

Kempen



1737



Alternatieve beleggingen

Wat, waarom en hoe?

THEO NIJSSEN,
4 OKTOBER 2018

Alternatieve beleggingen wat waarom en hoe?

Wat

- Geen eenduidige definitie, eigenlijk alles wat afwijkt van traditionele categorieën aandelen en obligaties
- Heel divers universum van vaak niet-beursgenoteerde beleggingen
- Liquiditeit, complexiteit, transparantie en kosten zijn belangrijke factoren

Waarom

- Extra rendement in een lage renteomgeving
- Blootstelling naar andere risico-/rendementsbronnen en daarmee het verbeteren risico-/rendementsverhouding portefeuille (diversificatie)
- Andere oogmerken kunnen zijn stabiele kasstromen of bescherming tegen inflatie

Hoe

- Met behulp van een case (Direct Lending) maken we duidelijk hoe Kempen haar fiduciaire klanten hier adviseert

Alternatieve beleggingen

Equity

Non-listed Vastgoed

- Veelal een bias naar Nederlandse woningen
- Internationale diversificatie met nadruk op Europa en soms Noord Amerika/Azië

Infrastructuur

- Vooral nadruk op Core/Core-plus managers/beleggingen (Brownfield)
- Value-add en ‘greenfield’ zijn onder gerepresenteerd

Private Equity

- Net name focus op Buyout
- Venture Capital onderwogen
- We zien veel Funds of funds, mandaten en ook wel primaire fondsbeleggingen

Land & Timber

- Wordt nog niet veel door NL pensioenfondsen in belegd
- In Amerika is dit een vaste categorie bij pensioenfondsen
- Aantrekkelijke eigenschappen

Debt

Hypotheeken

- Nederlandse hypotheeken,
- Zowel woningen als zakelijk
 - Met periodieke aflossing
 - Met/zonder NHG

Direct Lending

- ‘senior secured’ ofwel hoog in de kapitaalstructuur
- Profiteren van het Banken disintermediatie thema

Private Debt

- Mezzanine debt
- Real Estate Debt
- Subordinated Debt
- Dit zien we minder vaak in pensioenportefeuilles

Structured Credit

- Hypotheeken op woningen (RMBS)
- commercieel vastgoed (CMBS),
- Bedrijfsleningen (CLO)
- Consumentenleningen (ABS)

Hybride

Cat Bonds / ILS

- Aantrekkelijke diversificatie karakteristieken maar wel een complexe niche categorie waar niet veel in wordt belegd
- Onbekendheid?

Auteursrechten

- Aantrekkelijke diversificatie karakteristieken maar wel een complexe niche categorie waar niet veel in wordt belegd
- Eveneens onbekendheid?

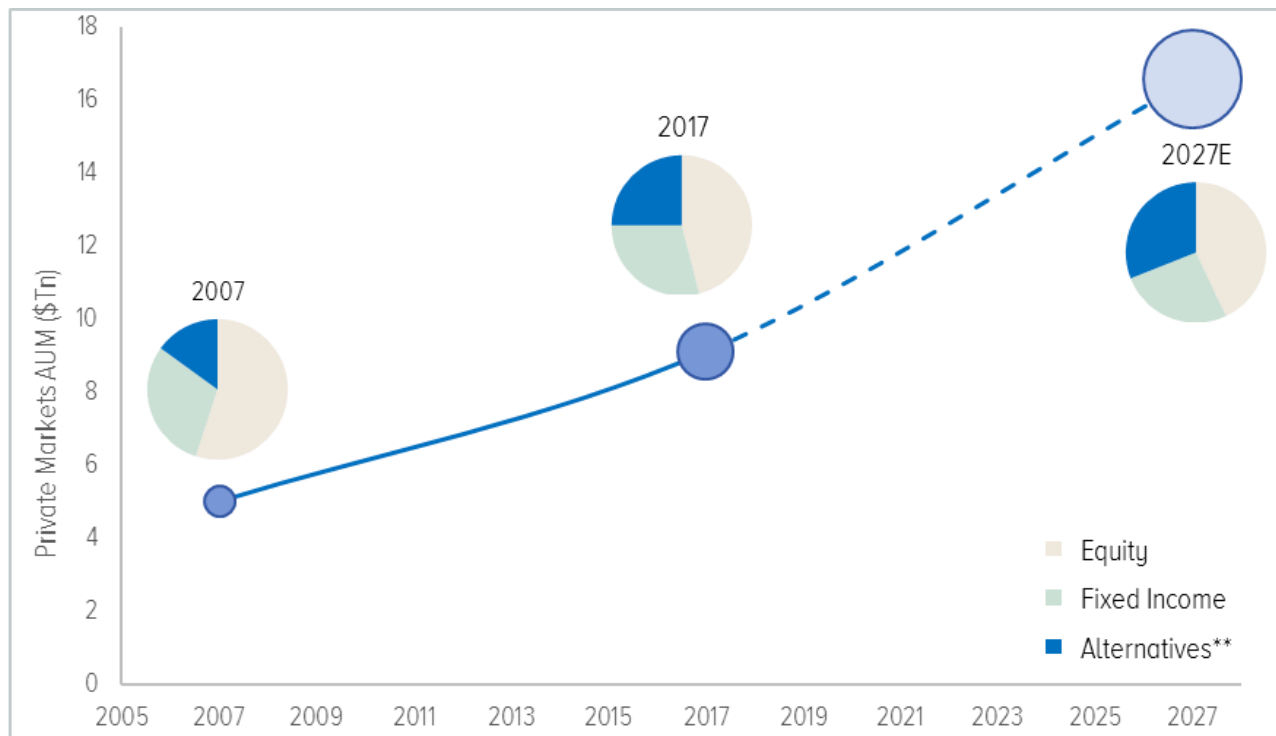
Life Settlements

- Was tot 2007 een populaire categorie maar is na de crisis volledig uit de gratie geraakt
- Past niet bij inherent lang leven risico pensioenfondsen

Hedgefunds

- De laatste jaren zien we dat deze categorie minder populair wordt onder NL pensioenfondsen
- Terecht of onterecht?

Allocatie naar alternatieve beleggingen, trend in de top-7 pensioenfondsen markten*



* Top 7 pension fund markets are US, UK, Australia, Japan, Netherlands, China and Canada (Willis Towers Watson, 2018)

** Include everything other than Equity and Fixed Income (i.e. PM asset classes, hedge funds, private debt, etc.)

Niet-genoteerd Onroerend Goed



- Aantrekkelijke diversificatie en een attractief rendement met een inflatie-link en cashflows
- Diverse mogelijkheden voor de opbouw van een nationaal of internationaal gediversifieerde onroerend goed portefeuille gespreid over een aantal segmenten en aantal regio's:
 - **Geografisch:** Nederland, Europa, Verenigde Staten en op termijn mogelijk Azië/Pacific
 - **Sectoren:** Focus op kernsectoren: Woningen, Winkels, Logistiek, Kantoren
 - **Liquiditeit:** Beursgenoteerd OG als mogelijke aanvulling op niet-genoteerd OG
 - **Structuren:** Fondsen eventueel aangevuld met discretionaire mandaten
 - **Beleggingsstijl:** Focus op Core / Core Plus

	Core	Core Plus	Value-add	Opportunistisch
Risico	Minimaal	Minimaal	Gemiddeld	Gemiddeld – Hoog
Bronnen van inkomsten	Huurinkomsten (minimaal 60% van totaal)	Huurinkomsten (minimaal 60% van totaal)	– Huurinkomsten – Waardestijging onroerend goed	Waardestijging onroerend goed
Leverage	Green (0 – 40%)	Minimaal (> 40%)	Beperkt (40 – 60%)	Hoog (> 60%)
Looptijd	> 10 jaar	> 10 jaar	5 – 7 jaar	< 5 jaar

Infrastructuur



- Goede diversificatie versus aandelen en obligaties met een aantrekkelijk rendement en een hoge cash yield
- Diverse mogelijkheden voor een internationaal gediversifieerde portefeuille, gespreid over een aantal segmenten:
 - **Geografisch:** Wereldwijd OECD
 - **Sectoren:** Focus vooral op Economische infrastructuur (Energie, Transport, Nutsvoorzieningen)
 - **Liquiditeit:** Open-end directe fondsen hebben onze voorkeur. Daarnaast flexibiliteit voor Beursgenoteerd infrastructuur als mogelijke aanvulling op niet-genoteerd
 - **Structuren:** Voorkeur voor open-end directe fondsen, eventueel aangevuld met closed-end
 - **Beleggingsstijl:** Focus op Core / Core Plus, vanwege stabiele cashflows en het defensieve karakter maar tegelijkertijd een aantrekkelijk verwacht rendement

	Core	Core Plus	Value-add	Opportunistisch
Risico	Minimaal	Laag	Gemiddeld	Hoog
Bronnen van inkomsten	Directe kasstromen (minimaal 70%)	Directe kasstromen (minimaal 60%)	– Directe kasstromen – Waardestijging dankzij groei	Waardestijging door agressieve groei
Leverage	Hoog (> 40%)	Gemiddeld (40 – 60%)	Beperkt (30 – 50%)	Laag (0 – 40%)
Looptijd	> 10 jaar	> 10 jaar	7 – 10 jaar	5 – 7 jaar

Private Equity



- Beperkte diversificatie versus aandelen en vooruitkijkend een lager rendement door hoge waarderingen
- Diverse mogelijkheden voor een internationaal gediversifieerde manager portefeuille:
 - **Type:** Voorkeur voor Buy-Out
 - **Geografisch:** Verenigde Staten en Europa
 - **Sectoren:** Focus vooral op de Mid-market
 - **Liquiditeit:** Zeer beperkt. Secundaire markt geeft enige flexibiliteit en wij hebben hier ervaring in
 - **Structuren:** Voorkeur voor Primaire fondsen, aangevuld met co-investments
 - **Beleggingsstijl:** Focus op Mid-Market Buy-out, vanwege de aantrekkelijke waarderingen en de meer prudente hoeveelheid leverage die wordt gebruikt.

	Large Buy Out	Mid Market	Mezzanine	Venture Capital
Risico	Zeer hoog	Hoog	Medium	Zeer Hoog
Bronnen van inkomsten	Financial engineering	– Groei – Operationele verbeteringen	Cash flows	Groei
Leverage	5.5x EBITDA	4.5x EBITDA	5.5x EBITDA	n/a
Looptijd	>10 jaar	>10 jaar	5 – 7 jaar	>10 jaar

Kempen begeleidt haar klanten bij het definiëren en implementeren van de Alternatieve Investment Cases:

- Aansluiting zoeken bij de beleggingsbeginselen en beleidsuitgangspunten van het pensioen fonds.
- Het vastleggen van de onderbouwing, voorwaarden en wijze waarop het fonds in een alternatieve beleggingscategorie wil beleggen. Dit document moet aansluiten op het strategisch- en jaarlijks beleggingsplan. De cases bevatten een generieke beschrijving en een pensioenfonds-specifieke argumentatie.
- Educatie sessies voor beleggingscie's en pensioenfondsbesturen over alternatieve asset classes, diverse white papers over alternative asset classes.
- Returnverwachtingen voor verschillende alternatieve assets classes en de rol van deze beleggingen in de portefeuillecontext
- Manager Search, (O)DD, implementatie en opvolgende monitoring van alternatieve asset classes

Voorbeeld: Direct Lending

Niet genoteerde leningen met een aantrekkelijk rendement

- Onderhandse, niet-genoteerde leningen die worden verstrekt aan middelgrote (niet beursgenoteerde) bedrijven; De leningen zijn niet overdraagbaar (illiquide)
- Buiten het bankwezen om ('direct')
- De financiering wordt gebruikt voor verdere groei, overnames en grotere eenmalige investeringsuitgaven, zoals bijvoorbeeld het bouwen van nieuwe productiefaciliteiten
- Middelgrote bedrijven zijn doorgaans te klein om een rating van de internationale kredietbeoordelaars te hebben of kiezen er bewust voor dit niet te doen (non-rated). Mede door de beperkte omvang van de bedrijven worden ze overwegend in de non-investment grade categorie geschaard
- Aantrekkelijke, variabele rentevergoedingen
- De gemiddelde looptijd van een lening is 5-7 jaar maar worden vaak al na 3 jaar afgelost.



Euro High Yield versus Europese Bank Loans en Direct Lending

Kenmerk	Euro High Yield	Bank Loans	Private Debt / Direct Lending
Grootte bedrijfsschuld	Grotere bedrijven	Grotere schulden (meestal > €200m)	Middelgrote transacties (gewoonlijk < €200m)
Originatieproces	Gesyndiceerde markt met veel deelnemers	Gesyndiceerde markt met veel deelnemers	Clubdeals: Klein aantal deelnemers of slechts één financier
Plaats in kapitaalstructuur	<i>Junior</i>	Senior secured	<i>Senior secured</i>
Concentratierisico	Beperkt (veel kleine leningen)	Beperkt (veel verstrekkers/leners)	Gemiddeld (minder geconcentreerd en iets grotere bedrijven)
Convenantbescherming	Heel beperkt	<i>Steeds minder sterk (cov lite)</i>	<i>Sterk (maatwerk per lening)</i>

Euro High Yield versus Europese Bank Loans en Direct Lending

Kenmerk	Euro High Yield	Bank Loans	Private Debt / Debt Lending
Wanbetalingsrisico	3%	3%	Lager geschat (beperkte data beschikbaar)
Recovery rate	40%	60%-70%	Hoger dankzij sterke convenantbescherming
Schuld / EBITDA	4.5 x	4 x	5 x
Coupon	Vast	Variabel	Variabel
Typische spread	350 bps	400 bps	500 – 800 bps
Verwachte IRR	3 %	3 – 4%	4.5% – 6%
Liquiditeit	Dagelijks / Wekelijks	Maandelijks	5 – 7 jaar

Kempen



Waarom als pensioenfonds beleggen in Direct Lending?

Voordelen	Nadelen
– Relatief aantrekkelijk verwacht rendement vergeleken met andere vastrentende waarden	– Hoge kosten / fees van de Direct Lending-fondsen
– Profiteren van een stijgende rente in de toekomst (floating leningen/geen duratie)	– Invloed / afhankelijkheid Private Equity en M&A-markt
– Indirect link met inflatie en daarmee met verplichtingen?	– Risico dat in een worst case scenario de recoveries bij Direct Lending kleiner zijn dan verwacht, doordat de bedrijven een relatief kleinere balans hebben
– ESG: beperken van risico's door uitgebreide due diligence op bedrijven en invloed door nauwe betrokkenheid bij de bedrijfsvoering	– Concentratierisico onderliggende leningen (wordt je binnen credit strategieën niet voor beloond)
	– Beperkte liquiditeit gedurende ca. 5 jaar



Een aantal nadelen kunnen bij de implementatie aanzienlijk worden verminderd.

De lange horizon is de belangrijkste vereiste.

Criteria van een recente Search naar een Europese Direct Lending Manager

A. Organisatie

- Gevestigde manager met een institutionele opzet
- Groot en ervaren team voor sourcing van leningen en gedegen kredietanalyse
- Capaciteit en bewezen ervaring in het herstructureren van leningen

B. Strategie

- Focus op first lien senior secured loans in Europes mid market bedrijven (EBITDA € > 10m)
- Control: Manager heeft Schaal om het voortouw te kunnen nemen in het onderhandelen van de leningsvoorwaarden

C. Portfolio

- Minimale fondsomvang van € 500m

D. Performance

- Ervaring met een aantal voorafgaande European Direct Lending-fondsen

E. ESG

- Gecommitteerd aan verantwoord beleggen
- Geen controversiële sectoren of landen
- Solide ESG integratie
- Nauwe betrokkenheid bij bedrijfsvoering (active ownership)

F. Governance & Operations

- Gedegen risicomanagementprocessen
- Hoge kwaliteit operationele systemen

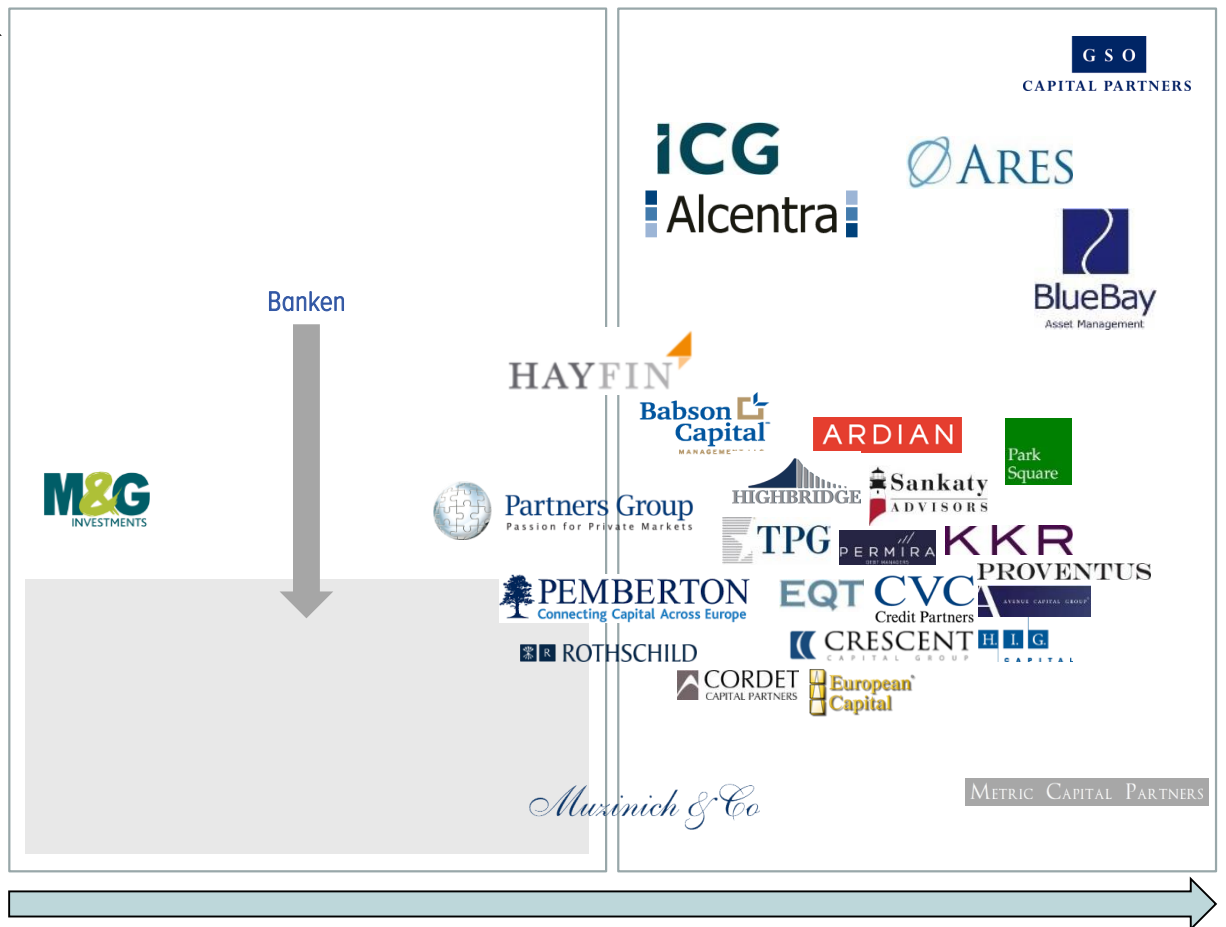
G. Terms & Conditions

- Marktconforme / Competitieve kosten
- Belastingefficiënte structuur

Omvang Lening

Bankfinanciering / Club deals

Maatwerkfinanciering



Short list managers voldoen het beste aan de selectie criteria

Criteria	X	Y	Z
Convictie manager selectie team in beleggingsbeleid	✓	✓	✓
Gevestigde manager	✓	✓	✗
Ervaring met meerdere voorafgaande European Direct Lending fondsen	✓	✓	✗
Groot en ervaren team	✓	✓	✓
Ervaring in herstructureren van leningen	✓	✓	✓
Solide ESG integratie	✓	✓	✓ PRI signatory but ESG not yet fully integrated
Minimaal fondsomvang EUR 500m	✓	✓	✓
Focus op first lien	✓	✓	✓
Schaal	✓	✓	✓

Onze analyses leggen we vast in een due diligence rapport

Diepgaande due diligence is een speerpunt in ons proces.

De uitgebreide due diligence rapporten worden besproken en goedgekeurd in de LMC

De due diligence rapporten op alternatieve managers, zoals infrastructuur en Direct Lending worden in de Private Committee behandeld

DUE DILIGENCE REPORT

4 Performance

4.1 Track Record

4.1.1 Length of Track Record and source

The inception date of the Fund is September 2004. We use the track record of the institutional share class as this share class has the longest track record. The OCF for this share class has been 30bps since inception which is similar to the OCF of the share class that will be investable for our private banking clients. As further explained below, the tax drag in the track record of this institutional share class up until November 2017, is very representative for the expected tax drag in the Dutch retail share class going forward, and with that this track record.

The return series used in the analysis was provided by the manager and is based on the fund's performance *NAV*, net of fees. Before 25 February 2014, the valuation point of the fund was different from the valuation point of the benchmark, creating administrative noise in the publicly available return series from Bloomberg. We compared the manager return series with the return series publicly available in Bloomberg for the same institutional share class and over the long-run the difference in performance is negligible.

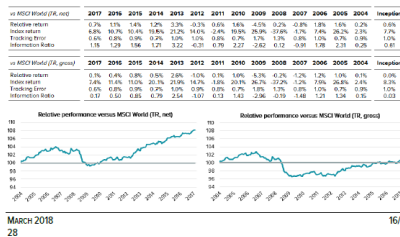
- The track record is long enough to perform a sound analysis on as the strategy has not materially changed since inception. From the start, it has incorporated Value and Momentum in the model.

4.1.2 Benchmark

As mentioned, the benchmark for the fund is the MSCI World Index (TR, net). For our analysis, we also look at the MSCI World Index (TR, gross) so as to account for the tax advantage of the strategy's fund structure versus the net benchmark.

4.1.3 Track record

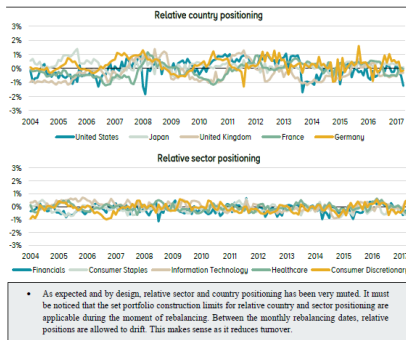
The tables and graphs below show the track record of the institutional share class versus both the net and gross benchmarks until and including November 2017. The institutional share class outperformed the net benchmark by 60bps per annum and performed in line with the gross benchmark.



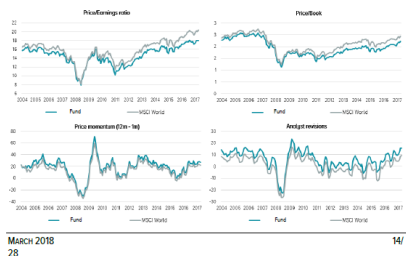
Kempen

DUE DILIGENCE REPORT

Kempen



The graphs below show the historical Value metrics (P/E) and (P/B) and Momentum metrics (Price momentum, 12m - 1m) and (Analyst revisions) of the fund versus the MSCI World.



Kempen

DUE DILIGENCE REPORT

Strategy: Blanket	Fund Inception: Started
Manager: Blanket	Strategy Inception: Started
Fund: Blanket	Firm Assets: € 100 in (September 2017)
Portfolio Manager: Blanket	Fund Assets: € 100 in (December 2017)
Team Location(s): Blanket	Strategy Assets: € 100 in (December 2017)
ESG/ESG: Blanket	Management Fee/OCF: 0.30%/30%
Liquidity: Daily	Date of Report: February/March 2018

Organization - Manager is well-established with strong roots in quantitative investing. - Quantitative approach is (academic) research-driven. - Very experienced team of portfolio managers with long background at the manager, supported by dedicated researchers - Good regulation within the market.	Performance - Reasonably consistent outperformance - Part of outperformance can be explained by tax efficiency of fund structure - Strategy has proven to be sensitive to market reversals like 2009, primarily driven due to the positive loading on the momentum factor
Strategy - Only truly passive + strategy around incorporating enhanced factors Value and Momentum - Via the enhanced value signals the strategy also has exposure to the quality factor - Starting point for portfolio construction is the benchmark - Self-driven approach to limit turnover	ESG - Top quintile regarding "commitment R policy" and "active ownership" - Positive ESG screening via proprietary in-house ESG scoring - Not 100% compliant with Kempen exclusion list, but good overlap on areas of focus in ESG policy
Portfolio - More attractive fundamentals than benchmark coupled with: - Low active risk profile: TE c. 1% due to very limited regional and sectoral bets resulting in low active share of c. 30-35% - Limited (for a quantitative strategy) turnover at 35% p.a.	Governance & Operations - Good risk management and compliance policies and procedures - No separate (independent) fund board - NAV is determined internally, but will be outsourced to JPM
Total Score	Terms & Conditions - Tax efficient fund structure - Reasonable OCF level of 30bps

Strengths - True passive + strategy incorporating factors, resulting in a portfolio with more attractive fundamentals than the benchmark at low active risk - Strong (academic) research-driven approach - Strong organisational roots in quant investing and (academic) research - Tax efficient fund structure	Weaknesses - Strategy can be vulnerable to sudden market reversals due to the incorporation of the momentum factor - No separate (independent) fund board - Not 100% compliant with Kempen's exclusion list
--	--

MARCH 2018

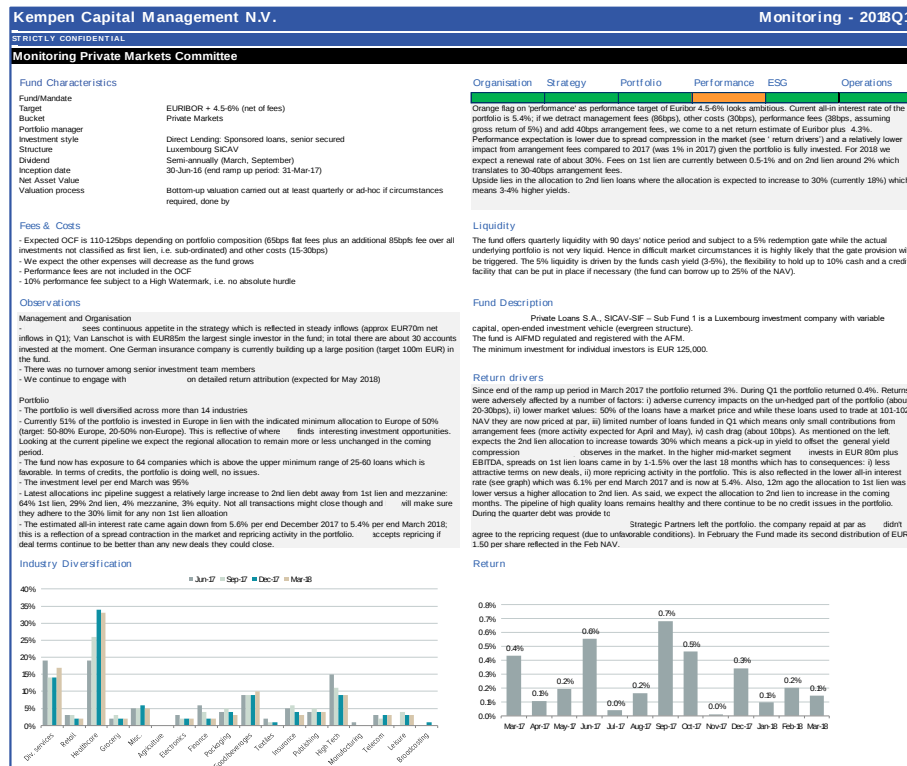
1/28

Kempen

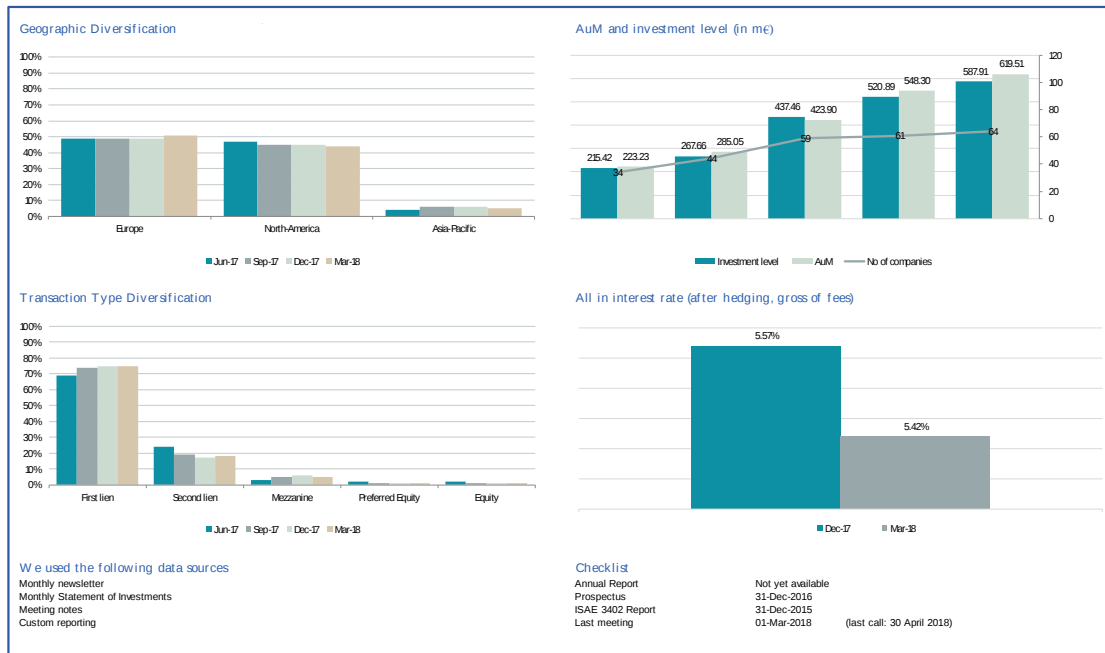
Monitoring (i)

Wat heeft extra aandacht?

- Portefeuille in lijn met mandaat of fondsrichtlijnen
- Concentratierisico's:
 - Aantal leningen
 - Sector concentratie
 - Onderliggende bedrijven
- Rendement gegenereerd door arrangement fees vs yield
- Probleemkredieten & verwachtingen; watch list kandidaten
- Liquiditeitsrisico's



Monitoring (ii)



Wat behoeft extra aandacht?

- Geografische diversificatie
- Impact FX
- Kapitaalsdiscipline vs geld aan het werk zetten
- Verdeling first lien, second lien, unitrance en mezzanine debt
- Pijplijn nieuwe deals
- Bronnen:
 - Meetings
 - Conference calls
 - Advisory board meetings
 - Maandrapportages
 - Lookthrough portefeuille

The ESG manager scoring framework

1. Commitment to RI

RI policy & commitment

Industry bodies participation

RI governance & oversight

2. ESG Integration

Implementation in investment process

ESG data, training & expertise of the teams

3. Active Ownership

Engagement framework

Proxy voting policy practices

4. Evidence & Transparency

Evidence engagement

Evidence ESG integration

Evidence voting policy

Reporting & public disclosure

5. Tailoring

Compliance with exclusion list

Flexibility to define bespoke ESG criteria

6. Impact

Fund level intentionality

Portfolio level integration

Impact management & measurement

Disclaimer

Dit document is opgesteld door Kempen & Co N.V. ('Kempen') uitsluitend ten behoeve van en voor intern gebruik door de initiële ontvanger van dit document en alleen voor informatiedoeleinden. Dit document betreft geen aanbod of voorstel tot het aangaan van een transactie aangaande een financieel instrument en mag niet als zodanig beschouwd worden. Evenmin mag op dit document worden vertrouwd bij het aangaan van een dergelijke transactie of de basis daarvoor vormen.

De informatie in dit document is gebaseerd op informatie die Kempen betrouwbaar acht, maar niet heeft geverifieerd. Er wordt geen garantie gegeven, en er kan niet op worden vertrouwd, dat informatie in dit document juist of volledig is. Kempen, haar moeder- en dochtervennootschappen en hun directeuren en werknemers zijn niet aansprakelijk voor enige schade of verlies als gevolg van eventuele onjuistheid of onvolledigheid van informatie in dit document.

Dit document heeft betrekking op de datum van dit document en de hierin geuite meningen en inzichten zijn de meningen en inzichten van Kempen op uitsluitend die datum. Kempen heeft geen verplichting om enige partij op te hoogte te stellen of te informeren over enige ontwikkelingen of wijzigingen die na de datum van dit document plaatsvinden en die de inhoud van het document deels of in zijn geheel onjuist of onvolledig maken.

Elke mogelijke transactie of investering die in dit document wordt aangehaald kan significante risico's met zich brengen. Bij het opstellen van dit document is geen rekening gehouden met de individuele omstandigheden of doelen van de geadresseerden van dit document. Geadresseerden dienen hun eigen onafhankelijke beslissing te nemen over een mogelijke transactie of investering en daarbij niet op dit document te vertrouwen of zich daarop te baseren. Indien nodig dienen zij zelfstandig onafhankelijk advies in te winnen. De informatie in dit document is onvolledig zonder, en moet uitsluitend beoordeeld worden in combinatie met, de mondelinge toelichting door Kempen.

Dit document en zijn inhoud zijn vertrouwelijk. Dit document en zijn inhoud mag door niemand worden vermenigvuldigd voor welk doel dan ook zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Kempen. Kempen sluit elke aansprakelijkheid uit voor handelingen door derden.

De verspreiding van dit document kan in bepaalde jurisdicties bij wet verboden of gereguleerd zijn. Ontvangers van dit document moeten zich laten informeren over dergelijke verboden of reguleringen en deze in acht nemen.

