

VOORZITTER:

Marthe Tuinstra, PGB Pensioendiensten

DEELNEMERS:

Dirk van de Geer, Psf. Hoogovens

Jules Koekkoek, a.s.r. Vermogensbeheer

René van de Merwe, Wealth Management Partners

Simon Perry, Alcentra, een boutique van BNY Mellon

Koen Ronda, IBS Capital Management

Markus Schaen, MN

Erik Schmahl, Rabobank Group

Foto: Cor Salverius Fotografie



# VOOR EEN HOGER RENDEMENT IS MEER RISICO DURVEN NEMEN NOODZAKELIJK

Door Wim Groeneveld

Bijna een jaar geleden verklaarde de World Health Organization de uitbraak van COVID-19 tot een pandemie, met als gevolg dat de financiële markten in beroering raakten en overheden ongekend monetair en budgettair moesten ingrijpen. Door de lockdowns kwamen de rendementen van fixed income in belangrijke landen onder het niveau van vóór de crisis te liggen. Wat zijn nu de perspectieven voor vastrentende waarden en met welke uitdagingen hebben beleggers te maken? Gedurende deze Ronde Tafel werden de visies gedeeld.



### Wat zijn de vooruitzichten voor fixed income?

**René van de Merwe:** 'In vergelijking met de afgelopen jaren zijn die niet positief. In sommige markten zijn de yields historisch gezien zelfs op het laagste punt aanbeland, wat lage directe rendementen zal opleveren. De kans bestaat ook dat de inflatie zal toenemen, wat in feite een tail risk is. Daarbovenop moeten we in Europa rekening houden met idiosyncratische risico's die weer oplaaien, bijvoorbeeld als gevolg van de Brexit, maar ook met de interne stabiliteit van de eurozone.'

**Erik Schmahl:** 'Ik vraag me af of we er zo zeker van kunnen zijn dat de centrale banken de rente zo laag kunnen houden als nu het geval is. Er zal een moment komen dat de rente omhoog schiet naar het niveau van twee jaar geleden. Ik ben er zeker van dat dit mogelijk is, met name als de economische

situatie weer normaal wordt. Ik geloof niet zozeer in een Japanscenario.'

**Dirk van de Geer:** 'De vooruitzichten zijn vrij somber. Er verandert weinig aan de spreads en de yields. Fundamenteel bekeken, is er geen goede reden te bedenken om te investeren in negatief renderende schulden. We doen dat eigenlijk alleen omdat we daartoe verplicht zijn en om ons balansrisico te beheren. Maar goed, ergens moet een bodem liggen voor yields.'

**Koen Ronda:** 'Ik vind het verstandig om onderscheid te maken tussen listed en private debt, omdat de ECB al veel geld heeft vrijgemaakt om listed debt-obligaties op te kopen. Ook kan er in bepaalde sectoren sprake zijn van inflatoire druk, zonder dat de rentes zullen bewegen, en dat heeft alles te maken met

> **Marthe Tuinstra** is sinds september 2015 werkzaam als Portfolio Manager Alternative Fixed Income binnen het External Mandates Team van PGB Pensioendiensten (voorheen Timeos). Daarvoor bekleedde zij commerciële functies bij AXA Investment Managers (van september 2012 tot en met augustus 2015) en Goldman Sachs Asset Management (van november 2007 tot en met augustus 2012). Tuinstra heeft een Bachelor of Economics en een Master of Financial Economics behaald aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.



Foto: Cor Salverius Fotografie





> Dirk van de Geer is sinds 2012 Senior Investment Manager bij Stichting Pensioenfonds Hoogovens. In die hoedanigheid is hij verantwoordelijk voor de strategie en invulling van de creditportefeuille van het pensioenfonds. Deze is geïnvesteerd in high yield bonds, leveraged loans, direct lending aan middle market companies en CLO debt. Hiervoor was hij Portfoliomanager bij Finles Capital Management, een hedge fund boutique in Nederland.

het nog steeds behoorlijk agressieve monetaire beleid. We zijn optimistisch over private debt. Banken trekken zich steeds meer terug in private market-leningen, vooral wanneer sprake is van complexiteit van bedrijfsleningen. Ik geloof dat de situatie heel anders is voor private debt dan voor listed debt, alleen al omdat het monetaire beleid Main Street minder bereikt. Wat betreft fixed income is er dus sprake van twee verschillende gezichten.'

### Wat zijn de belangrijkste uitdagingen voor fixed income-beleggers in de komende jaren?

**Markus Schaen:** 'Voor vastrentende beleggers is de grootste uitdaging om gedisciplineerd te blijven. De search for yield gaat door. Sommige beleggers lijken ronduit wanhopig op zoek naar rendement. Discipline is nodig om te voorkomen dat er meer risico wordt genomen dan voor hen acceptabel en veilig is. En ook om te voorkomen dat ze in te complexe producten stappen zonder de noodzakelijke kennis te hebben.'

**Jules Koekkoek:** 'Ik ben het volledig eens met Schaen wat betreft de search for yield en het belang van gedisciplineerd blijven. Je ziet een ontkoppeling tussen spreads en fundamentals, waarbij spreads krappert worden en yields dalen.'

**Simon Perry:** 'Als een hoger rendement nodig is om aan hun liabilities te voldoen, dan zullen beleggers moeten kiezen waar ze risico nemen.'

**Schmahl:** 'Liquiditeit is best een issue. Aan het begin van 2020 keken veel beleggers naar veilige assets om in te beleggen en schrokken ze terug voor categorieën zoals high yield. Misschien met een goede reden, maar toen de pandemie om zich heen greep in maart was het ook onveilig als je was belegd in investment grade euro corporate debt met een duration van één

tot vijf jaar. Een daarop gerichte ETF ging 9% in koers onderuit. Veiligheid is een erg relatief begrip geworden.'

### We zitten nu al lange tijd in een situatie met lage rentes. Verliest fixed income zijn bufferfunctie?

**Van de Merwe:** 'Fixed income verliest zeker aan waarde als buffer, maar vastrentende waarden zullen altijd een zinvolle component van een beleggingsportefeuille blijven, onder meer vanwege de beperkte(re) drawdown-risico's. Ze kunnen daarmee als uitstekende funder fungeren van capital calls op de private markten, juist in tijden dat andere categorieën grote drawdowns kennen.'

**Van de Geer:** 'Wat is nog de rol van vastrentende waarden in je portefeuille? Voor pensioenfonds is het duidelijk: die moeten hun balansrisico managen. Maar wat zijn de fundamentele beweegredenen om te beleggen in negatief renderende vastrentende waarden indien hiervan geen sprake is? Na verloop van tijd verlies je geld en dan kun je niet meer echt spreken van een bufferfunctie.'

**Ronda:** 'Het is afhankelijk van hoe je klantenkring eruit ziet. Als cliënten minder goed in staat zijn met volatiliteit om te gaan en ertoe neigen in hoog volatiele tijden keuzes te maken die suboptimaal zijn, dan is dat in zekere zin een argument om hen nog steeds te laten investeren in vastrentende waarden met een lage rente. Veel particuliere beleggers worden bovendien nog steeds zenuwachtig als er hoge volatiliteit optreedt. Dus ik denk dat fixed income nog altijd een beschermende functie heeft in periodes van neergang, maar volmaakt risicobeheer zal er niet meer zijn.'

**Koekkoek:** 'Wij investeren grotendeels voor een verzekeringsmaatschappij. De Solvency II-regelgeving vereist dat we voldoen aan onze liabilities. Fixed income speelt daarbij een zeer belangrijke rol. Daarnaast is fixed income relatief stabiel qua cashflows en drawdown risks in vergelijking met risicovollere beleggingen. Vastrentende waarden, met name staatsobligaties, zijn een belangrijke bron van liquiditeit, die

**Voor vastrentende beleggers is de grootste uitdaging om gedisciplineerd te blijven.**

institutionele beleggers nodig kunnen hebben, hetzij voor derivaten, hetzij voor betalingen aan polishouders of leden van een pensioenfonds, hetzij om andere redenen.'

### Hoe kunnen beleggers in vastrentende waarden zich beschermen tegen het risico van een stijgende inflatie en tegelijkertijd dealen met een laagblijvende nominale rente?

**Schmahl:** 'Je zou natuurlijk index-linked bonds kunnen kopen. Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) hebben het goed gedaan in 2020. Over het geheel genomen zullen die een bescherming geven als je Europa en de Verenigde Staten in ogenschouw neemt. Als je er rekening mee houdt dat de inflatie op de lange termijn gaat toenemen, en zoals de TIPS-markt nu is geprijsd, dan is er in de VS en Europa opwaarts potentieel voor deze effecten. Ze kunnen een goede hedge zijn en gunstig bijdragen aan de performance van je portefeuille.'

**Van de Merwe:** 'Er zijn duidelijk veel opties op het gebied van effecten met variabele rente. In private debt zien we veel variabele rentes, maar uiteindelijk blijft de hoofdsom van de leningen gevoelig voor inflatie. Variabele rente is dus niet zaligmakend.'

**Ronda:** 'Misschien is fixed income niet de asset class die de beste hedge vormt tegen inflatie. Je kan bijvoorbeeld ook kiezen voor vastgoed of andere asset classes die een aan de inflatie gekoppeld prijsmechanisme hebben ingebouwd. Kijk ook naar alternatieven buiten vastrentende waarden om je totale portefeuille te beschermen tegen mogelijke inflatie.'

### Welke subcategorieën binnen fixed income zijn het meest aantrekkelijk? En gaat dat goed samen met jullie doelstellingen?

**Perry:** 'Private debt is een interessante manier om positieve inkomsten te genereren binnen een vastrentende portefeuille, met als bijkomend voordeel dat het een asset class met een floating rate is, zodat beleggers er ook voordeel bij hebben als de rente stijgt. Hogere rendementen gaan ten koste van de

## Ik geloof dat de situatie voor private debt heel anders is dan voor listed debt, alleen al omdat het monetaire beleid Main Street minder bereikt.

liquiditeit in het geval van private debt, maar ook als je te maken hebt met een complexere asset class zoals CLO debt of gestructureerde credit.'

**Van de Geer:** 'Het hangt er natuurlijk van af of je het over onze matchingportfolio hebt of over onze return assets. In onze matchingportfolio is de opportunity set kleiner geworden. Er zijn ook meer beperkingen. Maar we zijn nog steeds positief op Nederlandse hypotheek, dus dat is door de jaren heen een vrij grote allocatie geweest in ons matching book. Bij onze return assets zijn we al jaren geleden in private debt gestapt, in het bijzonder in direct lending. Dat terrein kunnen we nog steeds erg waarderen. In 2020 hebben wij voor het eerst belegd in CLO debt vanwege de aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. Het is een gebied dat door veel beleggers over het hoofd wordt gezien of juist schrik aanjaagt, omdat ze CLOs linken aan instrumenten die de basis vormden van de financiële crisis.'

**Ronda:** 'Ik vraag me af hoe jij de CLO-risico's ziet. Hoe weet je zo zeker dat risico's die er in het verleden waren met de collateralization bij deze instrumenten er niet meer zijn? Hoe weet je zeker dat ze structureel anders worden opgezet dan voorheen? Ik vind het nog steeds een uitdagende asset class.'

**Van de Geer:** 'Uiteraard zijn we er diep in gedoken en hebben we gekeken hoe CLO debt historisch gezien heeft gepresteerd en wat de risico-rendementsverhouding is. Die is bijzonder goed, zo blijkt. Vóór de financiële crisis was de structuur van deze beleggingsvorm al solide en ná de crisis is het er structureel alleen maar beter op geworden voor beleggers in de debt tranches. CLO debt wordt ten onrechte vergeleken met subprime hypotheek en daarom door veel beleggers gemeden.

> **Jules Koekkoek** is Senior Portfolio Manager in het Structured Investments Team bij a.s.r. Vermogensbeheer. Hiervoor werkte hij in een vergelijkbare rol bij Actiam sinds 2016. Koekkoek is zijn loopbaan in de financiële sector begonnen bij de Pension Advisory Group van Goldman Sachs in 2006 en heeft vervolgens diverse rollen vervuld in fixed income bij Lehman, UBS en Citi. Hij behaalde een MSc in Technische Bestuurskunde aan de TU Delft en een MSc (cum laude) in Economie aan de Erasmus Universiteit.



Foto: Archief a.s.r. Vermogensbeheer



Foto: Archief Wealth Management Partners

> René van de Merwe is verantwoordelijk voor de managerselectie en monitoring binnen het Private Markets Team van Wealth Management Partners. Binnen dit team worden multi-manager funds beheerd en hiervoor worden private equity, private property en private debt managers geselecteerd. Van de Merwe is sinds 2011 actief in de financiële sector en werkte eerder bij MN in het managerselectie- en monitoringteam voor vastrentende waarden. Hij studeerde Finance & Investments aan de Erasmus Universiteit, is CFA Charterholder en rondde ook de CAIA-opleiding succesvol af.

De volatiliteit is wel hoger, maar dat hoeft geen probleem te zijn voor beleggers met een lange horizon.'

### Welk instrument past het best bij vastrentende portefeuilles met het oog op de hervorming van het Nederlandse pensioenstelsel?

**Schaen:** 'Ik zou willen dat ik daar een antwoord op had. Ik lees artikelen en hoor wat andere mensen erover zeggen. Momenteel wil het nog weleens lijken alsof je luistert naar een paar economen die het niet eens lijken te zijn over wat het beste is en wat gaat werken. De jury is duidelijk nog in beraad. De econoom in me hoopt dat we in de toekomst minder hoeven te beleggen in negatief renderende instrumenten.'

**Van de Geer:** 'Misschien wordt de uitkomst niet wat het beste instrument zal zijn, maar wel dat we als pensioenfonds minder in negatief vastrentend hoeven te beleggen dan we nu doen. Ik hoop natuurlijk dat dit het resultaat van de hervormingen zal zijn. Het is nog niet glashelder wat precies de uitkomsten zijn, maar ik reken erop dat er meer ruimte komt voor spreadproducten.'

### Wat zijn momenteel de belangrijke verschillen tussen publieke en private creditmarkten?

**Perry:** 'Private ondernemingen zijn over het algemeen kleiner dan ondernemingen die op de publieke creditmarkten lenen, al zijn er enkele uitzonderingen. Maar het echte verschil zit hem in de leverage. Private ondernemingen die in handen zijn van private equity funds hebben over het algemeen een grotere leverage dan hun tegenhangers op de publieke markten. Belangrijk is of ze een bedrijfsmodel hebben die de hogere mate aan leverage aankan. Je moet zeer gefocust zijn op de kracht van de onderneming, de veerkracht van de zakelijke propositie

### Momenteel worden beleggers goed gecompenseerd voor de risico's van private debt.

en de achtergronddetails van de onderneming. Dat vraagt om een grondige analyse. Beleggen hierin zou kunnen worden gezien als risicovoller, maar onze ervaring is dat extra risico's goed worden beloond met hogere rendementen, die een eventuele toename van de verliezen in verband met wanbetalingen op de publieke markten ruimschoots compenseren.'

**Ronda:** 'Centrale banken hebben de afgelopen jaren heel veel geld in de economie gepompt. In dezelfde periode zijn de banken, in ieder geval in euro's, steeds minder gaan uitlenen aan bedrijven. Dat bood kansen aan private debt managers. Wij kijken op dit moment naar distressed debt en vanuit dat perspectief is het heel belangrijk te beoordelen welke bedrijven hulp nodig hebben, welke aan de rand van een faillissement staan, en welke alleen een moeilijke tijd doormaken. We zien dat het monetaire beleid heel wat bedrijven op Wall Street overeind houdt, maar bedrijven op Main Street hebben het zwaarder. We hebben een M&A-team dat veel contact heeft met ondernemers. Deze ondernemers beamen dat ze in de huidige markten moeilijker nieuwe schuldfinanciering bij de banken krijgen. Ook hier zie je dat Main Street momenteel nauwelijks profiteert van het monetaire beleid.'

**Schmahl:** 'Bij ons is het voor veel klanten nog steeds moeilijk om toegang te krijgen tot de private markten. Waarom zouden onze klanten niet in de gelegenheid moeten worden gesteld daarin te investeren? Grote banken, zoals die waarvoor ik werk, zijn echter terughoudend om dit soort producten als propositie aan klanten aan te bieden. We weten dat veel klanten het zullen waarderen, maar dat er altijd een aantal klanten zijn die zullen zeggen dat ze dergelijke beleggingsinstrumenten niet kunnen begrijpen of niet erg blij zijn met de liquiditeitssituatie. Daar stokt het dan. Dat is best jammer.'

**Perry:** 'In het merendeel van de private ondernemingen waarin wij investeren, hebben private equity-firma's een sterke positie. Dit is vaak goed voor de managementstructuur van die bedrijven, omdat ze een sterke governance opleggen aan de bedrijven die ze bezitten. Aan de andere kant streeft private equity vaak naar een maximale leverage in de kapitaalstructuur.'

## Zijn niet-beursgenoteerde bedrijven risicovoller dan beursgenoteerde bedrijven?

**Perry:** 'Niet-beursgenoteerde bedrijven zijn risicovoller dan beursgenoteerde bedrijven, voornamelijk vanwege de kans op een toename van de leverage, waardoor het bedrijf minder bestand is tegenslagen te doorstaan. Maar dat betekent niet dat elk niet-beursgenoteerd bedrijf in de problemen komt op het moment dat er een terugval is. Er zijn een heleboel factoren waar je je aandacht op moet richten. Cruciaal is inzicht in het management van het bedrijf, de bedrijfsstrategie en de sector waarin wordt geopereerd. Deze zaken zijn kwantificeerbaar. Met ervaring kun je daar een goed oordeel over vellen. En ik herhaal het nog maar een keer: momenteel worden beleggers goed gecompenseerd voor de risico's van private debt.'

## Hoe komt het dat private equity over het algemeen een geaccepteerde asset class is binnen een asset mix, maar dat dit niet geldt voor private debt?

**Van de Geer:** 'Ik constateer dat er in Nederland veel wordt gepraat en geschreven over private debt, maar de daad wordt veelal nog niet bij het woord gevoegd. Het lijkt erop dat het moeilijk is voor instellingen om private debt, en dan specifiek direct lending, in hun vermogensmix op te nemen. Dit verbaast mij eigenlijk een beetje, want uiteindelijk komt het grootste deel van wat er in de praktijk gebeurt neer op het geven van krediet aan bedrijven die eigendom zijn van private equity. Ik vind het ook moeilijk te doorgronden waarom het zo ingewikkeld is om private debt in een beleggingsportefeuille op te nemen, terwijl je al belegt bent in private equity. Het zou te maken kunnen hebben met het toegenomen belang van ALM. Er zijn weinig data voorhanden en er zijn geen benchmarks. Die factoren zitten de opname van private debt in de asset mix waarschijnlijk behoorlijk in de weg.'

**Perry:** 'Private equity levert hoge rendementen op en speelt al geruime tijd een rol in de portefeuilles van beleggers, maar als een klein bestanddeel met een alternatieve investeringsbestemming. Private debt is qua alternatieve allocatie minder populair door de

## Vastrentende waarden zullen altijd een zinvolle component van een beleggingsportefeuille blijven, onder meer vanwege de beperkte(re) drawdown-risico's.

lagere rendementen. De erkenning dat private debt een secured asset class is die een grotere kapitaalbescherming biedt dan private equity, heeft beleggers echter aangemoedigd om private debt binnen hun vastrentende allocatie te houden in plaats van onder te brengen binnen hun alternatieve allocatie. Aangezien de rendementen van de meer traditionele vastrentende activa zijn afgenomen, is de animo toegenomen om private debt in dit deel van de beleggingsportefeuille op te nemen.'

**Schaen:** 'Het kost nogal wat doorlooptijd voordat een nieuw product aan de vermogensmix is toegevoegd. Zo moet kennis over de asset class worden opgedaan, dient een beleggingsstrategie te worden ontwikkeld, moeten klanten overtuigd en managers geselecteerd worden en dient de eigen organisatie ingericht te worden. Daarnaast willen wij niet te veel nieuwe asset classes tegelijk toevoegen. Binnen fixed income waren bij ons hypotheek de laatste nieuwe asset class die we konden toevoegen. We keken tegelijkertijd naar private debt, maar besloten het bij één toevoeging per keer te houden. Nu is infrastructure debt aan de beurt en private debt wordt de volgende. En als je de doorlooptijd relateert aan de lengte van de beleggingen en de gemoeide bedragen, dan valt het allemaal extreem mee. Onze infrastructuurleningen hebben net als onze hypotheek een maximale looptijd van 30 jaar en door het illiquide karakter hebben we ze zeer waarschijnlijk tot het einde in onze boeken. We beleggen voor enkele miljarden in hypotheek en voor infrastructuurleningen beginnen we met een allocatie van 2,5 miljard euro.'

**Ronda:** 'Ik stel vast dat klanten soms moeilijk doorgronden hoe private debt het doet qua risico-rendementsverhouding. Bij private equity snappen ze het wel: niet de meest veilige

> **Simon Perry** is Head of Business Development voor EMEA en Azië bij Alcentra, een boutique van BNY Mellon. Hij is sinds 2009 in dienst. Eerder was Perry betrokken bij de ontwikkeling van de Europese CLO-markt en had hij de leiding over de Europese CLO business bij UBS. Hij vervulde eenzelfde rol bij CIBC en Natixis. Hiervoor werkte hij in het Cross Asset Class Derivatives Marketing Team van CSFP, toentertijd de Derivatenspecialist van Credit Suisse. Perry is afgestudeerd in Mechanical Engineering aan Bath University.







Foto: Archief IBS Capital Management

> **Koen Ronda** is Senior Portfolio Manager bij IBS Capital Management. Hij is verantwoordelijk voor de private markets investments van IBS Fund Management, onderdeel van IBS Capital Allies. Op het Fund Management Platform wordt cliënten via IBS fund of funds exposure gegeven tot meerdere institutionele hoogwaardige investeringen en managers binnen private equity, private debt en infrastructure assets. Voorheen was Ronda bij IBS Portfolio Manager bij het beursgenoteerde team. Ook is hij voorzitter van het CFA-VBA Active Investing Committee.

belegging, maar wel hoge rendementen. Dus daar investeren ze dan graag een percentage van hun assets in. Bovendien zijn er verschillende soorten van private debt, die allemaal een andere positie innemen op de risico-rendementscurve. Het gebrek aan inzicht in de asset class maakt mensen soms terughoudend.'

**Van de Merwe:** 'De terughoudendheid heeft ook te maken met verschillende risicoprofielen van cliënten. Individuen en instellingen die bereid zijn tot het nemen van meer risico en illiquiditeit voor lief nemen, investeren graag in private equity en private property, maar zijn wat terughoudender met private debt vanwege het lagere rendementsperspectief. Defensievere investeerders die gematigde illiquiditeit kunnen dragen, prefereren juist wel private debt.'

**Alternatieve vastrentende waarden vormen niet één asset class. Ze vormen verschillende subcategorieën, verschillende premies die je kunt verdienen en er bestaan verschillende soorten instrumenten. Hoe bepalen jullie of een alternatieve categorie geschikt is voor asset allocatie?**

**Koekkoek:** 'Wij beschouwen alternatieve vastrentende waarden iets breder dan alleen private debt of direct lending aan middelgrote bedrijven. Projectfinancieringen, met name

van duurzame infrastructurele projecten, zien we ook als alternative fixed income. En zo zijn er meer voorbeelden te noemen. Doorslaggevende factoren zijn of we een liquiditeits- en/of complexiteitspremie kunnen realiseren, het juiste rendement kunnen behalen en onze ESG-doelstellingen kunnen bereiken.'

**Van de Merwe:** 'Bij ons geldt dat er echt sprake van illiquiditeit moet zijn en dat daarvoor een premie vergoed wordt. Daarnaast moet het mogelijk zijn de resultaten te controleren door meerderheidsposities in de schuldtranches in te nemen. Die combinatie vinden we in middle market private debt bij een aantal managers die zich hebben bewezen.'

**Schaen:** 'Naast de vraag of we voor de verschillende risico's ook voldoende gecompenseerd worden, kijken wij ook sterk naar de omvang van de markten en naar investeringsmogelijkheden. Kunnen we terecht voor een grote allocatie? Want we willen geen versnipperde vermogensmix en houden daarom het aantal verschillende producten beperkt. Voor ons is ook de plek in de kapitaalstructuur belangrijk. We gaan doorgaans voor de meer veilige posities in de kapitaalstructuur. Verder zoeken we diversificatie met betrekking tot de exposure naar nieuwe producten. Biedt het product ons exposure naar onderdelen van de economie waaraan de totale portefeuille nog maar beperkt is blootgesteld? Zo hebben we door hypotheek exposure naar consumenten gekregen en naar kleinere, niet publieke ondernemingen in het geval van private debt.'

**Van de Geer:** 'Een van de elementen die ook voor ons belangrijk is, is dat we er als pensioenfonds uiteindelijk van uitgaan dat we het in de basis zo eenvoudig mogelijk willen houden. Wij kennen de verschillende subcategorieën, maar investeren enkel in die categorieën die in onze ogen de meest aantrekkelijke risico-rendementsverhouding hebben en aansluiten bij de bestaande portefeuille. Dit laatste zorgt ervoor dat de complexiteit beperkt blijft. Daarnaast gaat het om substantie in relatie tot complexiteit. Wij investeren enkel in een bepaalde subcategorie indien dit op totaalniveau ook een substantiële bijdrage levert en daarmee de toegenomen complexiteit verantwoordt. Dit betekent dat je een bepaalde minimale



Foto: Cor Salverius Fotografie

allocatie vereist van enkele procentpunten. Zo ligt direct lending bij ons op dit moment rond de 4% op totaalniveau.'

## Met wat voor uitdagingen worden jullie geconfronteerd bij het opnemen van private debt op jullie platforms?

**Schaen:** 'Public debt en private debt zijn twee totaal verschillende werelden. Voor private debt en andere vormen van alternative fixed income zijn andere skills nodig. Dit geldt niet alleen voor de managers en investment teams die in deze markten actief zijn, maar ook voor de mensen die de juiste managers moeten vinden en de beleggingen vervolgens gaan monitoren. Het geldt ook voor de verdere organisatie daarachter, zoals de mid- en backoffice en de administratieve processen en systemen. Daarnaast is de belegging vaak juridisch complexer, zeker als je niet via een fonds wilt beleggen, maar via een separaat mandaat. Een standaard Investment Management Agreement volstaat meestal niet. Voor onze infrastructuurleningen hebben we entiteiten moeten opzetten.'

**Schmahl:** 'Het is niet zo dat onze klanten die liquiditeit echt nodig hebben. Als je klanten uitlegt dat er verschillende manieren zijn om uit te stappen, dan kunnen ze er meestal mee instemmen. Maar over het geheel genomen betekent het voor ons dat het vrij moeilijk is al die portefeuilles afzonderlijk te beheren, dus wat je wilt doen, is dezelfde portefeuille voor meer groepen klanten beschikbaar krijgen. En daarom heb je veel liquiditeit nodig.'

**Van de Merwe:** 'Belangrijk is te investeren in mensen die diepgaande kennis hebben van zowel de beleggingscategorie als van de specifieke eigenschappen van de private markten. Door de lange tijdshorizon van de investeringen is het bij de selectie van managers extra belangrijk dat juridische voorwaarden genoeg ingrijpbaarheden bieden aan de investeerder. Daarnaast is het essentieel om de operationele capaciteiten te hebben om het proces rondom capital calls en distributies efficiënt in te richten.'

**Perry:** 'Bij closed-ended funds is liquiditeit een issue. Het duurt nogal even voordat je daaruit je geld kunt terugtrekken. Voor een

pensioenfondsbelegger, of een grote institutionele belegger, is het beheer van de liquiditeit in de gehele portefeuille daarom van belang. Maak een onderscheid tussen wat je doet in closed-ended funds en wat je doet in liquide funds en beheer de liquiditeit uit je eigen portefeuille. Differentieer.'

## Voor welke risico's moeten beleggers bij beleggen in private debt het meest op hun hoede zijn?

**Van de Merwe:** 'Dat debt-risico's toenemen zonder dat dit aan de oppervlakte zichtbaar wordt, bijvoorbeeld doordat bestaande convenanten losser worden geformuleerd of dat financiële kengetallen, zoals EBITDA's, te positief worden voorgesteld. Ik denk dat het voor het selecteren van een manager een goede strategie is om naast het gebruikelijke onderzoek naar de gehele portefeuille van de manager in te zoomen op een klein aantal casestudies en daarbij de genoemde risico's te onderzoeken. Daarnaast zijn er in Europa nog behoorlijk wat onervaren managers die nog niet klaar zijn voor het navigeren door een economische recessie.'

**Perry:** 'Aangezien private debt een illiquide asset class is, is het belangrijk om in de eerste plaats de juiste investeringsmogelijkheden te selecteren. Private debt is erg moeilijk te verhandelen als er iets misgaat. De markt is erg concurrerend geworden. Veel managers concurreren om deals. Er is een pikorde en er is een hiërarchie. De managers aan de top van de pikorde zijn in staat de beste deals te selecteren en degenen die onderaan zitten, worden gedwongen het beste van wat er overblijft te accepteren. Ik denk dat het belangrijkste wat bijdraagt aan de kwaliteit van een portefeuille is om te werken met een manager die in staat is te kiezen uit het grootst mogelijke universum van beleggingsmogelijkheden.'

## Zijn er kostenefficiënte manieren om in deze markt te investeren?

**Van de Geer:** 'Private debt is een aanzienlijk duurdere asset class dan andere asset classes. Dat heeft te maken met het feit dat het veel arbeidsintensiever is. Kostenefficiëntie kun je

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



Foto: Archief MN





> Erik Schmahl werkt als Senior Investment Strategist bij Rabobank. Hij is in 1990 begonnen bij FDA als beleggingsanalist voor de toenmalige NMB, participeerde in 1995 in het Investment Committee van ING Bank, werd in 1997 Beleggingsstrateeg bij Schretlen, waar hij zich vanaf 2003 richtte op credit en rates. Sinds 2009 werkt hij bij de Beleggingscompetence van Rabobank, met als specialisatie vastrentende waarden.

bereiken door te onderhandelen over de voorwaarden. Je kunt met managers van mindere kwaliteit in zee gaan, maar of je dat nou echt moet willen, is de vraag. Ik ben ervan overtuigd dat je nettorendement daar niet beter van wordt.'

**Ronda:** 'Het is niet wijs om eendimensionaal naar kosten te kijken. Kijk ook naar de netto performances. Beoordeel dan of de manager het waard is om zaken mee te doen en de kosten bij te maken.'

**Schaen:** 'Kosten zijn cruciaal voor pensioenfondsen. Gezien de grote vraag naar private debt is de onderhandelingspositie van een individueel fonds niet zo sterk tegenover de managers. Die kunnen vaak kiezen uit vele beleggers. Misschien is het wat als pensioenfondsen hun krachten bundelen om efficiënter en goedkoper de private markt in te gaan.'

**Kunnen fixed income-beleggers de bedrijven die ze financieren positief beïnvloeden op het gebied van ESG?**

**Schmahl:** 'Je kunt misschien niet stemmen zoals bij aandelenbeleggers vaak het geval is, maar je kunt wel engagement tonen en in gesprek gaan. Dat is echt een weg voor debt investors om verder in te slaan. Het is zinvol om elke CFO

**Public debt en private debt zijn twee totaal verschillende werelden. Voor private debt en andere vormen van alternative fixed income zijn andere skills nodig.**

ervan te doordringen ESG-aspecten serieus te nemen, omdat dit voor hem duidelijk betere yields oplevert. Dat zie je ook terug bij social en green bonds.'

**Koekkoek:** 'Het blijft niet beperkt tot invloed uitoefenen op bedrijven en overheden die actief zijn op de publieke markten. Private markten bieden ook volop mogelijkheden om ESG-doelstellingen daadwerkelijk te realiseren. Je kunt je daarbij eventueel toespitsen op specifieke SDGs. Bijvoorbeeld via projectfinanciering. In de hoek van hernieuwbare energie worden zo in het kader van de energietransitie miljarden opgehaald om offshore windmolenparken te bouwen. Ik durf zelfs te beweren dat de private markten eigenlijk veel geschikter zijn om ESG-doelstellingen te behalen dan om dit middels financiering op de publieke markten te doen.' «

## CONCLUSIE

Voor vastrentende beleggers is het een grote uitdaging om gedisciplineerd te blijven in deze tijd. De search for yield gaat ook in fixed income onverminderd door. Sommige institutionele beleggers kijken daarom naar complexere producten die meer rendement opleveren, maar daarvoor is wel veel expertise nodig. Daarnaast is het zaak de juiste managers te vinden. Maar voor een hoger rendement is ook meer risico nemen noodzakelijk. Dus het is kiezen of delen. Private debt en CLO debt kunnen interessante categorieën

zijn om positieve inkomsten mee te genereren binnen een vastrentende portefeuille. De hogere rendementen die daarmee behaald worden, gaan echter ten koste van de liquiditeit. Hoe dan ook is de vastrentende markt sterk aan het evolueren. De asset allocatie qua fixed income beweegt mee. Van de hervorming van het Nederlandse pensioenstelsel hopen pensioenfondsen in elk geval dat ze in de toekomst minder hoeven te beleggen in negatief renderende instrumenten.