezen.

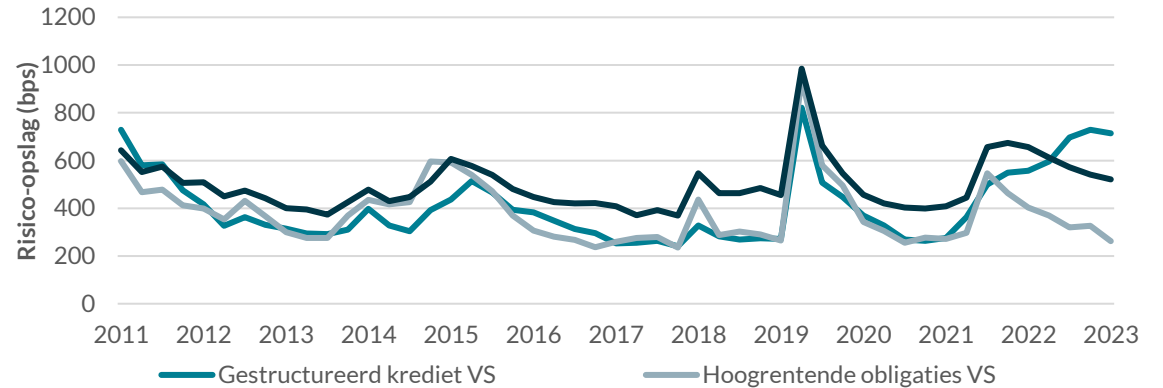
# Structured Credit

## Huidige situatie: Risico-opslag vooral gedreven door stress in CMBS

In het vierde kwartaal verkrapten de risico-opslagen van Amerikaanse High-yield bedrijfsobligaties\* en Amerikaanse leveraged loans tot respectievelijk 262bps. en 521bps. Een aanhoudend sterke vraag naar effectief rendement en de toegenomen waarschijnlijkheid van een 'zachte landing' zorgden ervoor dat risico-opslag in high yield verkrapte tot historisch lage niveaus (262bps.). De risico-opslag in Structured credit bleef gelijk, rond de 714bps. De tweedeling tussen sectoren in Structured credit blijft groot: de risico-opslagen op Amerikaanse BBB CLO's en BB Non-agency RMBS verkrapten tot 409bps. en 384bps (resp.), terwijl de risico-opslag op Amerikaanse BBB CMBS verder opliep tot 1349bps.

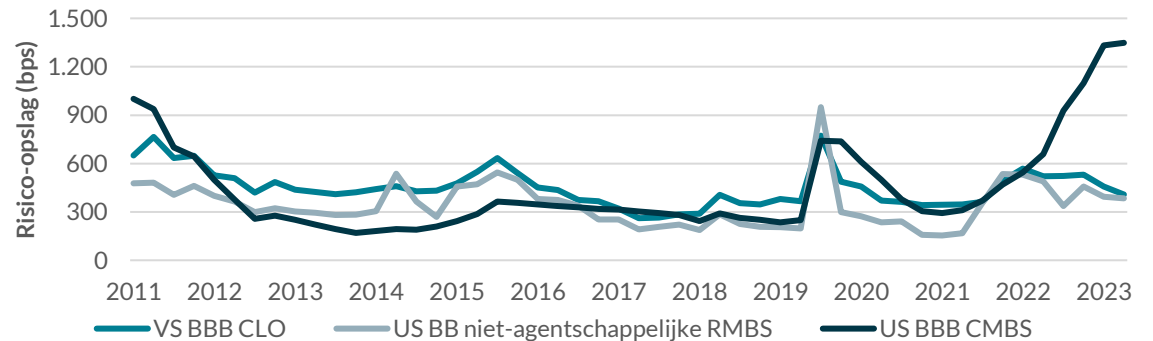
Amerikaanse RMBS blijft relatief sterk: een negatief netto aanbod van woningen heeft geleid tot een aanhoudende stijging van de huizenprijzen (bijv. de S&P CoreLogic Case-Shiller 20-City composite index steeg met ~5% j-o-j). Veel huiseigenaren zitten 'vast' aan hun hypotheek omdat de effectieve hypotheekrente in de VS verder is gestegen tot 3,8%: dit is wellicht ook een verklaring voor de lage kredietverliezen op woninghypotheek.

### 33. Waardering – Risico-opslag hoger dan bij vergelijkbare instrumenten



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

### 34. ...maar deze hogere risico-opslag wordt vooral veroorzaakt door CMBS



Bron: JP Morgan, ICE BofA, Citi, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

\* Structured Credit: gelijk gewogen proxy van JP Morgan CLOIE BBB index (US BBB CLO's), ICE BofA US BBB CMBS index (CB40) en 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 Loan: JP Morgan Leveraged Loan index. Zie ook Indexdefinities.

# Structured Credit

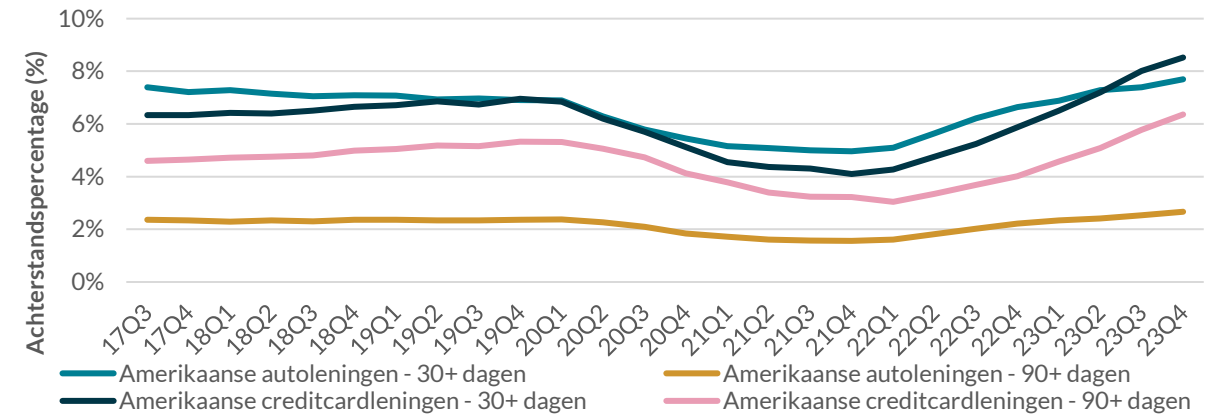
## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Enkele segmenten goed in de gaten houden

Amerikaanse CLO's blijven goed presteren, vooral omdat de rendementen en kredietperformance van het onderliggende onderpand sterk blijft. Wanbetalingspercentages voor leveraged loans zijn voorlopig dicht bij hun langetermijngemiddelde van 3,0% gebleven.

Amerikaanse Consumenten ABS kent enkele segmenten met een hoger kredietrisico, zoals autoleningen aan minder kredietwaardige leningnemers en ongedekte consumentleningen (bijv. creditcards). Deze kampen met verslechterende kredietprestaties nu consumentenfinanciën onder druk staan door de nog steeds hogere inflatie. De structurele bescherming binnen de ABS-structuren heeft tot nu toe echter geholpen om de zwakkere kredietperformance te compenseren.

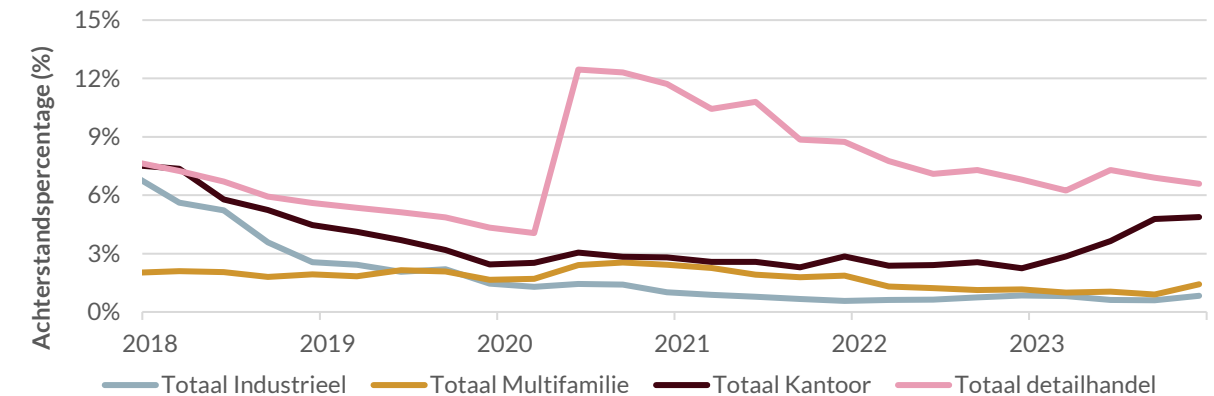
Nu risico-opslagen in de meeste sectoren van Structured credit zijn teruggekeerd naar hun lange-termijngemiddeldes en CMBS wijd handelt vanwege stress in de sector, hebben we onze visie op deze beleggingscategorie teruggebracht naar Neutraal.

### 35. Achterstallige betalingen creditcard en autoleningen VS blijven stijgen



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

### 36. Achterstallige betalingen in CMBS stegen vooral in de kantorensector



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

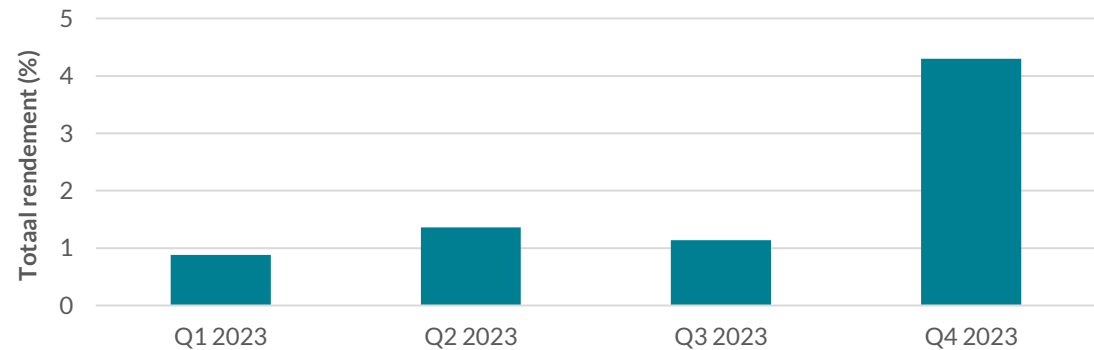
# Corporate Distressed Debt

## Rendement Q4-'23: Sterk absoluut rendement dankzij sterke markten

Corporate distressed debt presteerde sterk in het vierde kwartaal met een rendement van +4,3% (FY 2023: +7,9%), geholpen door sterke publieke markten\*. Op relatieve basis presteerde Corporate distressed debt in het vierde kwartaal beter dan Amerikaanse leveraged loans (+2,8%) en slechter dan Amerikaanse high yield bedrijfsobligaties (+7,1%).

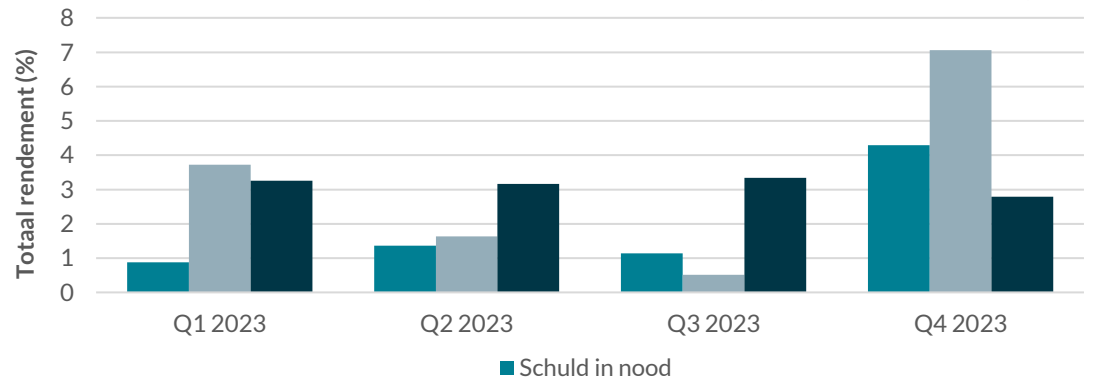
Terwijl de marktconsensus aan het begin van 2023 uitging van een milde recessie, bleek de Amerikaanse economie de afgelopen kwartalen zeer veerkrachtig dankzij de sterke consumentenbestedingen en de aanhoudende stimuleringsmaatregelen van de Amerikaanse overheid. Dit leidde tot een sterke rally op de aandelen- en kredietmarkten en daarmee tot een minder aantrekkelijke kansenset voor Corporate distressed debt, dat juist kan profiteren van stress-situaties bij bedrijven. Sectoren waar zich momenteel relatief veel stress voordoet zijn Gezondheidszorg, Media en Telecom. Covid-19 heeft veel seculaire thema's in de gezondheidszorg versneld, wat veel sneller tot winnaars en verliezers heeft geleid dan verwacht.

### 37. Rendement Corporate distressed debt



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

### 38. Rendement versus High Yield bedrijfsobligaties en Leveraged loans



Bron: HFR, ICE BofA, JP Morgan, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

\* Distressed debt: HFRI Event Driven: Distressed/Restructuring Index, US High Yield: ICE BofA US High Yield Master II Index (HOOA), US Leveraged Loan: JP Morgan Leveraged Loan index. Zie ook Indexdefinities. Uw kapitaal loopt risico en u kunt uw inleg geheel of gedeeltelijk verliezen.



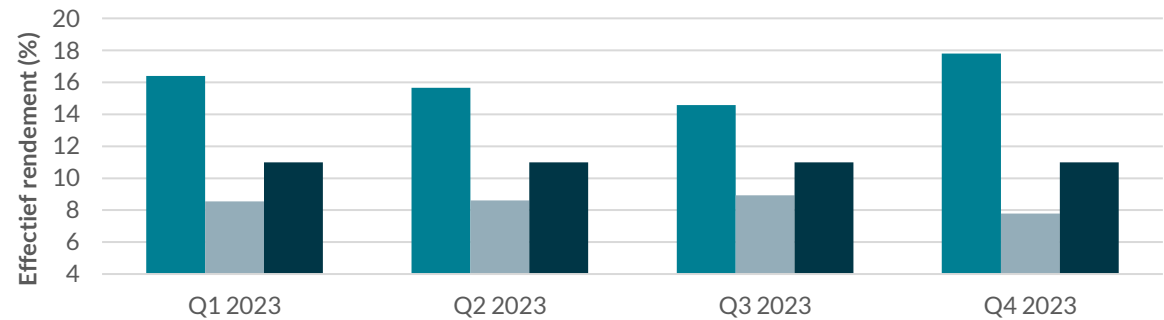
# Corporate Distressed Debt

## Huidige situatie: Yield blijft hoog, wanbetalingen lopen gestaag op

Aan het einde van het vierde kwartaal was het effectief rendement op de Corporate distressed debt kansenset nog steeds aanzienlijk hoger (~18%) dan het rendement op Amerikaanse High-yield bedrijfsobligaties (~8%) en Amerikaanse Leveraged loans (~11%). Het effectieve rendement op deze categorie ligt hoger ter compensatie van het doorgaans hogere kredietrisico, illiquiditeit en litigation.

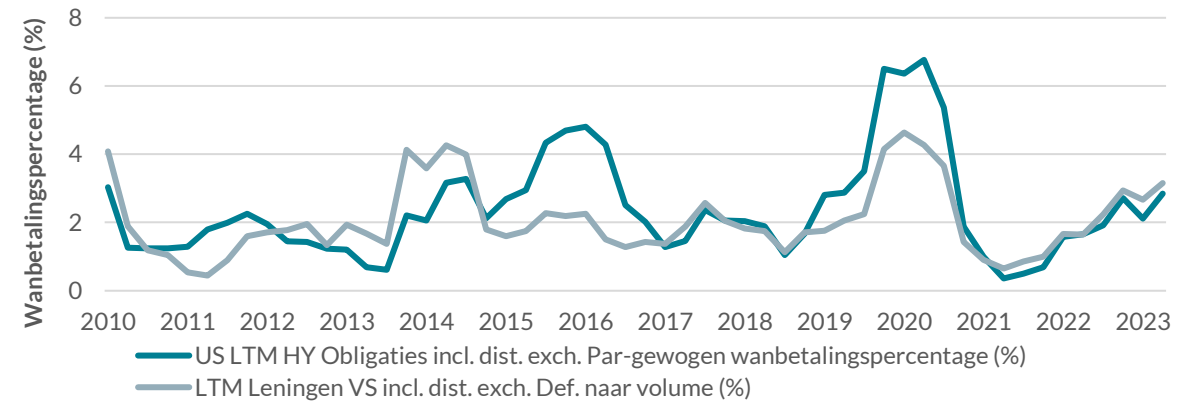
Nu de beleidsrente's nog steeds aanzienlijk hoger is dan 24 maanden geleden, zijn financieringskosten voor de meeste bedrijven bijna verdubbeld; dit heeft geleid tot hogere wanbetalingspercentages (inclusief 'distressed exchanges'\*) voor Amerikaanse High-yield bedrijfsobligaties en Amerikaanse Leveraged loans, die het jaar eindigden op respectievelijk 2,8% en 3,2% (tegenover 1,7% eind 2022). We verwachten geen piek in wanbetalingen, maar we zien wel een sterke toename in 'distressed exchanges'; dit komt doordat veel leningnemers eigendom zijn van private equity-huizen, die de voorkeur geven aan distressed exchanges, om hiermee tijd te kopen en meer eigen vermogen te behouden.

### 39. Yield op de Corporate distressed debt kansenset blijft hoog



Bron: ICE BofA, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

### 40. Hogere financieringskosten zorgen voor gestage toename wanbetalingen



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

\* Distressed exchanges zijn situaties waarbij leningnemers om faillissement te voorkomen bij hun crediteuren bedingen dat ze bijvoorbeeld schulden verlengen, bezwarende covenanten mogen afzwakken, en/of assets mogen leveren met een lagere waarde dan hun obligaties waard zijn.

# Corporate Distressed Debt

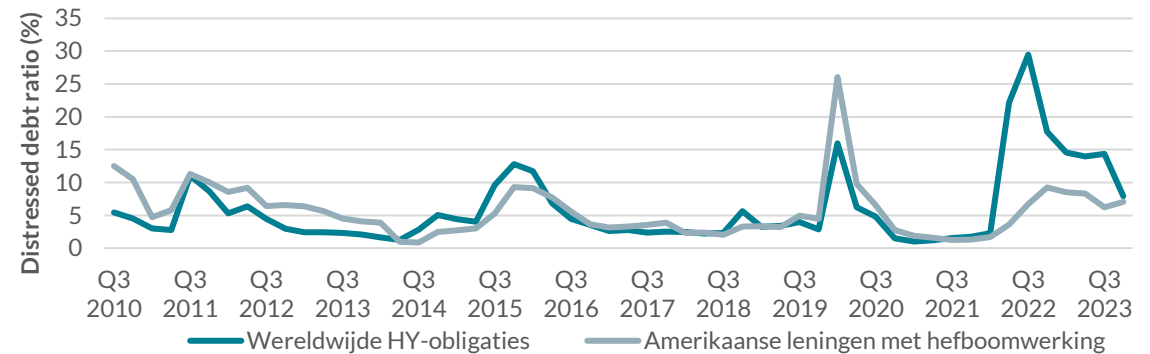
## Vooruitzichten (6-12 mnd.): Veel goede bedrijven met zwakke balansen

Nu verwacht wordt dat de groei van het Amerikaanse bbp richting jaareinde zou kunnen vertragen, zullen bedrijven die enkele jaren terug gefinancierd zijn met een hoge leverage langzaamaan geconfronteerd gaan worden met teruglopende opbrengsten en hoge lasten. Dit zou kansen moeten bieden om goede bedrijven met slechte balansen te herfinancieren en/of te herstructureren.

De distressed debt ratio, die vaak een voorlopende indicator is gebleken voor toekomstige potentiële wanbetalingen, daalde aanzienlijk over de laatste kwartalen. Het is wel de vraag of het dit keer ook weer een goede indicator is voor de kansenset: in 2007 waren distressed debt ratio's ook erg laag, vlak voordat de GFC begon. Bij Amerikaanse Leveraged loans zien we nog steeds twee kredietrating-verlagingen voor elke -verbetering en er is een dreigende opstapeling van aflopende leningen vanaf 2025. De feitelijke wanbetalingspercentages liggen op dit moment dichtbij hun lange-termijngemiddelde.

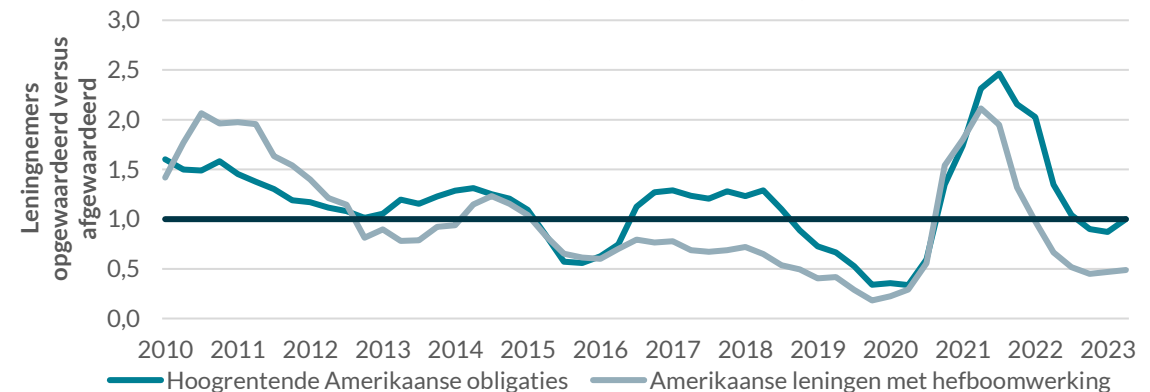
We verwachten dat de kansenset voldoende aantrekkelijk blijft en blijven daarom gematigd positief over de beleggingscategorie.

### 41. Distressed debt ratio is de afgelopen kwartalen aanzienlijk gedaald



Bron: ICE BofA, JP Morgan, Van Lanschot Kempen (dec. 2023).

### 42. Stabilisatie van opwaarderings/afwaarderingsratio's



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

\*Distress Ratio: marktwaarde gewogen proxy gebaseerd op (percentage) HY-obligaties in ICE BofA Global High Yield index (HW00) verhandeld onder 80 contante prijs, US Leveraged loans in JP Morgan Leveraged Loan index verhandeld onder 80 contante prijs, Alles inclusief distressed beurzen.



# Index definities

## Niet-beursgenoteerd Vastgoed (Core)

De MSCI Quarterly Property fondsindices zijn waarde-gewogen en geven de rendementen 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 (Core / Core+)

De EDHEC Infra300 index is gelijkgewogen en geeft het marked-to-market rendement weer (na aftrek van vergoedingen) van 300 niet-beursgenoteerde private infrastructuur aandelenbeleggingen (wereldwijd, met een marktkapitalisatie van \$ 304 miljard).

## Landbouwgrond

De NCREIF Farmland index is een waardegewogen index en vertegenwoordigt het rendement zonder hefboomwerking (na aftrek van vergoedingen) van een grote pool van individueel inkomen genererend agrarisch onroerend goed in de VS (\$ 16 miljard. totale marktkapitalisatie), uitsluitend voor beleggingsdoeleinden aangekocht op de particuliere markt, zoals in bezit van Amerikaanse pensioenfondsen.

## Private Equity

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

## Corporate Direct Lending

De Cliffwater Senior Direct Lending Index (CDLI-S) meet de unlevered brutorendementen van direct uitgegeven Amerikaanse (senior secured) bedrijfsleningen in het middensegment van de markt, zoals vertegenwoordigd door de activagewogen prestaties van de onderliggende activa van Business Development Companies (BDC's), waaronder zowel op de beurs verhandelde als niet-beursgenoteerde BDC's, met inachtneming van bepaalde toelatingseisen. De marktkapitalisatie van de index is momenteel ongeveer \$ 100 miljard. Wij beschouwen de VS als representatief voor wereldwijde blootstelling, aangezien deze index ruwweg 65% van de wereldwijde markt dekt.

## Structured Credit

Voor (privaat, mezzanine) Structured Credit is een gelijkgewogen mix van 3 sectorindices (brutorendement, instrumentnivo) gebruikt. De JP Morgan Collateralized Loan Obligation BBB-index (CLOIE) is een naar waarde gewogen index van BBB CLO's in USD. De ICE BofA US BBB CMBS-index (CB40) is een naar waarde gewogen index van in USD luidende BBB CMBS. Citi levert gegevens voor US non-agency RMBS Credit Risk Transfer M2 (meestal met BB-rating). Wij beschouwen de VS als representatief voor de wereldwijde blootstelling, omdat deze index ruwweg 70% van de wereldwijde Structured Credit-markt dekt.

## Corporate distressed debt

De HFRI Event-Driven Distressed Restructuring index is een waarde-gewogen index van fondsen die zich voornamelijk richten op het beleggen in schuldinstrumenten die zijn uitgegeven door bedrijven (wereldwijd) die met een aanzienlijke korting worden verhandeld als gevolg van (formele of marktperceptie van) faillissementsprocedures op korte termijn. Rendementen worden gerapporteerd na aftrek van alle vergoedingen.

**Nota bene:** beschreven rendementen van een beursgenoteerde beleggingscategorie komen nauw overeen met de feitelijke rendementen, aangezien een belegger onmiddellijk en volledig kan beleggen in de betreffende 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.



## Lees meer

[Meld u hier aan](#) om opgenomen te worden op de emaildistributielijst.

[Lees meer](#) over onze Alternative Investment Solutions.

## Contact

Nederland  
Beethovenstraat 300  
1077 WZ Amsterdam  
+31(0)20 348 8700

United Kingdom  
20 Gracechurch Street  
London, EC3V0BG  
+44(0)20 3636 9400

France  
16 Cours Albert 1er  
75008 Paris  
+33(0)18 375 6273



Volg ons op LinkedIn.



## Auteurs



**Pieter Heijboer**  
Head Investment  
Strategy & Research



**Panashe Bera**  
Sr. Associate  
Investment Strategy



**Calum Edgar**  
Associate Investment  
Strategy



**Mees Vlasveld**  
Associate Investment  
Strategy



## Disclaimer

Deze publicatie van Van Lanschot Kempen Investment Management N.V. (VLK Investment Management) wordt uitsluitend ter informatie verspreid. De informatie in dit document is onvolledig zonder mondelinge toelichting door een medewerker van VLK Investment Management. VLK Investment Management heeft een vergunning als beheerder van diverse icbe's en abi's en is bevoegd om 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 openbaar worden gemaakt in de zin van de Benchmarkverordening. Daarom worden benchmarkgegevens in deze publicatie uitsluitend voor interne zakelijke en niet-commerciële doeleinden aan u ter beschikking gesteld. Deze publicatie mag op geen enkel moment worden gezien als een aanbod en u kunt geen rechten ontlenen aan deze publicatie.

De meeste alternatieve beleggingen zijn langetermijnbeleggingen en de prestaties moeten dus over een langere tijdshorizon worden geëvalueerd. Alternatieve beleggingen zijn niet geschikt voor alle klanten: beleggingen kunnen speculatief zijn en aanzienlijke risico's met zich meebrengen, zoals illiquiditeit, verhoogd verliespotentieel en gebrek aan transparantie. Alternatieve beleggingen zijn zeer heterogeen van aard, met een enorme spreiding tussen beheerders. De onzekerheid over de fondsselectie, het tempo waarin verbintenissen worden aangegaan en niet-opgevraagde en/of niet-vastgelegde componenten dragen in belangrijke mate bij tot de reële prestaties van privé-activa. Alle beleggingen brengen risico's met zich mee, inclusief mogelijk verlies van de hoofdsom.

De meningen die worden geuit zijn die van het Investment Strategy & Research-team van VLK Investment Management op de publicatiedatum van dit rapport en kunnen op elk moment zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Toekomstgerichte verklaringen zijn geen betrouwbare indicatoren voor toekomstige gebeurtenissen en er wordt geen garantie gegeven dat dergelijke activiteiten zullen plaatsvinden zoals verwacht of überhaupt zullen plaatsvinden. De externe bronnen die zijn gebruikt om deze publicatie te produceren, zijn met grote zorg en te goeder trouw geselecteerd. We kunnen niet garanderen dat de informatie en gegevens uit deze bronnen up-to-date, correct en volledig zijn. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid voor druk- en typefouten.

Niets uit deze presentatie mag geheel of gedeeltelijk worden verspreid of gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke 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 te actualiseren of te wijzigen. Dit document is niet bedoeld voor verspreiding in de VS en/of aan Amerikaanse personen of in rechtsgebieden waar de verspreiding ervan door VLK Investment Management aan beperkingen onderhevig zou zijn.

