

Project Flex II

17 juni 2024

ALVAREZ & MARSAL
LEADERSHIP. ACTION. RESULTS.™

Kapitaalverzoek Invest International BV





Ministerie van Financiën
Generale Thesaurie | Directie Financieringen | Afdeling Deelnemingen
Korte Voorhout 7
2511 CW DEN HAAG

17 juni 2024

Ter attentie van de heer R.W.P. Bierens

Project Flex II – Verzoek kapitaalstorting Invest International B.V.

Deze rapportage is opgesteld voor De Nederlandse Staat vertegenwoordigd door het Ministerie van Financiën (de "Opdrachtgever" of "MinFin") in overeenstemming met de "nadere overeenkomst bij raamovereenkomst Project Flex II op basis van ARVODI-2018" van 7 december 2023 als onderdeel van de "Raamovereenkomst" tussen Ministerie van Financiën en Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group B.V.

Dit rapport bevat onze bevindingen met betrekking tot het verzoek tot een kapitaalstorting in Invest International B.V. (hierna aangeduid als "II") door het Ministerie van Financiën ("MinFin") als onderdeel van Flex II (de "Transactie").

Voor dit rapport is (i) het rapport van november 2023 opgesteld door strategy& (het "PwC-rapport"), (ii) het "Verdieping marktpraag Invest International" per september 2020 (iii) de II jaarrekening 2022 per 5 juli 2023, en (iv) het definitieve rapport van 10 januari 2024, opgesteld door Dialogic (het "Dialogic rapport") naast de informatie zoals met ons door II gedeeld als belangrijkste informatiebronnen gebruikt. Wij hebben niet getracht de financiële, fiscale of andere informatie in het PwC-rapport en financiële model opnieuw uit te voeren, te bevestigen of te onderwerpen aan controle- of verificatieprocedures.

Zoals met u overeengekomen is het rapport voorgelegd aan het Management van Invest International B.V. welke de feitelijke juistheid van de inhoud hiervan heeft bevestigd.

Hoogachtend,

Age Lindenbergh
Managing Director
Transaction Advisory Group

Vincent van Liere
Managing Director
Turnaround

Dr. Zeeshan Mansoor
Managing Director
Risk & Regulatory



Inhoudsopgave

1. Management samenvatting	5
2. Aard en Omvang van de Geleverde Diensten	17
3. Introductie Invest International	22
4. Marktvraag	27
4.1 Macro Economische Analyse	28
4.2 Peer Groep Analyse	33
5. Commerciële Organisatie	38
5.1 Organisatie en Sourcing	41
5.2 Prognose Commitments	49
6. Kredietorganisatie + Risk reward	56
6.1 Kredietverlening	65
7. Risk Management, Governance, Toezicht en Supervisie	82
8. Financiële Analyse	93
8.1 Financiële Prognose	94



8.2 Sensitiviteitsanalyse	101
8.3 Historische Financiële Informatie	105
8.4 Kwaliteit van de Financiële Informatie	108
9. Financieringsopties	112
Appendices	116
A. Contract	117
B. Glossary	120

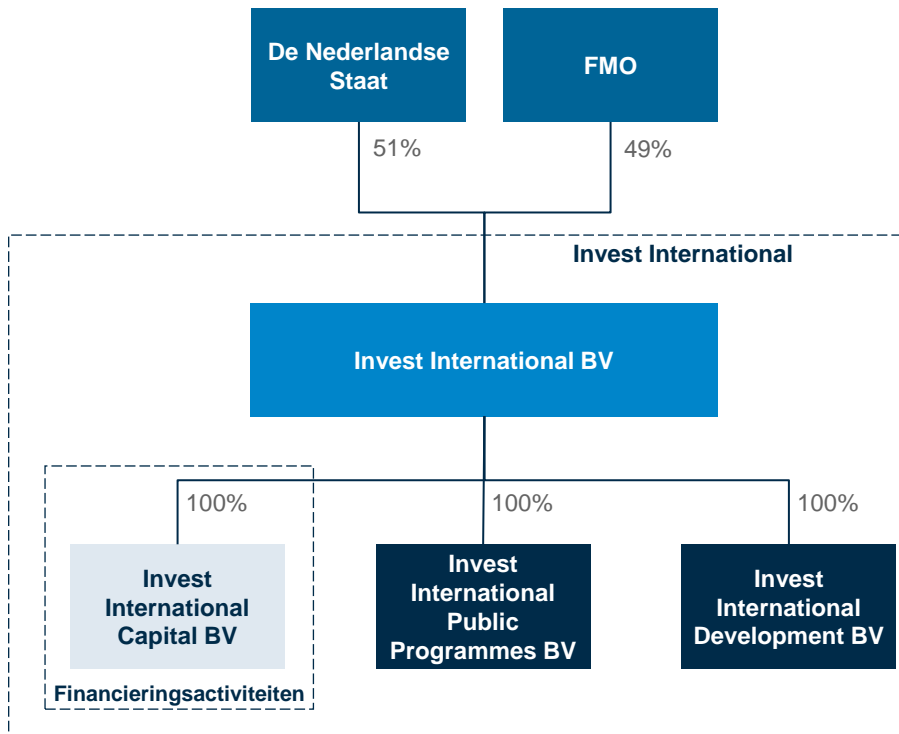


1. Management samenvatting

Introductie (1/2)

II heeft op 31 maart 2023 een kapitaalsverzoek ingediend bij De Nederlandse Staat om de financieringsactiviteiten van dochteronderneming IIC in de toekomst voort te kunnen zetten

Transactie perimeter



Achtergrond

Invest International ('II') is een joint-venture van het Ministerie van Financiën namens de Nederlandse Staat (51%) en FMO (49%).

Invest International is in oktober 2021 van start gegaan en ontstaan uit de samenvoeging van regelingen die door RVO werden uitgevoerd en de financieringsactiviteiten die door de NLB-desk van FMO werden uitgevoerd. Het idee achter de oprichting van II was het creëren van een *one-stop-shop*.

Invest International heeft in feite een dubbel mandaat:

- Enerzijds het mogelijk maken van internationalisering voor Nederlandse bedrijven en het financieren van initiatieven die bijdragen aan het toekomstige verdienvermogen van Nederland (promotional banking);
- Anderzijds vervult II een rol bij het realiseren van impact in ontwikkelingslanden (development banking).

Dit mandaat brengt voor de jonge organisatie Invest International de uitdagende taak met zich mee om te opereren met de volgende uitgangspunten:

- Additionaliteit: II komt juist aan bod als marktpartijen geen financiering aanbieden (in geval van 'marktfalen')
- Nederlandse link: II is in het leven geroepen om juist de Nederlandse economie te ondersteunen bij hun internationalisatie
- Realiseren van sociale impact
- Realiseren van een (beperkt) positief rendement
- Focus op vijf sectoren
- Aanhouden van het kader gegeven door regelgeving rondom Staatsteun

Bovenstaande mandaat wordt uitgevoerd in een situatie waarin sprake is van een veelheid van stakeholders (zowel private partijen (als klant), als de Staat (MinFin, BUZA), FMO en buitenlandse overheden en verschaffers van financiering en garanties).

Kapitaal en leningen worden verschaft door Invest International Capital.

Het is tijdens onze werkzaamheden helder geworden dat II er in geslaagd is om in korte tijd een organisatie neer te zetten die in staat is om in dit complexe veld professioneel te kunnen acteren.

Introductie (2/2)

Om te beoordelen of de Staat een aanvullende financiële bijdrage wil leveren aan II heeft het Ministerie van Financiën ('MinFin') een analyseraamwerk opgesteld. Hierin is een hoofdvraag met een aantal deelvragen geformuleerd

Invest International Capital

Invest International Capital ("IIC") is opgericht om de financieringskloof in het financiële ecosysteem te overbruggen door het identificeren en het realiseren van projecten die buiten de risicobereidheid van reguliere financiers vallen. II opereert in een krachtenveld met een veelheid aan stakeholders waarin een geheel nieuwe organisatie met een eigen gezicht dient te worden opgebouwd.

IIC heeft voor zichzelf een hoog ambitieniveau gelegd en het is bewonderenswaardig hoe in twee jaar tijd een professionele organisatie is opgezet waarbij ook diverse bedrijfsculturen en achtergronden samen zijn gebracht om een 'one-stop-shop' voor het Nederlandse bedrijfsleven te creëren.

Het bedrijfsmodel stelt IIC in staat om enerzijds internationale projecten van Nederlandse bedrijven of bedrijven met een Nederlandse connectie te realiseren en anderzijds voor de financiering van infrastructuurprojecten in ontwikkelingslanden. Op deze manier ondersteunt IIC de Nederlandse economie en draagt het bij aan het scheppen van werkgelegenheid in Nederland.

De organisatie richt zich hoofdzakelijk op de volgende vijf sectoren: Agrarische voedselproductie, Energie, Gezondheidszorg, Productie en Water & Infrastructuur. Binnen deze vijf sectoren streeft Invest International ernaar om een positieve impact te hebben op belangrijke hedendaagse transitie door zich te richten op diverse SDG's. Hierbij zijn SDG 8 en SDG 13 de voornaamste focus.

Appreciatie Kapitaalverzoek

Het MinFin heeft van haar (51%) deelneming Invest International ('II') een verzoek ontvangen voor een kapitaalstorting van €1,9-2,5mrd naar een balansomvang van €2,7-3,6mrd. II verwacht in de zomer van 2025 tegen de grens van haar huidige kapitaal aan te lopen.

Om te beoordelen of de Staat een aanvullende financiële bijdrage wil leveren aan II heeft het Ministerie van Financiën ('MinFin') een analyseraamwerk opgesteld. Hierin is een hoofdvraag met een aantal deelvragen geformuleerd.

In ons onderzoek zijn de navolgende drie deelvragen en 11 deelonderwerpen behandeld:

Appreciatie Kapitaalverzoek (vervolg)

- I. Het valideren van de marktverzoek die II heeft vastgesteld
 2. Nulscenario
 3. Groeistrategie
 4. Risk-Return
- II. Het in kaart brengen van de volwassenheid van de organisatie
 5. Risk management
 6. Commercieel
 7. (Extern) Toezicht regime
 8. (Intern) Governance
 9. Risico's en kansen van integratie
 10. Externe Rapportage
- III. Het analyseren van de validiteit van de verschillende financieringsopties.
 11. Het aantrekken van vreemd vermogen met en zonder een (gedeeltelijke) staatsgarantie?
 12. Kapitaalstorting derden
 - Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group BV ('A&M') is als adviseur van het MinFin gevraagd om in het kader van dit kapitaalverzoek deze deelvragen verder te verduidelijken. Dit hebben wij op de volgende wijze gedaan:
 - Voor het valideren van de marktverzoek is gekeken naar de analyse die PwC heeft gedaan en is deze ook vergeleken met peers, Tevens is de pijnlijn van de door potentiële cliënten verrichte financieringsverzoeken besproken en het risk / return raamwerk geanalyseerd.
 - De evaluatie van de volwassenheid van de organisatie is gebaseerd op de commerciële en riskmanagement organisatie, de governance, de samenwerking met de raad van toezicht en de kwaliteit van de interne en externe rapportage.
 - Voor de analyse van de verschillende financieringsopties is een selectie gemaakt van mogelijk relevante opties, rekening houdend met de bijkomende kosten en de uitvoerbaarheid (bijv. in termen van tijdsplan).

Management Samenvatting (1/9)

Validatie van de markt vraag

Omvang markt vraag

IIC is opgericht om de financieringskloof in te vullen voor projecten die buiten de risicobereidheid van reguliere financiers vallen. Deze financieringskloof is in november 2023 door PwC ingeschat op €400 – 550m op jaarbasis.

Als toets op het bottom-up marktvalidatiemodel van PwC gebruikt in 2020 hebben wij in samenspraak met IIC en MinFin een top-down analyse uitgevoerd. Deze toets resulteert in een geschatte jaarlijkse markt vraag in het komende jaar van €447m. Dit resultaat is in lijn met de inschatting van PwC.

Naast deze toets hebben wij een zogenaamde *peer group* analyse uitgevoerd waarbij wij, in samenspraak met II en MinFin, IIC hebben vergeleken met vijf Europese stimuleringsbanken / exportkredietinstellingen.

Uit de vergelijking blijkt dat IIC relatief klein is t.o.v. de met haar vergelijkbare Europese instellingen gemeten naar investeringen in opkomende markten en zowel in absolute en relatieve termen (t.o.v. Foreign Direct Investments of 'FDI'). Dit is mede het gevolg van het 'dubbele mandaat' dat IIC heeft, waardoor de focus op dit moment relatief veel op de financiering in opkomende markten ligt.

Als meer flexibiliteit wordt gegeven aan IIC in het toepassen van haar mandaat en meer gewicht toe wordt gekend aan de ondersteuning van export naar ontwikkelde markten kan IIC meer impact maken.

Overigens ligt de winstgevendheid die IIC in de toekomst verwacht te gaan realiseren in lijn met de geselecteerde peers, zoals Finnvera, SEK, Cofides, BPI France Export, KFWIplex.

Nulscenario

Vraag 2 – Wat gebeurt er als II geen additionele funding kan aantrekken (via de staat noch via derden)?

Korte termijn

Sinds haar oprichting werkt II aan het invullen van de bestaande financieringskloof. Dit maakt dat zij zicht heeft op financieringsaanvragen die een steeds groter gedeelte van deze financieringskloof omvatten. In de periode van FY24 t/m FY26 bedraagt deze geïdentificeerde financieringsbehoefte naar verwachting €947mIn.

Indien geen additioneel kapitaal ter beschikking gesteld zal worden zal IIC hiervan €441m niet in kunnen vullen.

Langere termijn

IIC verwacht dat over de periode tot aan FY35 €5,2mrd aan nieuwe financiering gezocht zal worden. Zonder additionele kapitaalsverstrekking zal hier slechts voor €1,6mrd aan financieringscapaciteit tegenover zal staan.

Deze financieringscapaciteit van rond de €125m per jaar is met name terug te voeren op de her-aanwending van terugbetalingen op eerder verstrekte leningen. Waarbij IIC er prudent vanuit gaat dat kapitaal investeringen pas na het einde van de looptijd worden terugontvangen.

Management Samenvatting (2/9)

Inschatting toekomstige groei / groeistrategie

Vraag 3 – Binnen welke sectoren en bij wat voor soort klanten wordt groei van de portefeuille van Invest International voorzien, hoe groot is deze verwachte groei en is het waarschijnlijk dat II deze groei kan realiseren?

Inleiding

In het rapport van PwC van november 2023 wordt ingegaan op de financieringsvraag naar sector. Op basis van dit rapport wordt verwacht dat, ten opzichte van de huidige portefeuille, de relatieve vraag in agri food, manufacturing en energie zal toenemen, het aandeel van healthcare ongeveer gelijk zal blijven en water en infrastructuur een iets kleiner aandeel van de portefeuille gaan vormen

De door ons toegepaste methode om de marktvraag te valideren maakt het niet mogelijk om de inschatting naar sectoren te confirmeren maar confirmeert de overall groei.

IIC is pas recent opgericht en groeit snel. Dit maakt dat de geleverde inspanningen om de toekomstige groei te realiseren nog niet ten volle in de huidige rapportages terugkomen.

Inschatting commitments FY24-FY26

De pijplijn biedt de beste aanknopingspunten om een deel van de groei in leningen te kwantificeren. Met de timing en karakteristieken van de pijplijn hebben we een inschatting van de te converteren vraag opgesteld.

Om de toekomstige groei in te schatten dient rekening te worden gehouden met de initiatieven die nu reeds worden ondernomen om verdere groei mogelijk te maken maar waarvan het effect lastig is te kwantificeren.

A&M schat de commitments voor de jaren 2024, 2025 en 2026 in op respectievelijk €279m, €371m en €300m. Dit is nagenoeg op hetzelfde niveau als hetgeen door IIC wordt ingeschat (zonder kapitaalbeperking). Vanzelfsprekend is er sprake van een zekere onzekerheid bij het daadwerkelijk realiseren van de plannen maar in een positief scenario kunnen deze op jaarbasis €30-35m hoger uitvallen.

Zowel IIC als A&M onderkennen meer mogelijkheden om actief te zijn in de markt. Er zijn vooral mogelijkheden in Project Finance, waar nu niet actief wordt gesourced.

Inschatting commitments FY24-FY26 (vervolg)

Daarnaast zien II en A&M mogelijkheden om ook meer actief te worden met financiering van kansen in OECD landen. Deze markt kan vrij groot zijn maar dit behoeft meer onderzoek. In totaal zien we ook meer marktvraag boven de II-inschatting, wij raden II aan om deze ruimte te gebruiken om in de acceptatie minder coulance te geven / strakker te sturen op onderwerpen als additionaliteit en Dutch link en ook het kredietrisico profiel van verstrekkingen goed mee te blijven wegen bij het accepteren van een verstrekking.

Het management verwacht dat de groeistrategie grotendeels met de huidige organisatie kan worden gerealiseerd. Wij herkennen dat dit mogelijk moet zijn waarbij een versterking van de organisatie met name nodig in het groeiscenario en bij het ophalen van externe financiering.

Management Samenvatting (3/9)

Validatie van de marktvaart

Risk Return – Krediet verlening

Vraag 4 – Wat is de huidige risk-return-ratio en de verwachte risk-return-ratio gegeven de producten/transacties in portefeuille en de verwachte portefeuille-opbouw (geografische spreiding, sectoren en type financieringen)? Wat is de kwaliteit van de huidige portefeuille en pijplijn?

Samenstelling huidige portefeuille

De insteek van II is initiatieven mogelijk te maken waar anderen geen rol kunnen spelen gegeven hun *risk appetite* en ook om Nederlandse bedrijven goed te positioneren en impact te leveren. Dit heeft II vertaald in een breed mandaat en een ruime *risk appetite*.

Tot op heden heeft dit beleid geleid tot een vrij jonge portefeuille met een beperkt aantal relatief grote uitzettingen die vrij divers zijn qua transactiestructuur en achtergrond. Er is daarom relatief weinig overlap tussen de individuele verstrekte financieringen en de financieringen zijn daarnaast vrij bewerkelijk.

Eind dec23 bestaat II's portefeuille uit commitments van €505m waarvan €457m leningen ('debt') en €48m kapitaal ('equity').

Er is €347m uitgekeerd met betrekking tot de 14 leningen in portefeuille

- Een van de commitments is een warehouse facility van €60m via intermediair OHV (MKB Export financiering), waarvan €33m reeds is verstrekt.
- Alle leningen zijn in Euro, met uitzondering van één USD-lening van €18,7m.
- De leningen zijn floating rate (meestal 6m Euribor), met uitzondering van een (*fixed rate* van 1,5%).
- De opgebouwde portefeuille is op dit moment naast 48% water & infra, redelijk verspreid over verschillende sectoren zoals agri-food, manufacturing, energy, en zorg
- Bijna 70% van de klanten is actief in de private sector, de resterende 30% is actief in de publieke of bancaire sector. Via het sourcingskanaal OHV, de intermediair via wie exportkredieten voor MKB klanten worden verstrekt, wordt eveneens de private sector gefaciliteerd.

Samenstelling huidige portefeuille (vervolg)

Het merendeel van de equity commitments (€41m) is toegekend aan PE fondsen. Er is €10,8m verstrekt met een spreiding van €1m-4m per ticket.

Toekomstige portefeuille

Op termijn is een helderder kader wenselijk om tot een gediversifieerde portefeuille qua regio, klant en sector te kunnen komen. De gehanteerde definities voor bijvoorbeeld additionaliteit en Nederlandse link zijn dusdanig breed dat deze beperkt handvaten geven om meer gericht het kapitaal in te zetten.

- Met betrekking tot de additionaliteit zouden wij adviseren dat deze voor iedere casus helder wordt vastgelegd. De reden van de afwijzing van de financier ontbreekt in sommige gevallen en het helpt als IIC deze reden(en) zelf verifieert. Idealiter zou de relevante doorverwijzer ook kunnen aangeven onder welke condities / structuur de aanvraag wel bij haar financierbaar is.
- Voor de toekomst kan overwogen worden om de mate waarin de Nederlandse link wordt ingevuld zwaarder te laten wegen, dan op dit moment het geval is.

Credit Rating

Intern wordt door de kredietbeoordelaars van IIC aan elke lening bij verstrekking een rating toegekend. In de toegepaste rating komt het risicoprofiel in termen van kredietrisico (terugbetalingsrisico) tot uitdrukking. Hierin worden elementen zoals het landenrisico en het counterparty risk) meegewogen.

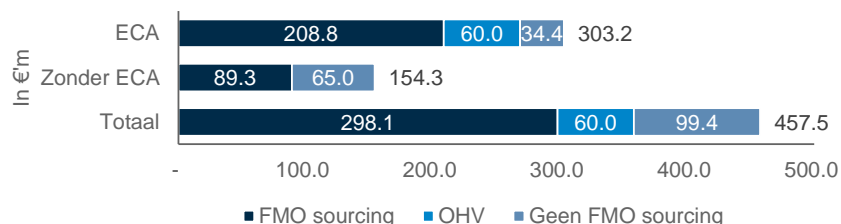
Sinds Q4-23 zijn de credit ratings gebaseerd op een model van S&P, daarvoor op een model van Moody's. Het model van S&P sluit beter aan op de typologie van de financiering.

Het landen risico in combinatie met het relatief hoge risicoprofiel van de individuele kredietnemers resulteert in een gemiddeld verhoogd rating profiel van de portefeuille dit is overigens een logisch gevolg van het mandaat van IIC.

Management Samenvatting (4/9)

Validatie van de marktvaag

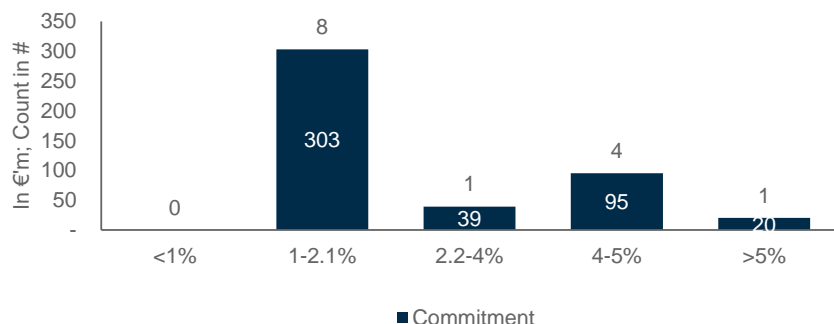
ECA dekking voor verstrekte financieringen (per 31/12/2023)



Bij de analyse van het kredietrisico is van belang om in ogenschouw te nemen dat voor een groot aantal leningen ECA-dekking is verstrekt variërend van 80%-98%, voor commercieel en / of politiek risico. Deze garanties zijn in het algemeen door Atradius verstrekt.

Het open risk (niet-ECA) in de portefeuille bedraagt €159,5m.

Beprijzing van financieringen (opslag boven Euribor) (per 31/12/2023)



Voor het beprijzen van de leningen past IIC het RAROC model toe dat overgenomen is van FMO.

In geval er geen informatie over market data voor de relevante transactie voorhanden is, wordt op basis van bijvoorbeeld Dialogic informatie van FDI financieringen een inschatting gemaakt met behulp van vergelijkbare transacties.

Risico / Rendement

Door de aandeelhouder is nog geen doelrendement op het verstrekte vermogen aan IIC meegegeven. Dit maakt dat IIC vrij is in het bepalen van het gewenste rendement en daarmee de gewenste samenstelling van de portefeuille. Management prijst met behulp van het RAROC model en in individuele gevallen (Dialogic) voor zover mogelijk tot een benchmarking de verstrekkingen om tot een marktconforme pricing te kunnen komen.

Verstrekkingen met ECA cover kennen logischerwijs een lagere marge (1%-2%) dan leningen zonder dekking (2.5%-6%) als het gehele landen- en debiteurenrisico door IIC gedragen wordt. Men zoekt duidelijk naar een mix ook om voldoende marge te genereren voor de dekking van de organisatie.

Voor de directe equity investeringen berekent men de rendementen op basis van de toekomstige parameters van de ondernemingen die leiden tot een bepaalde money-multiple en rendement. Voor de fund-in-fund commitments neemt men de aangegeven rendementsverwachting van de fund manager over. Management verwacht op de gehele equity portefeuille een netto rendement van minimaal 5%.

Management Samenvatting (5/9)

Evaluatie van de volwassenheid van de organisatie

Risicomanagement

Vraag 5 – Is de organisatie vanuit risicomanagementperspectief “a safe pair of hands” voor additionele funding?

Inleiding

In korte tijd is een vrij robuuste riskorganisatie neergezet met een ervaren en competent team met relevante en diverse achtergronden bij banken.

Door de beperkte omvang van de organisatie wordt er veelvuldig gecommuniceerd en samengewerkt tussen risk en commercie. Dit maakt dat de organisatie snel leert. Hierbij kan echter wel het risico ontstaan dat de scheiding van rollen en daarmee onafhankelijkheid van de risk management functie in het geding komt.

Daarnaast lijkt er sprake te zijn van een adequaat systeemlandschap en getuigt het grote aantal beleidslijnen van een volwassen ambitie. Echter, de toetsen op additionaliteit en de Nederlandse link bevatten niet altijd duidelijke definities of worden niet overal consequent toegepast, en missen daarmee een volledig geformuleerd risk management kader.

De organisatie heeft in haar opbouw een logische prioriteitstelling aangebracht bij de praktische invulling van de het management van de diverse risico types. De focus is hierbij gelegd op kredietrisico en het kredietverleningsproces.

Kredietrisico

Voor alle financieringsvoorstellen is er sprake van uitgebreide dossiers die opgesteld zijn door ervaren krediet specialisten die over ruime ervaring met kredietverlening in opkomende markten beschikken. Naast de analyse van het kredietrisico ook aandacht is voor de mate waarin SDG-doelen bereikt worden door een team van ESG specialisten. Ook worden de uitkomsten met betrekking tot de KYC-testing gemeld.

De krediet technische analyse van de business case, als er geen ECA-dekking beschikbaar is, kan op punten diepgaander worden uitgevoerd en vastgelegd. In bepaalde situaties wordt vooral geleund op de kwaliteit van de garant, maar is de analyse van de kwaliteit van de garant beperkt.

Eventuele eisen aan het behoud van een minimale kredietwaardigheid en substance van de garantsteller gedurende de looptijd zijn eveneens in sommige gevallen beperkt.

Kredietrisico (vervolg)

Ook mist geregeld de analyse met betrekking tot de risico's om, indien nodig, tot de uitbetaling onder een separate garantie (van bijvoorbeeld de aandeelhouder of een gelieerde partij) te kunnen komen. Voor de meeste ECA-gedekte exporttransacties geldt dat deze zonder financiering door IIC niet plaats hadden gevonden. Het belang van de ECA-dekkingen maakt dat het systematisch bijhouden van de mate waarin aan de (informatie)verplichtingen in het kader van ECA dekking is voldaan cruciaal wordt. Dit om, in geval van een deconfiture, eventueel tot ontvangst van uitbetaling te kunnen komen.

Investment risk (equity investeringen)

Men maakt gebruik van twee externe equity adviseurs met relevante ervaring om te kunnen overleggen en we raden aan om hun feedback ook goed in overweging te nemen in de uiteindelijke besluitvorming. We begrijpen van IIC dat in de toekomst hun advisering belangrijker wordt in het investeringsproces.

Overige risico types

- Business (I-ESG) en compliance (KYC) risico's zijn volwassen en hebben een eigen structuur en riskmanagement raamwerk
- Met name *operational risk* management lijkt thans nog in ontwikkeling. Aangezien IIC een nieuwe organisatie is, grotendeels gevormd uit twee organisaties met een verschillende cultuur is een goede borging van ORM wenselijk.
- Bij de verdere groei van de onderneming, en met name bij een verandering van de financieringsstructuur, zal meer aandacht nodig zijn voor balansmanagement en de impact van renteontwikkelingen op de totale verdien capaciteit van IIC (*financial risk*).

Wij hebben van management begrepen dat zij de door ons gesignaleerde mogelijkheden tot versterking van het kader herkent en deze inmiddels heeft opgepakt.

Management Samenvatting (6/9)

Evaluatie van de volwassenheid van de organisatie

Commerciële organisatie

Vraag 6 – Wat is de kwaliteit van de commerciële organisatie?

Kredietverlening

De verstrekking van leningen in de context waarin IIC opereert (met name in ontwikkelingslanden) vraagt om specialistische kennis.

IIC heeft met NLB-desk van FMO een snelle start kunnen maken met het opbouwen van een ervaren team. Het team kan bogen op zeer uitgebreide ervaring opgedaan bij FMO, grootbanken en vergelijkbare instellingen. Zij heeft ruime ervaring met het verstrekken van ECA-gegarandeerde kredieten en de samenwerking met andere promotional en ontwikkelingsbanken.

Met het team vanuit FMO is ook €199m aan nieuwe financieringstransacties meegekomen (van de €457m in debt commitments per jaareinde 2023). In 2023 heeft het team heeft in het verlengde hiervan nog twee verdere transacties geïnitieerd, een drietal transacties via doorverwijzingen van banken en voor €60m aan MKB-financiering via OHV.

Eigen vermogen investeringen

Aan de equity kant is in zeer korte tijd een volledig team opgezet met relevante investingservaring. Gegeven het brede mandaat en de complexe, hoog risico verstrekkingen die worden gedaan is de ruime, relevante vakkennis en ervaring noodzakelijk en deze dient goed geborgd te worden.

Er zijn tot nu toe in totaal €48m aan equity commitments verstrekt, voornamelijk fund-in-fund (PE) participaties.

Structuur teams marktwerking

- IIC bewerkt de markt met teams die georganiseerd zijn naar sectoren en klantgroepen.
- Elk team heeft doelstellingen die gericht zijn op het op het vergroten van het identificeren en converteren van relevante financieringsaanvragen.
- **Sector leads** bepalen het beleid en de strategie voor de sector. Sector leads hebben een brede aanpak in de bewerking van de markt:
 1. Sector leads zijn proactief aanwezig in de markt, bijvoorbeeld door het bezoeken/organiseren van sectorevents, het onderhouden van contacten in strategische accounts in de sector, social media en andere marketingactiviteiten.

Structuur teams marktwerking (vervolg)

2. Er is een strategische focus op bedrijven met de volgende thema's: *Transformational, Transitional, Business to Government; International investments*. Er is een doelstelling van 100 bedrijfsbezoeken in FY24.
- **Klantteams** hebben ook een target voor aantal gerealiseerde aanvragen per jaar en bedrijven hun eigen marktwerking. Deze wordt vooral bepaald door bestaande relaties met de belangrijkste kanalen: FMO en de grootbanken voor LCSF, Atradius voor exportfinanciering, RVO en OHV voor MKB bedrijven.
 - Ook werkt IIC samen met het bredere Business Development team van IIC. Dit team speelt ook een rol in markt bewerking met eigen doelstellingen.

Systemen

- Het volgen van de pijplijn is met de implementatie van nCino verder geprofessionaliseerd en de IIC teams hebben wekelijks pijplijnoverleg. De huidige pijplijn van IIC omvat €357m aan opportuniteiten. Het feit dat er nu een bredere pijplijn aanwezig is maakt dat IIC meer dan voorheen een prioritering dient aan te brengen in de toekenning van haar kapitaal.

Focus marktwerking

In 2023 is veel aandacht uitgegaan naar het versterken van de naamsbekendheid van IIC en het opbouwen van een sales pijplijn.

De omvang en invulling van de commerciële organisatie is adequaat voor de rol die IIC speelt / wil spelen naar de toekomst toe in het groeiscenario.

Indien wordt overwogen om meer uitzettingen in de Developed markets te doen valt te overwegen / is na te gaan welke investeringen in het team hiervoor nodig zijn, hier ligt immers op dit moment minder de focus.

Management Samenvatting (7/9)

Evaluatie van de volwassenheid van de organisatie

(Extern) Toezichtsregime

Vraag 7 – Hoe kunnen de aandeelhouders op een goede manier toezicht en grip houden op de specifieke risico's die zich in een groeiend IIC kunnen manifesteren, waaronder op het gebied van kredietrisico, KYC en ESG?

II stelt kwartaalcijfers op.

De kwartaalrapportage vindt plaats via de RvC. Hier is in het huidige governance model voor gekozen. De RvC lijkt een goede balans van bancaire en maatschappelijke ervaring te hebben.

Wij hebben specifiek de rol de RvC Audit- en Risicocommissie en hun visie op het risicomanagement van II kunnen vaststellen.

- Er is sprake van een open en constructieve relatie tussen de RvC en de CFRO.
- De informatievoorziening is adequaat met betrekking tot de activiteiten de resultaten en materiele risico's van II, met inbegrip van de bijbehorende risicobeheersingssystemen.
- De risicorapportages zijn grondig en laten een duidelijke lijn van verbetering zien. Tevens worden deze regelmatig en tijdig aan de RvC en RvB verstrekt en omvatten vergelijkingsgrafieken / trends.
- De vraagstelling en onafhankelijke toets van de RvC Audit- en risico commissie is kritisch van aard. Besproken zaken en issues worden tijdig opgevolgd.

Hoewel de huidige RvC een goede balans van bancaire en maatschappelijke ervaring lijkt te hebben, geven we ter overweging mee om in het Audit- en Risicocommissie meer praktische kennis en ervaring met complexe kredietverlening (project financiering) en het daarbij horende kredietrisico management op te nemen.

(Intern) Governance

Vraag 8 – Wat voor soort governance lijkt nodig voor een groeiende organisatie met oog op de balans tussen commerciële ontwikkeling, risico en impact. Hiermee wordt met name bedoeld op RvC/RvB- structuren (omvang en kennisgebieden), maar daar waar risico's zijn mogelijk ook dieper in de organisatie, bijvoorbeeld credit en compliance committees.

De Raad van Bestuur ("RvB") en het managementteam bestaan uit vertegenwoordigers van zowel Risk als Business, waardoor strategie, commercie en risicobereidheid sterk met elkaar in contact komen.

Hoewel dit de communicatie van een jonge, lerende en op groei gerichte organisatie kan bevorderen, kan mogelijk de onafhankelijkheid van de riskmanagementfunctie hiermee in het geding komen.

IIC heeft een investment en engagement comité echter:

- Bij grotere financiële instellingen is er een onafhankelijke risico commissie die zich bezighoudt met zaken als *risk appetite*, risk management raamwerk en reporting. Om risk management sterker neer te zetten zou IIC hier op termijn ook voor kunnen kiezen.
- Bij verdere groei van IIC, maar met name het toenemen van de complexiteit zoals aantrekken van externe funding, eigen credit rating, eigen treasury / FX capabilities, is het te overwegen om de RvB naar drie leden uit te breiden.
- Daarbij dient ook de positionering van IIC te worden overwogen. Bijvoorbeeld bij banken kan de toezichthouder namelijk een splitsing tussen CFO en CRO eisen.

Management Samenvatting (8/9)

Evaluatie van de volwassenheid van de organisatie

Risico's en kansen van integratie

Vraag 9 – Welke risico's en kansen zijn er voor Invest International door interactie tussen investeringen vanuit het kernkapitaal en het beheren van de regelingen voor BHOS?

Als onderdeel van de dossierbeoordeling hebben we al voorbeelden van synergie tussen private en public sector kunnen zien, bijvoorbeeld met in het voorstellen van geïntegreerde financieringsproposities in Zuidoost-Azië en Afrika waarbij DRIVE-subsidies en IIC-financiering in combinatie werd aangeboden om lokale impact te genereren met een Nederlandse invalshoek.

De bovengenoemde combinatie van subsidies en financiering is naar wij begrijpen uniek en daarmee kan II zich onderscheiden van andere promotional banks. Hier zou in de toekomst verder geïnvesteerd kunnen worden.

Externe rapportage

Vraag 10 – Wat is de kwaliteit van huidige externe rapportages? Hoe moeten externe rapportages er in de toekomst uitzien en welke wijzigingen zijn hiervoor nodig? Welke impact verwachten we van verbeterde kwaliteit van de rapportages?

II's financiële team rapporteert op twee manieren aan haar verschillende stakeholders:

1. Kwartaalrapportages – formele rapportages die verstrekt worden aan de RvB, RvC, MinFin en Ministerie van Buitenlandse Zaken.

De kwartaalrapportages bevatten informatie over de financiële resultaten (winst & verlies rekening) inclusief toelichting, vergelijking met budget en KPIs en status van de lening en equity portefeuille (gecommitteerde en disbursed bedragen). Daarnaast wordt inzicht verstrekt in de liquiditeitsprognoses ter onderbouwing van de toekomstige trekkingen waarin per week de verwachte commitments zijn weergegeven.

2. Jaarrekening – de jaarrekening van II wordt door Ernst & Young Accountants LLP gecontroleerd. II publiceert de jaarrekening op haar website. PwC verricht internal audit werkzaamheden.

Daarnaast is er een maandelijkse interne rapportage met als doel informatie verschaffing richting de CFRO. Deze rapportage bevat de resultatenrekening met beperkte toelichting. De maandrapportage wordt ter informatie ingebracht bij het Management Team overleg.

Wij hebben geconstateerd dat de kwaliteit en de informatie zoals gepresenteerd in de kwartaal rapportages is verbeterd. Wij begrijpen dat de kwaliteit van de rapportages verder zal worden ontwikkeld zodra het datawarehouse is geïmplementeerd, hetgeen binnen afzienbare tijd wordt afgerond.

Daarnaast adviseren wij om de maandrapportages een formelere status te geven.

Management Samenvatting (9/9)

Evaluatie van de financieringsopties

Financieringsopties

Vraag 11 – Hoe werkt het aantrekken van vreemd vermogen met en zonder een (gedeeltelijke) staatsgarantie?

Vraag 12 – Is een kapitaalstorting door een externe partij haalbaar en realistisch en zo ja, hoe kan een dergelijke kapitaalstorting worden vormgegeven?

Financieel model

Management heeft in het kader van het verzoek om additioneel kapitaal een prognose opgesteld voor de periode FY24-FY35. Deze prognose is verwerkt in een financieel model met daarin verschillende groei- en financieringsscenario's.

Op verzoek van de Staat hebben wij geassisteerd bij het verder ontwikkelen van het model door de Onderneming door vragen te stellen over de opstelling hiervan. Management heeft deze vragen met ons besproken en, voor zover relevant, meegenomen in de nieuwe versie van het model.

Management heeft verschillende scenario's van de portefeuille opgesteld, onder andere op basis van de ingeschatte gemiste marktvraag voor leningen aan Nederlandse bedrijven buiten Nederland.

Kapitaalstorting

Wij hebben met de Staat de haalbaarheid van een externe kapitaalstorting besproken. In het algemeen vereist een investeerder een rendement dat past bij het risico dat hij neemt. Het rendement dat door IIC wordt nagestreefd is geen weerspiegeling van het risico dat door IIC wordt aangegaan indien geen Staatsgarantie aan IIC zou worden verstrekt. Ook in het geval dat een Staatsgarantie wordt verstrekt op een eventuele kapitaalstorting door derden is het onwaarschijnlijk dat een externe kapitaalstorting economisch zinvol is voor de Staat, omdat het verwachte rendement van externe kapitaalverschaffers aan IIC ook dan hoger is..

Overigens begrijpen wij dat de eigendomsverhouding juridisch zodanig is gestructureerd dat op het moment dat door de Staat additioneel wordt gestort en FMO hier niet in bijdraagt de eigendomsverhouding in IIC niet verandert. Het aandeel in de dividenduitkering verandert wel mee naar rato van het ingelegde kapitaal. Wij raden de Staat aan het mogelijke effect van een Staatsgarantie of een kapitaalstorting zowel juridisch als fiscaal nog verder te analyseren.

Vreemd vermogen – met & zonder staatsgarantie

Een van de scenario's van IIC die we hebben beoordeeld, is het scenario waarin externe financiering wordt verkregen, als alternatief voor volledige (staats)eigen vermogensfinanciering om verdere groei te financieren.

Onze high-level desktoanalyse toont aan dat het verkrijgen van externe financiering een reëel scenario is. Gebaseerd op de huidige omvang van de balans en onze ervaring met relevante financieringspartijen achten we het aantrekken van externe financiering, onder bepaalde voorwaarden, realistisch.

We zien momenteel drie externe financieringsopties die efficiënt, schaalbaar en uitvoerbaar lijken op een korte termijn:

1. Het uitgeven van een publieke obligatie (80% gegarandeerd); of
2. Een financiering verstrekt door 1 partij (bilateraal) (80% gegarandeerd); of
3. Het syndiceren van het ECA gegarandeerde risico.

Een (gedeeltelijke) overheidsheidsgarantie is benodigd om de financiering tegen economisch aantrekkelijke condities aan te kunnen trekken, naast een credit rating op IIC of op de aan te trekken lening.

- De te ontvangen lening heeft een RWA weging van 0% voor de te ontvangen banken, enkel op het niet gegarandeerde deel zal kapitaal moeten worden aangehouden. Banken dienen immers ook bij een AAA rating kapitaal aan te houden, waardoor institutionele investeerders aantrekkelijke tegenpartijen kunnen zijn.
- De financieringskosten voor de lening worden momenteel ingeschat op c.65–85bps boven de basisrente (voor nu op 2-5 jaar aangenomen).
- IIC zal een vergoeding moeten betalen voor de te ontvangen garantie van de overheid, deze wordt momenteel ingeschat op circa 20bps.

Het aantrekken van de financiering heeft een doorlooptijd van c.3 tot 9 maanden, afhankelijk van het gekozen financieringsinstrument en daarmee lijkt begin 2025 een realistisch moment indien aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan.

Wij raden aan om via een marktverkenning de meest aantrekkelijke financieringsoptie(s) nader te onderzoeken met het oog op het aantrekken van een of meerdere bronnen van financiering, en op deze manier te zorgen voor efficiënte toegang tot financiering voor IIC. Parallel hieraan kan een traject inzake de staatsgarantie worden opgestart.



2. Aard en Omvang van de Geleverde Diensten

Aard en Omvang van de Geleverde Diensten (1/2)

Aard en omvang van de dienstverlening

- De aard, reikwijdte en eventuele beperkingen van de diensten worden in detail uiteengezet op de volgende pagina's en in Bijlage A van het Contract.
- Behalve voor zover anders vermeld in ons rapport, zijn onze werkzaamheden uitgevoerd op basis van het feit dat alle informatie die (al dan niet schriftelijk en door het management of anderszins) aan A&M wordt verstrekt en waarop onze werkzaamheden zijn gebaseerd, volledig en nauwkeurig is en niet misleidend is.
- A&M heeft geen controlewerkzaamheden uitgevoerd, noch hebben wij, tenzij anders vermeld, de financiële of andere informatie in dit rapport onderworpen aan controle- of verificatieprocedures.
- Omdat de diensten van A&M die worden geleverd in overeenstemming met ons Contract beperkt van aard en reikwijdte zijn, kan er niet op worden vertrouwd dat A&M alle documenten en andere informatie ontdekt of alle analyses levert die in deze transactie van belang kunnen zijn. Er is geen garantie dat alle zaken van belang zullen worden onthuld door het werk van A&M.
- De Klant aanvaardt en erkent dat A&M geen garanties of garanties van welke aard dan ook heeft gegeven met betrekking tot de resultaten, uitkomsten of definitieve ontwikkelingen in dit transactieproces of met betrekking tot de economische, financiële of andere resultaten van II. Het werk van A&M omvatte geen analyse van de potentiële impact van een onverwachte sterke stijging of daling van lokale of algemene financiële markten of economische omstandigheden of technologische veranderingen.
- De Klant accepteert en erkent dat A&M geen van de volgende diensten heeft geleverd en ook niet zal leveren: investeringsbeslissingen nemen; beleggingsadvies geven; regelgevend advies geven; financieringsniveaus bepalen; namens u handelen of onderhandelen, of optreden als management. A&M is niet gekwalificeerd om juridisch advies te geven.
- A&M heeft op 6 juni 2024 de schriftelijke bevestiging van het management van II ontvangen dat de rapportage geen informatie bevat die niet gepubliceerd mag worden.
- A&M aanvaardt met betrekking tot dit rapport geen aansprakelijkheid (noch uit overeenkomst, noch uit onrechtmatige daad (waaronder nalatigheid), noch anderszins) jegens de Opdrachtgever of enige andere persoon.

Context, doel en beperkingen

- Dit rapport is opgesteld op basis van de huidige wetgeving en ons begrip van in Nederland gepubliceerde praktijken op de datum van dit rapport. Gebeurtenissen die ons bekend worden of die zich na deze datum voordoen, kunnen een aanzienlijke invloed hebben op de zaken waarop dit rapport betrekking heeft. Wij aanvaarden geen verantwoordelijkheid voor het bijwerken van dit rapport of voor het informeren van een geadresseerde van dit rapport over dergelijke gebeurtenissen.
- Ten tijde van de uitvoering van onze werkzaamheden en het opstellen van deze rapportage, was de door de externe accountant gecontroleerde jaarrekening voor het financiële jaar 2023 niet beschikbaar.

Andere belangrijke zaken

- Het gebruik van begrippen zoals "redelijk", "substantieel", "zou moeten", "zal", "zou", "zal", "kan" of "waarschijnlijker dan niet" is niet bedoeld als uitdrukking of bewering, voor welk doel dan ook, van een niveau van reliance met betrekking tot conclusies of advies in dit document.
- Meer specifiek kan de bespreking van de financiële gevolgen in dit document (i) gebaseerd zijn op schattingen, projecties, veronderstellingen en representaties; (ii) kan nader onderzoek vereisen naar toepasselijke belasting- en/of boekhoudregels; (iii) kan aanvullende onderzoeken vereisen met betrekking tot de feiten en omstandigheden; (iv) kan gebaseerd zijn op bepaalde veronderstellingen waarvoor nog geen onderzoek is uitgevoerd; en (v) mag geen afbeelding bevatten van de toepassing van alternatieve interpretaties van belastingregels op een stap of stappen van de Transactie, of een mogelijke herschikking van een stap of stappen van de Transactie.

Aard en Omvang van de Geleverde Diensten (2/2)






Prognoses

- Alle prognoses (inclusief bedrijfsplan(nen), budgetten, projecties, voorspellingen, enz.) waarnaar in dit rapport wordt verwezen, zijn opgesteld door het management om hun visie op de toekomstige uitkomst van IIC's resultaten weer te geven. We hebben niet geholpen bij het opstellen van prognoses en daarom heeft het management de volledige verantwoordelijkheid voor de oordelen die betrokken zijn bij, en de resultaten van, prognoses.
- In ons rapport hebben we commentaar op de prognoses opgenomen. De basis voor eventuele alternatieve aannames wordt in dit rapport uiteengezet. De mate waarin prognoses vervolgens worden gewijzigd door een of alle mogelijke aanpassingen die we hebben geïdentificeerd, is een kwestie van beslissing door u en uitsluitend uw verantwoordelijkheid. Omdat gebeurtenissen en omstandigheden vaak niet plaatsvinden zoals verwacht, zullen er gewoonlijk verschillen zijn tussen voorspelde en werkelijke resultaten, en die verschillen kunnen materieel zijn. Wij nemen geen verantwoordelijkheid voor het behalen van de projecties.
- De economische en andere gevolgen van de oorlog in Oekraïne en sancties tegen Rusland en Wit-Rusland (of aanverwante entiteiten en individuen) ontwikkelen zich nog steeds en de effecten ervan zijn onzeker. Dergelijke economische en andere gevolgen kunnen de prestaties (of andere factoren die relevant zijn voor een beoordeling) van de doelgroep en de doelgroep beïnvloeden op manieren die momenteel niet redelijkerwijs voorspelbaar, voorzienbaar of kwantificeerbaar zijn. Bovendien kunnen deze ontwikkelingen in sommige gevallen de toegang van A&M tot relevante informatie en personeel beperken of anderszins de uitvoering van de diensten beïnvloeden. De diensten van A&M omvatten geen analyse van de mogelijke impact van de oorlog in Oekraïne en sancties tegen Rusland en Wit-Rusland of aanverwante entiteiten en personen, en er is geen garantie dat belangrijke zaken die voortkomen uit deze ontwikkelingen zullen worden onthuld door het werk van A&M. U begrijpt dat A&M geen advocatenkantoor is en niet bevoegd is om juridisch advies te geven over de reikwijdte van de internationale sancties (of anderszins).



Reikwijdte Werkzaamheden en Samenvatting van het Proces (1/2)

De doorlopen stappen op hoofdlijnen

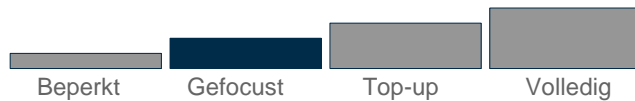
Stappen	i Vaststellen Scope	ii Desktop research	iii Eerste bevindingen	iv Validatie	v Finaal rapport
	<p>Vaststellen vraagstelling</p> <ul style="list-style-type: none"> Bespreken opzet met MinFin Delen input m.b.t. initiële opzet project Gezamenlijke aanpak vaststellen 	<p>Vaststellen benodigde documentatie</p> <ul style="list-style-type: none"> Opvragen & verwerken informatie Indien nodig, opvragen additionele informatie 	<p>Verwerken desktop research</p> <ul style="list-style-type: none"> Evalueren PwC en Dialogic rapport Discussie punten bepalen 	<p>Validatie aan de hand van interviews:</p> <ul style="list-style-type: none"> Bespreken resultaten Aanscherpen input Review eerste draft 	<p>Finaal rapport</p> <ul style="list-style-type: none"> Opstellen concept rapportage Presenteren resultaten Delen uitkomsten
Hoofdactiviteit	<ul style="list-style-type: none"> Vaststellen deelvragen Doornemen rapport PwC Doornemen rapport Dialogic Beoordelen opdracht FIN 				
Uitkomst	<ul style="list-style-type: none"> Een definitief vraagstellingsdocument Een definitief plan van aanpak 	<ul style="list-style-type: none"> Eerste draft rapport met het theoretisch kader voor de validatie en evaluatie van het kapitaal verzoek van II Tussenrapportage richting MinFin 	<ul style="list-style-type: none"> Interview vragen om het theoretisch kader te valideren 	<ul style="list-style-type: none"> Gevalideerd initieel rapport voor de validatie en evaluatie van het Kapitaal verzoek van II 	<ul style="list-style-type: none"> Rapport voor de validatie en evaluatie van het Kapitaal verzoek van II Presentatie resultaten op hoofdlijnen
Partnership	 <p>A&M en MinFin werken samen</p>	 <p>Voornamelijk A&M met input van II</p>	 <p>Voornamelijk A&M met input van II</p>	 <p>Voornamelijk A&M met input van II</p>	 <p>Voornamelijk A&M met input van MinFin</p>

Reikwijdte Werkzaamheden en Samenvatting van het Proces (2/2)



Overzicht en Tijdschema

- A&M is ingeschakeld om een rapport over het door Invest International in 2023 bij de Staat ingediende verzoek tot een kapitaalstorting op te stellen.
- Onze opdracht betreft een advies met betrekking tot de vraag of een additionele kapitaalverstrekking aan II opportuun is en of overige financieringsopties mogelijk zijn. Wij hebben dan ook geen financieel, krediet-technisch, fiscaal of juridisch due diligence uitgevoerd, noch een audit van het door II in dit kader opgestelde financiële model.
- We hebben geen werkzaamheden uitgevoerd na 29 januari 2024 en we hebben geen actuele financiële informatie beoordeeld met betrekking tot de periode na 31 december 2023.



Reikwijdte: Gefocust

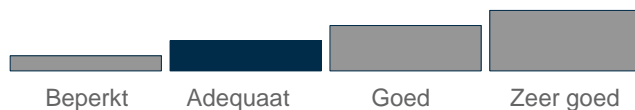
- De reikwijdte omvat een analyse van de factoren die nodig zijn om de marktvraag, de commerciële en riskmanagement organisatie te beoordelen en te adviseren m.b.t. de mogelijke financieringsopties.
- De reikwijdte van het werk is gebaseerd op een uitvraag door het MinFin. Deze reikwijdte is vervolgens met ons getoetst. Met uitzondering van beperkte wijzigingen hebben we deze als passend beoordeeld. Deze wijzigingen waren dermate beperkt dat deze niet tot een aanpassing in onze opdrachtbrief leidden.



Toegang tot management en overige medewerkers II: Ongelimiteerd

- Wij hebben in december 2023 en de eerste week van januari 2024 desktop werk verricht.
- Op 4 januari 2024 en de week van 8 tot 12 januari 2024 hebben we fysieke en virtuele meetings gehad met vertegenwoordigers vanuit II: risk management, finance, en de CFRO. Tevens hebben we 18 januari ons rapport besproken met het Management van Invest International.
- Daarnaast hebben we op 14 december 2023 een overleg gehad met PwC om het door hen opgestelde advies te bespreken.

Voorgenoemde personen en overige medewerkers van II die aanwezig waren bij de meetings worden in dit rapport tezamen naar gerefereerd als "Management".



Kwaliteit en tijdigheid van informatie: Adequaar

De informatie waarop wij onze werkzaamheden hebben uitgevoerd omvatte een breed spectrum aan documenten waaronder:

- Het policy huis;
- De leningen- en investeringsportefeuille en pijplijn per eind 2023;
- De financiële en risk kwartaal rapportages. De financiële cijfers zijn opgesteld op basis van IFRS;
- De (concept) adviezen van o.a. Dialogic (januari 2024) en van PwC (november 2023). Wij hebben geen inzicht verkregen in een rapportage opgesteld door PwC t.a.v. de mogelijke financieringsopties opgesteld in januari 2024;
- De rapporten van internal auditor PwC en external auditor EY. EY heeft een goedgekeurde verklaring afgegeven over de jaarrekening van FY22. De in dit rapport genoemde cijfers voor 2023 en eind 2023 betreffen voorlopige cijfers.

Door de korte tijdslijnen en het brede scala aan benodigde documenten lag er voor ons werk een grote afhankelijkheid van IIC. IIC heeft waar mogelijk zoveel mogelijk met zo kort mogelijke tijdslijnen proberen te leveren. Wel merken wij op dat we tijdens het proces op een aantal punten meerdere updates van informatie hebben ontvangen.

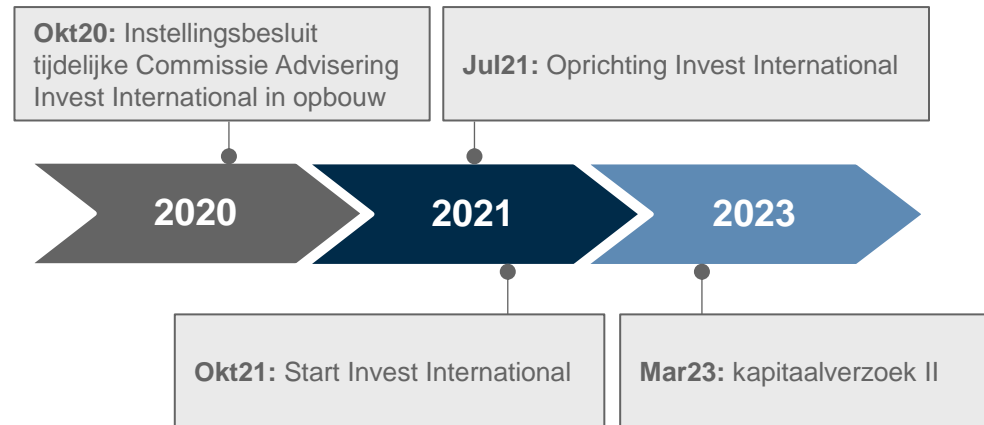


3. Introductie Invest International

Achtergrond Invest International (1/2)

Invest International is formeel gezien twee jaar geleden gestart met het invullen van haar dubbele mandaat

Relevante gebeurtenissen voor Invest International in de afgelopen jaren



Relevante gebeurtenissen voor Invest International in de afgelopen jaren

- Il is in 2021 opgezet als staatsdeelneming (joint venture van het FMO en Ministerie van Financiën) die zich richt om marktfalen op te lossen dat optreedt door informatie schaarste, hoge transactiekosten en gebrekkige instituties in met name complexe opkomende markten.
- Hierdoor is het vaak lastig voor Nederlandse ondernemingen om financiering te vinden voor hun buitenlandse activiteiten. Daar komt bij dat de internationale aanwezigheid van Nederlandse banken de afgelopen jaren verder is afgenomen, onder andere vanwege hogere kapitaaleisen, strengere KYC-regelgeving en een 'flight to safety' tijdens de pandemie.
- IIC speelt in op dit markt-falen door financiering te bieden aan bedrijven die die financiering niet bij commerciële banken kunnen verkrijgen. Hiermee draagt IIC bij aan de Nederlandse economie met het creëren van banen en economische toegevoegde waarde. Ook biedt IIC hiermee oplossingen voor belangrijke duurzaamheidstransities. Gezamenlijk wordt dit ook wel de "dubbele doelstelling" genoemd.

Achtergrond Invest International (2/2)

Missie en strategie

Nederlandse economie & transities

Nederlandse economie

- Invest International is opgericht om de financieringskloof in het financiële ecosysteem te overbruggen door het identificeren en het realiseren van projecten die buiten de risicobereidheid van reguliere financiers vallen.
- Het bedrijfsmodel stelt II in staat om enerzijds internationale projecten van Nederlandse bedrijven of bedrijven met een Nederlandse connectie te realiseren en anderzijds de financiering van (infrastructuur)projecten in ontwikkelingslanden te mogelijk te maken.
- Op deze manier ondersteunt Invest International de Nederlandse economie en draagt het bij aan het scheppen van werkgelegenheid in Nederland.
- De organisatie richt zich hoofdzakelijk op vijf sectoren:
 - Agrarische voedselproductie
 - Energie
 - Gezondheidszorg
 - Productie
 - Water & Infrastructuur

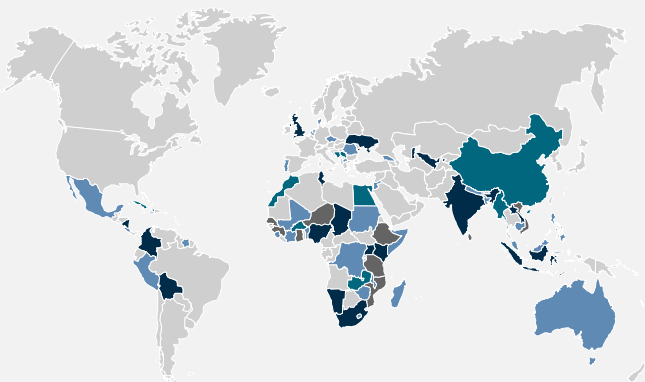
Transities

- Binnen de vijf sectoren streeft Invest International ernaar om een positieve impact te hebben op belangrijke hedendaagse transitie door zich te richten op diverse SDG's.
- Voornaamste focus hebben:



Banen in opkomende economieën

- Invest International heeft als doel om hoogwaardige werkgelegenheid te bevorderen, zowel direct als indirect, in opkomende economieën.
- De meeste projecten dragen positief bij aan het creëren van banen in de aandachtsgebieden:
 - Afrika
 - India
 - Zuidoost-Azië
 - Latijns-Amerika
 - Europa (beperkt)



*Noot: De wereldkaart laat de geografische spreiding zien van €274m kernkapitaal en €1,106m aan fondsen beheerd namens BHOS.

Strategie

Visie

Samen bouwen we aan de duurzame markten van morgen

Missie

Investeren in Nederlandse oplossingen voor wereldwijde uitdagingen

Strategisch doel

Projecten realiseren die bijdragen aan de Nederlandse economie, de infrastructuur van opkomende economieën en de SDG's

Directe doelstellingen

Bedrijven laten groeien | Klantgerichte aanpak verankeren | Klantenbestand uitbreiden

Hoe we het doen

Projectontwikkeling voor financiering | Aanvullende financiering naar de markt

Onze focus en keuzes

Onze focus sectoren | Onze SDG's Secundaire SDG's

De fundering

Onze mensen | Impact & ESG beheer | Onze financieringsbronnen | Risico Kader

Business Overview

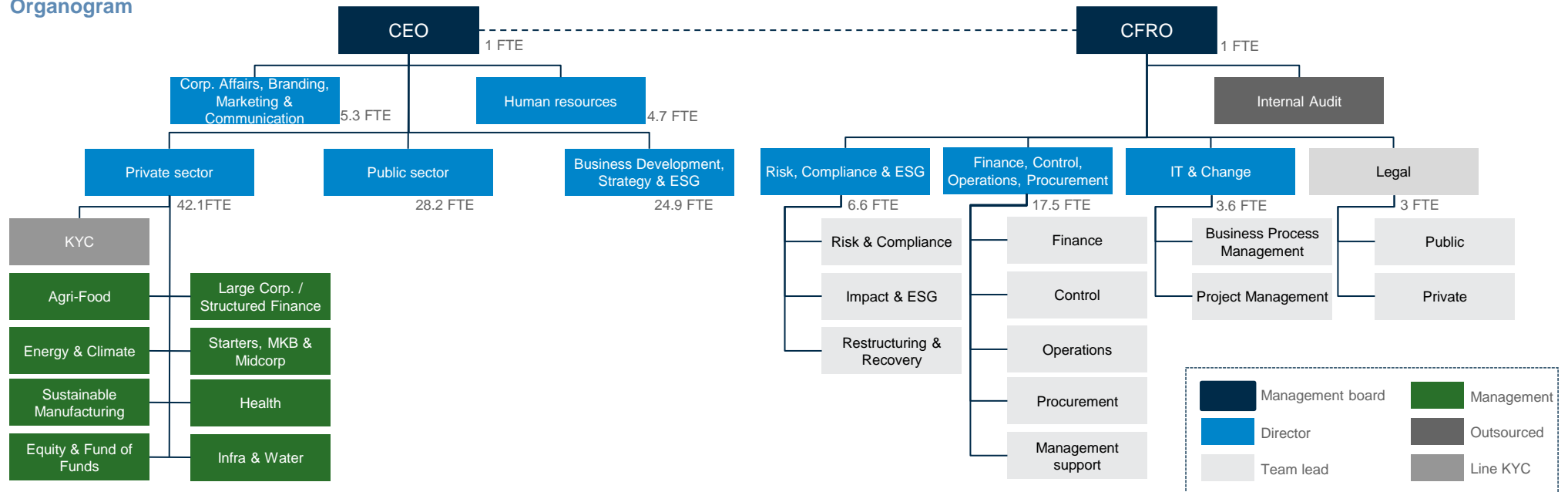
Overzicht van de verschillende financieringsvormen kernkapitaal.

<i>Investment loans</i>	<i>Export finance</i>	<i>Equity</i>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Leningen met marktconforme prijzen en met een flexibel rentetarifief: een vast percentage bovenop de Euribor-rente. ▪ Per jaareinde 2023 bestaat er voor €140m aan commitments, waarvan €128m is verstrekt. ▪ Marge van het rendement (in het geval van Investment Loans bovenop de Euribor) wordt gebruikt ter kostendekking. ▪ Deze leningen dragen bij aan de mondiale uitdagingen die steeds urgenter worden. Een voorbeeld is het vergroenen van businessmodellen. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Financiering van de export van kapitaalgoederen van Nederlandse bedrijven naar klanten in ontwikkelingslanden. ▪ €257m aan commitments, waarvan €191m verstrekt in de portefeuille per jaareinde 2023. ▪ II financiert exporttransacties die fungeren als katalysator voor de waardeketen en sectoren in ontwikkelingslanden. Deze financiering is nodig omdat banken deze minder aanbieden. Met deze financiering kan de Exporteur zich aanvullend onderscheiden. ▪ De verwachting is dat II deze tickets structureel zal blijven financieren. De Nederlandse exportmarkt is > €70mrd. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Equity financiering van nieuwe projecten van bedrijven. Dit kan zowel losstaand zijn als cofinanciering door fondsen. ▪ Enkele eerste transacties voltooid (€48m aan commitments, waarvan €11m verstrekt). ▪ Spelers die bijdragen aan belangrijke transitie en een klein equity ticket vragen kunnen moeilijk bij andere partijen terecht. ▪ II verwacht een grotere rol te gaan spelen in de toekomst in het aanbieden van kleinere equity tickets.
<i>Project finance</i>	<i>Waterstof</i>	<i>MKB export</i>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Financiering van standalone projectontwikkeling van Nederlandse bedrijven in ontwikkelingslanden. ▪ Nieuw product; IIC is van plan om dit product vanaf 2024 voor het eerst aan te bieden. ▪ Project Finance van infrastructuur en industriële projecten is essentieel voor landen in ontwikkeling en werkt als katalysator voor de lokale economie. ▪ Commerciële banken vinden de risico's te groot voor het verwachte rendement, vandaar dat hier een significante investeringsvraag ligt voor II. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Speciaal fonds voor projecten die gericht zijn op waterstofenergie. Het bestaat voor 80% uit leningen en voor 20% uit equity. ▪ Nieuw product; IIC is van plan om dit vanaf 2026 voor het eerst aan te bieden. ▪ Voor het verduurzamen van de energievoorziening in Nederland zijn investeringen in het buitenland van belang. In de vrije markt vinden er alleen niet genoeg investeringen plaats, aangezien de risico's van dergelijke investeringsprojecten nog onvoldoende kunnen worden overzien en worden geprijsd. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Export finance en werkkapitaal leningen aan Nederlandse MKB bedrijven, verstrekt via OHV en volledig gedekt door Atradius ADSB. IIC verstrekt hier de overbruggingsfinanciering. ▪ €33m van de €60m in het fonds is inmiddels verstrekt. ▪ De vraag naar exportfinanciering van het MKB bij IIC is hoog en groeit, het eerste fonds van Invest International is al vol. Grootbanken hanteren voor exportfinancieringstickets een steeds hogere ondergrens (nu min. € 15m). ▪ IIC kan deze markt bedienen met OHV/ADSB, vanwege de lagere interne rendementseisen en de eenvoudiger na te leven regelgeving.

Organisatiestructuur

Organisatiestructuur Invest International

Organogram



Uitleg bij organogram

- II heeft op dit moment 137.9 FTE in dienst, allemaal binnen Nederland.
- Het organogram laat zien dat er een tweekoppig management board is.
- De organisatiestructuur laat zien dat II is gestructureerd vanuit het type klant, en niet vanuit verschillende B.V.'s. Dit reflecteert de gedachte om een one-stop-shop te zijn. Er is een tak die zich richt op de private sector. Binnen deze groep wordt weer onderscheid gemaakt naar bedrijfsomvang en sector. Daarnaast is er een tak die zich richt op de publieke sector. Hierbij wordt onderscheid gemaakt naar verschillende gebieden en er is één inhoudelijk onderdeel (leren en innovatie). Tot slot is er een tak die gericht is op ontwikkeling (business development).
- Daar waar nodig zet het private sector team medewerkers van andere business units in, bijvoorbeeld: risk management, ESG. Daarnaast steunt zij op de backoffice activiteiten van II.



4. Marktvraag

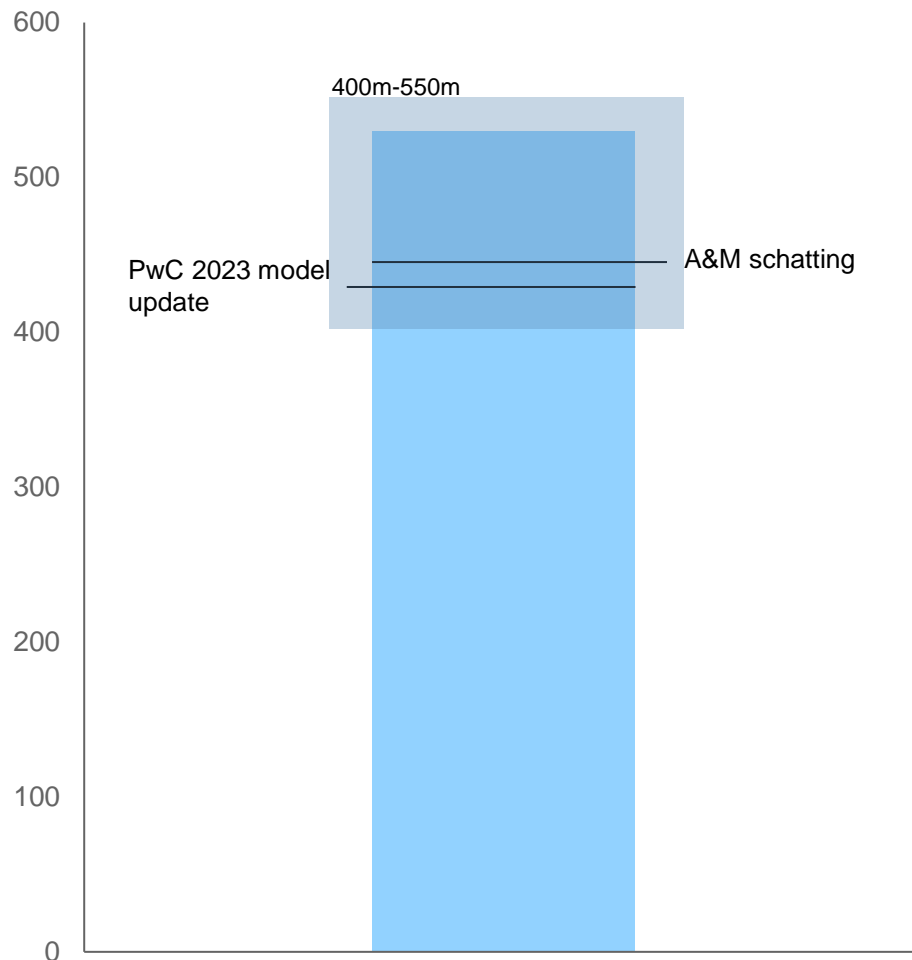


4.1 Macro Economische Analyse

Onze Conclusies op basis van de Top-down Analyse

De uitkomst van onze analyse geeft aan dat de inschatting van de marktvraag binnen de door PwC ingeschatte bandbreedte van €400m-€550m valt.

Verwachte totale jaarlijkse instroom in de steady state (in €m)








- Het Ministerie van Financiën heeft ons gevraagd om de uitkomsten van de analyse van PwC te valideren via een andere, macro-economisch ingestoken, methodiek. De methodiek is met II besproken en op basis van deze analyse hebben we een onze eigen aanpak toegepast.
- A&M's onafhankelijke evaluatie van de potentiële vraag naar II-producten met behulp van een out-of-sample top-down analyse resulteert in een geschatte potentiële jaarlijkse marktvraag van €447m. Onze voorgestelde aanpak (zie de volgende slides voor een gedetailleerde beschrijving) heeft als beperking dat de analyse alleen leidt tot een totale raming, maar niet tot een sectorspecificatie.
- De onafhankelijke, top-down schatting van A&M voor de jaarlijkse potentiële instroom valt binnen PwC's bijgewerkte algemene raming voor 2023 van €400m-€550m en daarmee kunnen we de door PwC ingeschatte vraag ook plaatsen.

Bron: Kapitaalplan Invest International | PwC strategy& – November 2023

Macro Economische Analyse (1/3)

PwC heeft een analyse uitgevoerd om de marktvraag en het mogelijke marktfalen te substantiëren. Wij hebben een top-down analyse uitgevoerd om de analyse van PwC te valideren. De gevolgde stappen en bronnen zetten we hier uiteen

Stap	Resultaat	Onderbouwing	Bron
1	Selectie van vergelijkbare economieën als Nederland Geselecteerde lijst van vergelijkbare economieën waar OFDI vandaan komen: Singapore, Denemarken, Verenigd Koninkrijk, Zweden, Canada, Zwitserland, Japan, Zuid-Korea, Australië, Frankrijk, Verenigde Staten en Finland.	Aangenomen wordt dat de geregistreerde Outward Foreign Direct Investment ('OFDI') van Nederland ("actual", hierna) lager is dan idealiter mogelijk is door de beperkte financieringscapaciteit van de Nederlandse banken. ¹ We hebben dan ook vergelijkbare economieën geselecteerd die echter een meer ontwikkelde financiële markt kennen.	
2	Selectie van ontvangers van OFDI uit vergelijkbare economieën, inclusief Nederland Geselecteerde lijst van vergelijkbare economieën: Opkomende en zich ontwikkelende economieën	Nederland dient als uitvalsbasis voor multinationals en daarnaast als handelsknooppunt en financieel centrum. De invloed hiervan heeft een effect op de OFDI. Om hiervan te abstraheren focust onze analyse zich op ontvangers uit opkomende en zich ontwikkelende economieën.	
3	Verzamelen van relevante indicatoren om de dataset voor het voorspellen van OFDI samen te stellen Geselecteerde lijst van indicatoren binnen de database: 50+ indicatoren met een jaarlijkse frequentie van 2005 tot 2022, waaronder uitgaande FDI flows, macro-economische indicatoren (bijv. groei van het mondiale GDP, omvang van de economieën van herkomst en ontvangst) en niet-macro-economische indicatoren (bijv. afstand, sociale verbondenheid tussen economieën van herkomst en ontvangst).	Uitgaande van FDI flows: Ondanks hun volatiliteit en het feit dat ze in bepaalde jaren negatief worden, geeft het gebruik van stromen (in plaats van aandelen) een beter beeld van de jaarlijkse vraag naar buitenlandse directe investeringen.	
		Macro-economische indicatoren: indicatoren voor de algemene macro-economische positie van economieën zijn de meest algemeen aanvaarde determinanten van FDI-stromen (Chakrabarti 2001). Niet-macro-economische indicatoren: uit de toegenomen beschikbaarheid van gegevens is gebleken dat niet-macro-economische factoren een aanzienlijke invloed hebben op de FDI-stroom (Bénassy-Quéré et al 2005).	 

¹Het PwC-rapport noemt als een van deze beperkingen: beperkt vermogen om lokale risico's in te schatten, beperkt vermogen om financiering te verstrekken vanwege het hoge risico dat voortvloeit uit financiering in lokale valuta, en reputatierisico.

Onze Top-down Aanpak (2/3)

Na het uitvoeren van stappen 1 – 5 hebben we ons Fixed-effects model verrijkt door hier een Machine Learning model aan toe te voegen waardoor de kwaliteit van het modelresultaat betrouwbaarder wordt (stappen 6 – 10).

Stap		Resultaat	Onderbouwing	Bron
4	Selectie van indicatoren voor het econometrische model	Geselecteerde lijst van verklarende variabelen: Afstand tussen herkomst- en ontvangende economieën, omvang van de herkomst- en ontvangende economieën (vertraagd), sociale verbondenheid tussen herkomst- en ontvangende economieën, en GDP-groei van de wereldeconomie.	In de economische literatuur wordt vaak gebruik gemaakt van het zwaartekrachtmodel om directe buitenlandse investeringen in kaart te brengen. Het zwaartekrachtmodel houdt rekening met afstand, marktomvang, handelsbarrières, groeipercentage en meer.	Economic Literature Review
5	Selecteer het econometrische kader voor het modelleren van OFDI in economieën die vergelijkbaar zijn met die van Nederland	Gekozen type econometrische modelspecificatie: Fixed-effects modelspecificatie heeft de voorkeur.	We gebruiken een Panel OLS-kader waarbij de geschikte modelspecificatie afhangt van de manier waarop individuele verschillen op landenniveau OFDI beïnvloeden. De Hausman-test wordt gebruikt om te bepalen of deze verschillen vast zijn en een directe invloed hebben op OFDI (in het voordeel van het model met vaste effecten), of dat ze willekeurig zijn en geen verband houden met OFDI (in het voordeel van het model met willekeurige effecten).	Economic Literature Review, Hausman Test, en A&M Analyse
6	Selecteer indicatoren voor het Machine Learning (ML) model	Geselecteerde lijst van verklarende variabelen: Afstand tussen herkomst- en ontvangende economieën, economische welvaart van de herkomst- en ontvangende economieën, groei van het GDP van de wereldeconomie, en gemeenschappelijke juridische herkomst als indicatie voor het gemak van zakendoen en culturele en institutionele overeenkomsten.	Gelijk aan stap 4	Economic Literature Review, ML-based feature selection, en A&M Analyse
7	Train het ML-model voor het modelleren van OFDI in economieën die vergelijkbaar zijn met die van Nederland	Geselecteerd model voor out-of-sample schatting van Nederlandse OFDI: met twee lagen die nauw met elkaar verbonden zijn, is een gekalibreerd neuraal netwerk getraind en opgeslagen om de uitdaging van out-of-sample schatting van OFDI voor Nederland aan te gaan.	We hebben de OFDI in vergelijkbare economieën geanalyseerd met behulp van een neuraal netwerk. We hebben de hyperparameters verfijnd om overfitting te voorkomen en robuuste voorspellende prestaties te garanderen.	A&M Analyse en schattingen/aannames



Onze Top-down Aanpak (3/3)

Uit onze analyse komt naar voren dat er jaarlijks naar schatting €447m aan onvervulde vraag bestaat in de 5 doelsectoren in de regio's waar IIC zich op richt.

Stap		Resultaat	Onderbouwing	Bron
8	Schat het fundamentele niveau van OFDI voor Nederland	Model output: een tijdreeks van het "fundamentele niveau" van OFDI van Nederland in de doelregio's van II, die de kerncapaciteit van Nederlandse bedrijven vertegenwoordigt om in het buitenland te investeren, indien deze niet wordt beperkt door financieringscapaciteit.	Nadat we ons ML-model hadden getraind op het schatten van OFDI in een reeks economieën - gekozen vanwege hun veronderstelde minimale onvervulde vraag als gevolg van diepere financiële markten - gebruikten we dat ML-model om het "fundamentele niveau" van OFDI in Nederland te schatten, waardoor het werkelijke potentieel aan FDI zichtbaar werd.	A&M Analyse en schattingen/aannames
9	Schat het tekort aan OFDI voor Nederland in de doelregio's van II.	Het geschatte jaarlijkse gemiddelde Nederlandse onvervulde vraag naar OFDI in de doelregio's van II: Voordat II van start ging, hadden Nederlandse bedrijven in alle sectoren te maken met een geschat onbenut jaarlijks OFDI-potentieel van \$1.7mrd.	Vóór de lancering van II geeft het verschil tussen het geschatte "fundamentele niveau" van OFDI en de feitelijk waargenomen bedragen de "verborgen" onvervulde vraag naar OFDI aan als gevolg van financieringsbeperkingen waarmee Nederlandse ondernemingen te maken hebben.	A&M Analyse en schattingen/aannames
10	De totale onvervulde vraag afstemmen op het bereik van II	De geschatte jaarlijkse gemiddelde Nederlandse onvervulde vraag naar OFDI binnen het doelbereik van II: \$478m (of ongeveer €447m equivalent, uitgaande van een verwachte EUR/USD-termijnkoers van 1.07 over een vijf jaarsperiode).	Om de focus van II nauwkeurig weer te geven, moest het geschatte jaarlijkse gemiddelde van de Nederlandse onvervulde vraag naar OFDI worden aangepast om alleen de vijf doelsectoren te omvatten: Landbouw, Gezondheidszorg, Energie, Transport en Productie en Infrastructuur. Deze aanpassing bestond uit het verdisconteren van de historische omvang van Nederlandse uitgaande FDI in deze sectoren binnen de doelgebieden van II, met behulp van historische gegevens van het Nederlandse bureau voor de statistiek over nieuwe buitenlandse investeringen per bedrijfstak, inkomensniveau en continent.	A&M Analyse en Centraal Bureau voor de Statistiek



4.2 Peer Groep Analyse

Peer Groep Analyse – Portefeuille Omvang FDI & Winstgevendheid

In vergelijking met de peers is II, ook indien de verstrekkingen tot €3,3mrd wordt uitgebreid, nog relatief klein. De ROA is een relevante parameter om het rendement met peers te vergelijken en deze is bij de peers redelijk in lijn met II

Verschillende scenario's over het geïnvesteerde portefeuille ten opzichte van de FDI stock

I. Full FDI stock

Uitgaande FDI Stock (in €'m)	Nederland	Spanje	Finland	Zweden	Duitsland
2020	3,417,247	575,231	134,445	437,259	1,881,345
2021	3,521,596	590,140	137,261	473,609	1,972,800
2022	3,353,221	603,525	137,348	529,879	2,078,519
Total portfolio (Total assets)* (in €'m)	Invest Intl.	COFIDES	Finnvera	SEK	KfW Ipx
Portfolio size	505	1,727	12,635	33,793	25,948
Inv. portfolio assets / FDI stock	0.02%	0.29%	9.20%	6.38%	1.25%

*Portfolio data for II and COFIDES, Total assets for the other entities (which exclude guarantees)

II. EM (exclusief EM Europe) + LIC outward FDI stock

Uitgaande FDI Stock (in €'m)	Nederland	Spanje	Finland	Zweden	Duitsland
2020	345,416	202,942	3,746	30,501	191,578
2021	348,320	209,372	5,088	30,889	217,157
2022	331,922	218,057	7,351	34,526	225,977
Investment portfolio (in €'m)	Invest Intl.	COFIDES	Finnvera	SEK	KfW Ipx
Total portfolio*	505	1,727	12,635	33,793	25,948
Proxy EM	93%	70%	20%	20%	25%
EM investment portfolio	471	1,209	2,527	6,759	6,487
Inv. portfolio assets / FDI stock	0.14%	0.55%	34.37%	19.58%	2.87%

*Portfolio data for II and COFIDES, Total Assets for the other entities (which exclude guarantees)

III. EM (exclusief EM Europa) + LIC uitgaande FDI-stock; potential portfolio size of LIC

Investment portfolio (in €'m)	Invest Intl.	COFIDES	Finnvera	SEK	KfW Ipx
Total portfolio*	3,289	1,727	12,635	33,793	25,948
Proxy EM	93%	70%	20%	20%	25%
EM investment portfolio	3,066	1,209	2,527	6,759	6,487
EM Inv. portfolio assets / EM FDI stock	0.92%	0.55%	34.37%	19.58%	2.87%

*Portfolio data for II and COFIDES, Total Assets for the other entities (which exclude guarantees)

Noot: Scenario II en III kijken naar de FDI stock exclusief Europa en andere ontwikkelde landen, om een zo duidelijke mogelijk beeld te krijgen welk deel naar ontwikkelingslanden gaat. Dit zwakt de gevolgen af van het feit dat Nederland een handelsknooppunt is.

Noot: EM Proxy is gecorrigeerd bij II voor een verstrekking aan een lening nemer in het VK

Bron: OECD statistics

Winstgevendheid

Entity	ROA		ROE	
	2022	2021	2022	2021
Invest International	(2.1%)	NA	(2.4%)	NA
COFIDES	NA	9.7%	NA	13.1%
Finnvera	0.4%	1.2%	6.3%	19.2%
Bpifrance	1.5%	1.8%	5.5%	6.4%
SEK	0.3%	0.3%	5.5%	5.1%
KfW IPEX-Bank	0.4%	0.5%	3.0%	3.6%

Bron: Capital IQ, II, A&M

Project Flex II – Rapport d.d. 17 juni 2024

Opmerkingen

- De vier promotiebanken hebben geen specifieke focus op ontwikkelingslanden en delen in die zin niet het dubbele mandaat dat II heeft. COFIDES, lid van de EDFI-vereniging, richt zich echter wel vooral op opkomende economieën (deze vormden eind 2021 ongeveer 70% van de exposure).
- We vergelijken de omvang van de investeringsportefeuilles **inclusief garanties** die door deze promotiebanken zijn verstrekt met de totale omvang van uitgaande FDI voor elk van de landen waarin deze promotiebanken zijn gevestigd.
- Aangezien de geografische blootstelling van II en de peers ook ontwikkelde landen omvat, passen we, om een relevantere vergelijking te maken, zowel de FDI-standen als de investeringsportefeuilles van de entiteiten (inclusief garanties) aan om alleen opkomende landen ('OL') exclusief Europa te meten. Met de OESO-dataset kunnen we de FDI-voorraad van de OL's precies berekenen. Voor de omvang van de portefeuille in ontwikkelingslanden baseren wij ons op het PwC-rapport ("Kapitaalplan Invest International | PwC strategy& – November 2023") waarin cijfers voor 2020 worden gepresenteerd, als benadering voor cijfers voor eind 2022, in het geval wij de informatie missen. Dit geldt niet voor COFIDES, waarvoor de cijfers van 2021 wel publiek beschikbaar zijn.
- Het percentage van financiering dat in opkomende markten wordt verstrekt varieert van 20% (SEK en Finnvera) tot 70% (COFIDES en BPI France). Bij de peers valt een brede spreiding waar te nemen van de gecorrigeerde FDI-aandelen naar opkomende markten: 0.55% (COFIDES) tot 65% (Finnvera).
- Wat de **winstgevendheid** betreft, zijn de inkomsten van de peers met name **rente-inkomsten**. Daarom hebben we, indien beschikbaar, ROA- en ROE-% verzameld voor 2022 en 2021, om de winstgevendheid van de peers te vergelijken. De cijfers van COFIDES zijn vertekend omdat een deel van de inkomsten afkomstig is van AuM, hetgeen ROA en ROE naar boven toe vertekent.
- In het algemeen toont de analyse aan dat de portefeuille van II in absolute en relatieve termen aanzienlijk kleiner is dan die van peers. Hoewel sommige van de peers een breder mandaat hebben, zou II zelfs in een scenario waarin de portefeuille een omvang van bijna €3mrd bereikt, nog relatief klein blijven.

De winstgevendheid van de individuele peers is sterk afhankelijk van het mandaat en het daarbij behorende risico/rendementsprofiel van de uitzettingen. De invulling van het mandaat (en een bijbehorend doelrendement) bepaalt in sterke mate het te realiseren rendement en de volatiliteit in de financiële resultaten.

Peer Groep Analyse – Promotional Banken

Jaar van oprichting	1948 (KfW)	2012
Portefeuille omvang	€28.5mrd aan leningen	€17.3mrd directe financiering; €8.2mrd gegarandeerde bankleningen; €4.47mrd aan investeringen
Belangrijkste geografische gebieden	Ondersteunt voornamelijk ontwikkelde landen, geen specifieke focus op ontwikkelingslanden	De belangrijkste focus ligt op Afrikaanse landen. BPI heeft een nationale aanwezigheid in Nairobi en Abidjan
Voornaamste sectoren	Gediversifieerde portefeuille, met als grootste sectoren 23% energie en milieu, 20% zeevaart	Scheepsbouw, luchtvaart en openbare infrastructuur. Deze industrieën kenmerken zich door een lange projectduur
Soort cliënten	Voornamelijk middelgrote en grote ondernemingen, met een minimale financieringsvraag van €20m.	BPI exportverzekeringen richt zich alle Franse bedrijven, de bankentiteit van BPI zich focust op kleine en middelgrote Franse bedrijven
Bankvergunning?	Ja, maar momenteel niet gefinancierd door klantdeposito's	Ja, maar momenteel niet gefinancierd door klantdeposito's
Details over de financieringsproducten	Verschillende soorten leningen, waaronder projectfinanciering en exportfinanciering	Zowel eigen vermogen als leenproducten
Link met de staat	Volledig in eigendom van KfW (dat voor 80% eigendom is van de Bondsrepubliek Duitsland en voor 20% van de deelstaten van Duitsland)	De twee aandeelhouders zijn de Franse staat en de staatsbank Caisse des Dépôts
Best practices / succesverhalen / Andere aspecten		Coaching wordt aan klanten aangeboden om hen te helpen slagen

Samenvatting

- Van de vier entiteiten die door PwC en II als peers zijn geïdentificeerd, presenteren we hier de twee banken: KfW IPEX-Bank en Bpifrance.
- IPEX-Bank is een 100% dochteronderneming van KfW en richt zich op het aanbieden van export- en projectfinanciering voor de Duitse en Europese economie, zonder specifieke geografische focus. **Bpifrance** is volledig in handen van de Franse overheid en richt zich voornamelijk op micro-ondernemingen, MKB's en mid-cap, maar ook large caps worden bediend wanneer dit belangrijk is voor de belangen van Frankrijk; het fungeert ook als de Franse exportkredietinstelling en, sinds 2022, als het Franse Sovereign Fund.
- Aangezien de cijfers van Bpifrance gesplitst naar activiteit niet publiek beschikbaar zijn is ervoor gekozen om deze peer niet mee te nemen in de vergelijking
- Hoewel ze een bankvergunning hebben, financieren deze entiteiten zichzelf niet met deposito's van klanten. Eind 2022 was meer dan 80% van de activa van IPEX-Bank gefinancierd met schulden (als hefboom voor hun AA+/Aa2-ratings), terwijl de rest voornamelijk met eigen vermogen werd gefinancierd. De activa van Bpifrance werden gefinancierd door senior debt notes (39%), bankschulden (20%) en eigen vermogen (27%).
- Wat de **winstgevendheid** betreft, was Bpifrance tussen 2019 en 2022 over het geheel genomen winstgevend, met een gemiddelde ROAA en ROAE van respectievelijk 0,9% en 3,8% en slechts één jaar met nettoverlies (2020). IPEX-Bank was tussen 2019 en 2022 elk jaar winstgevend en had een gemiddelde ROAA en ROAE van respectievelijk 0,4% en 3,1%.
- Tussen eind 2019 en eind 2022 bleven de activa van IPEX-Bank stabiel. Bpifrance groeide met meer dan 70%.
- Qua omvang financierde IPEX-Bank eind 2022 ongeveer 1,4% van de uitgaande FDI van Duitsland; Bpifrance financierde of garandeerde ongeveer 2.2% van die van Frankrijk.
- We kijken ook naar de EM-component van de portefeuille van deze entiteiten (geschat op eind 2022, op basis van de beschikbare cijfers voor 2020) en vergelijken deze met de stand van uitgaande FDI voor Duitsland en Frankrijk naar uitsluitend EM-landen buiten Europa, om deze beter vergelijkbaar te maken met II. Eind 2022 financierde of garandeerde de IPEX-bank 3,2% van de uitgaande FDI van Duitsland in EM-landen; Bpifrance ongeveer 10,3% van die van Frankrijk.
- Eind 2022 had KfW IPEX-Bank in totaal 897 werknemers in dienst, terwijl Bpifrance er meer dan 2,000 had, wat de bredere rol van de bank weerspiegelt.

Peer Groep – Export Financieringsentiteiten

Jaar van oprichting	1999	1962
Portefeuille omvang	€2.8mrd binnenlandse financiering; €24.7mrd exportfinanciering	SEK273mrd in leningportefeuille (~€24.3mrd)
Belangrijkste geografische gebieden	Geen specifieke focus, 80% van de portefeuille bevindt zich binnen Europa en de Verenigde Staten	Voornamelijk Europa en de VS, slechts beperkte financiering voor ontwikkelingslanden
Voornaamste sectoren	De grootste sectoren in de portefeuille zijn de cruise-industrie, telecom en papierfabrieken	Volgt Zweedse exportpatronen in de sectorfocus. De belangrijkste sectoren zijn machines en auto's
Soort cliënten	Finse MKB's (maar niet strikt, in praktijk kan het ook een Zweeds bedrijf zijn). 86% micro-ondernemingen, 13% MKB's en middelgrote ondernemingen	Zweedse exportbedrijven en klanten in het buitenland. De doelgroep bestaat uit bedrijven met een omzet van meer dan 500m Skr (~€45m)
Bankvergunning?	Nee	Nee
Details over de financieringsproducten	Verstrekke leningen en garanties, verleende exportkredietgaranties, speciale garanties en exportkredieten	Verschillende soorten leningen, waaronder groene leningen en milieuvriendelijke leningen
Link met de staat	De Finse staat bezit het volledige aandelenkapitaal van Finnvera plc	SEK is een staatsbedrijf
Best practices / succesverhalen / Andere aspecten	Finnvera is de officiële exportkredietmaatschappij voor Finland. Finnvera heeft een rating van zowel Fitch als Moody's, met AA+ / Aa1, in lijn met Finland.	SEK concurreert actief met andere partijen, er is hier geen concept van additioneel voordeel. Het is de exportkredietmaatschappij van Zweden

Samenvatting

- Hier presenteren we de twee exportkredietinstellingen, Finnvera en AB Svensk Exportkredit (SEK).
- **Finnvera** is het officiële exportkredietagentschap voor Finland en is volledig eigendom van de Finse staat. Het biedt oplossingen voor exportfinanciering aan voornamelijk Finse MKB's evenals internationaliseringsleningen en -garanties voor Finse MKB's die actief zijn in het buitenland.
- **SEK** is de exportkredietinstelling van Zweden. Het is een staatsbedrijf dat Zweedse bedrijven die gaan exporteren, hun dochterondernemingen en ook buitenlandse klanten financiert. Het doel van de SEK is om de Zweedse export te bevorderen.
- Eind 2022 was ongeveer 90% van de activa van SEK gefinancierd met vreemd vermogen (door rating agencies geacht te zijn gegarandeerd door de Staat), de rest voornamelijk met eigen vermogen (6%). De activa van Finnvera werden gefinancierd met Staatsgegarandeerd vreemd vermogen (76%) en eigen vermogen (7%).
- Wat de **winstgevendheid** betreft, was SEK tussen 2019 en 2022 elk jaar winstgevend, met een zeer stabiele gemiddelde ROAA en ROAE van respectievelijk **0.3% en 5.0%-5.5%**. Finnvera was tussen 2019 en 2022 in drie van de 4 jaar winstgevend, maar in 2020 werd het eigen vermogen met 68% gereduceerd door zware verliezen. Tussen eind 2019 en eind 2022 bleven de activa van Finnvera stabiel. SEK groeide met meer dan c. 18%.
- Opgemerkt moet worden dat de hier gepresenteerde entiteiten ook activiteiten in ontwikkelde landen financieren, hetgeen resulteert in grotere portefeuilles. Bpifrance, dat zich richt op Afrika, is aanzienlijk kleiner.
- Qua omvang, inclusief garanties, financierde Finnvera eind 2022 bijna 18% van de FDI van Finland; SEK financierde ongeveer 5.4% van de Zweedse FDI.
- De EM-component van de portefeuille van deze entiteiten (geschat op eind 2022, op basis van de beschikbare cijfers voor 2020) hebben we vergeleken met de uitstaande FDI voor Finland en Zweden naar EM-landen.
- Finnvera financierde of garandeerde eind 2022 65% van de FDI van Finland naar landen buiten Europa; SEK ongeveer 14,1% van die van Zweden.
- Eind 2022 had Finnvera 365 werknemers, terwijl SEK er ongeveer 270 had.

Peer Groep – COFIDES

Jaar van oprichting	2021	1988
Portefeuille omvang	€833m aan kernkapitaal, waarvan €505m is toegezegd per Dec23	€1,727m, 121 projecten; €229m in investeringsfondsen
Belangrijkste geografische gebieden	Momenteel vinden de grootste projecten plaats in Djibouti, Turkije en Tunesië	60% Latijns-Amerika en het Caribisch gebied, 17% Sub-Sahara Afrika
Voornaamste sectoren	De helft van de toegewezen portefeuille bevindt zich in Water & Infrastructuur	24% transportinfrastructuur, 14% autosector, 12% energie-infrastructuur
Soort cliënten	Nederlandse MKB-bedrijven die investeren in ontwikkelingslanden, met de focus op SDG 8 en/of 13	Spaanse bedrijven die investeren in opkomende landen (bevordering van duurzame ontwikkeling)
Bankvergunning?	Nee	Nee
Details over de financieringsproducten	93% in leningen 7% in eigen vermogen	67% leningen 33% (semi-) eigen vermogen
Link met de staat	Joint venture tussen FMO (49%) en de Nederlandse Staat (51%)	Alleen Spaanse bedrijven kunnen profiteren van financiering. 53% in eigendom van de Spaanse staat.
Best practices / succesverhalen / Andere aspecten		Streeft er ook naar buitenlandse directe investeringen aan te trekken in Spanje via co-investeringsdeals

Samenvatting

- COFIDES is een van de 15 entiteiten die lid zijn van de EDFI Association. COFIDES werd opgericht in 1988 en financiert Spaanse bedrijven, voornamelijk in opkomende economieën.
- COFIDES is voor 53% eigendom van de Spaanse staat en richt zich op het aanbieden van financiering voor Spaanse bedrijven, voornamelijk in Latijns-Amerika en Sub-Sahara Afrika en richt zich voornamelijk op infrastructuur (transport, energie) en de automobielsector. COFIDES richt zich ook op het aantrekken van FDI in Spanje door middel van co-investeringstransacties. De 3 belangrijkste doelstellingen zijn:
 - internationalisering ondersteunen;
 - ontwikkeling van minder geavanceerde economieën bevorderen; en
 - de solvabiliteit van Spaanse bedrijven die getroffen zijn door COVID-19 versterken.
- COFIDES wordt bijna uitsluitend met eigen vermogen gefinancierd, met een activagroei van ongeveer 17% in 2021 en ongeveer 6% in 2020, dankzij solide rendementen op hun activa – 9,7% in 2021 en 6% in 2020 en 2019. De totale beheerde beleggingen van €1,73mrd betreffen voor anderen beheerd vermogen. De 'On Balance Sheet' investeringen zijn c. €179m.
- COFIDES maakt verschillende cijfers bekend over de totale portefeuilleomvang in de loop der tijd. De onderstaande tabel laat het verloop van 2013-2022 zien:

COFIDES	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
Total portfolio (€m)	873	912	927	893	938	1,054	1,080	1,138	1,207	1,727
Approved projects (#)	66	63	59	55	65	49	58	43	47	121
Disbursements (€m)	210	197	155	98	198	211	200	157	209	671
Employees (#)	57	63	72	78	80	81	84	80	87	91



5. Commerciële Organisatie

Belangrijkste Bevindingen en Aanbevelingen (1/2)

Commerciële organisatie

Onderwerp	Bevindingen
Commerciële organisatie	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Il is in oktober 2021 met haar activiteiten gestart en heeft in 2022 een belangrijke slag gemaakt bij het opzetten van een commerciële organisatie bij IIC. 2023 is in feite het eerste volledige financiële jaar waarin IIC actief was met het bewerken van de markt. ▪ Voor wat betreft het verstrekken van leningen is IIC is deels een voortzetting van de activiteiten die FMO met haar NLB-desk uitvoerde. Er werden een aantal files meegenomen die inmiddels hebben geresulteerd in €199m aan commitments (van de €457m in debt commitments per jaareinde 2023). Ook zijn drie transacties aangegaan via doorverwijzingen van banken en is €60m aan MKB-financiering gecommitteerd aan OHV. ▪ Aan de equity kant is een volledig nieuw team opgezet waarbij een deel van de investment managers reeds werkte bij regionale ontwikkelingsmaatschappijen of impact investeerders. Zij is tot eind 2023 €48m aan commitments aangegaan. Dit betreft een mix van drie <i>early-stage</i> investments en drie commitments aan Private Equity fondsen. ▪ IIC houdt zich bezig met de sourcing en behandeling van financieringsaanvragen alsmede het beheer van de bestaande portefeuille / klantrelaties. Voor elke financieringsaanvraag wordt een team geformeerd waarin de benodigde specifieke product, landen en sector kennis wordt gecombineerd en een mix wordt gemaakt van senior en junior teamleden. ▪ Het senior team heeft veel bancaire ervaring – ze zitten gemiddeld 23 jaar in het vak. De teams zijn meer dan prima opgezet en ingevuld. Er is een grote mate van kennis op het gebied van initiëring, kredietrevisie, structurering en ontwikkelingsfinanciering. ▪ In 2022 en 2023 is relatief veel aandacht van het team uitgegaan naar het opzetten van een organisatie. Er zijn grote stappen zijn gemaakt in het ontwikkelen van naamsbekendheid die heeft geresulteerd in een sterke pijplijn van nieuwe opportuniteiten. De portefeuille groei van FY21 naar FY23 is boven het initiële budget met name als gevolg van een groter aandeel in eigen sourcing (combinatie van debt & equity). Het belang van eigen lead sourcing neemt toe. ▪ Een groot deel van de leads die worden gesourced wordt al in een vroeg stadium gediskwalificeerd en komt daarmee niet op de pipeline: in 2022 en 2023 zijn er 154 debt opportuniteiten gediskwalificeerd voor 15 funded opportuniteiten en 32 opportuniteiten in de huidige pijplijn. ▪ Het funnel system is nu via nCino geprofessionaliseerd en er is wekelijks pijplijn overleg. De pijplijn rapportage is dynamisch: er zijn grote verschillen tussen januari 2024 en september 2023 als gevolg van nieuwe opportuniteiten en afgevallen opportuniteiten. De huidige pijplijn van IIC omvat €357m aan opportuniteiten. Het is te verwachten dat IIC meer en sterkere relaties met de Nederlandse grootbanken zal gaan ontwikkelen en dat dit, samen met additionele marketing, tot grotere naamsbekendheid en meer leads zal leiden. ▪ Om de toekomstige groei in te schatten dient rekening te worden gehouden met de initiatieven die nu reeds worden ondernomen om verdere groei mogelijk te maken maar waarvan het effect lastig is te kwantificeren (vergroten bekendheid bij andere banken, marketing (bezoeken aan conferenties etc.)). Onze inschatting van de commitments in 2024 is €279m, €371m in 2025 en €300m in 2026. De A&M inschatting van de commitments over FY24-FY26 ligt nagenoeg op hetzelfde niveau als dat van het IIC model (zonder kapitaalbeperking). In een high case kunnen de gerealiseerde commitments op jaarbasis €30-35m hoger uitvallen. Management verwacht dat de groeistrategie grotendeels met de huidige organisatie kan worden gerealiseerd.



Belangrijkste Bevindingen en Aanbevelingen (2/2)

Commerciële organisatie

Onderwerp	Bevindingen
Commerciële organisatie (vervolg)	<ul style="list-style-type: none">▪ Zowel IIC als A&M onderkennen meer mogelijkheden om actief te zijn in de markt. Er zijn vooral mogelijkheden in Project Finance, waar nu niet actief wordt gesourced. Daarnaast zien IIC en A&M mogelijkheden om ook meer actief te worden met financiering van opportuniteiten in de ontwikkelde marketen. Deze markt kan vrij groot zijn maar dit behoeft meer onderzoek.▪ In totaal zien we ook meer marktvraag boven de IIC inschatting. Wij raden IIC aan om deze ruimte te gebruiken om in de acceptatie minder coulance te geven / strakker te sturen op onderwerpen als additionaliteit en Dutch link en ook het kredietrisico profiel van verstrekkingen goed mee te blijven wegen bij het accepteren van een verstrekking.▪ Nu de funnel is opgebouwd ontstaat er ook ervaring met het wel/niet accepteren van opportuniteiten. Dit is een goede moment om actief te funnel te gaan sturen naar het gewenste profiel van leningen waarbij vanzelfsprekend de marktvraag leidend blijft.▪ Het feit dat er nu een bredere pijplijn aanwezig is maakt dat IIC meer dan voorheen een prioritering dient aan te brengen in de toekenning van haar kapitaal. Ook stellen wij voor om te onderzoeken onder welke voorwaarden ook commerciële partijen een rol in de financiering kunnen vervullen.

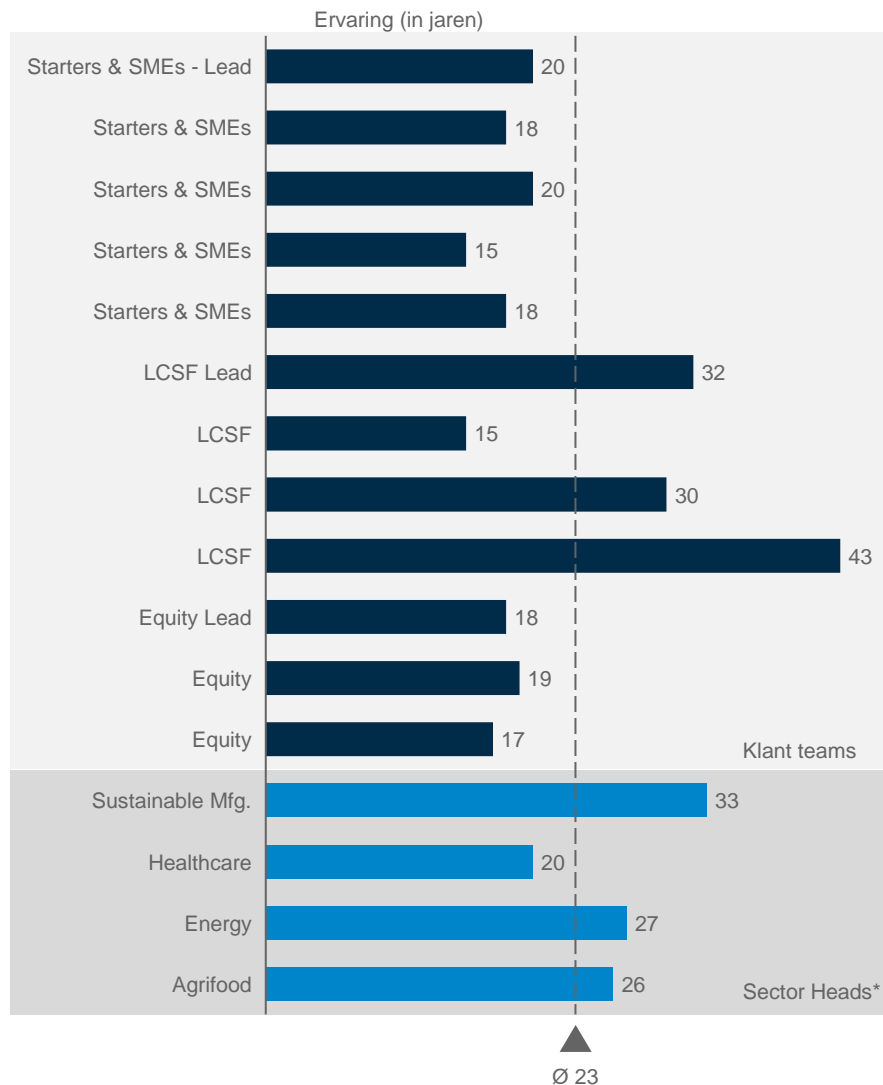


5.1 Organisatie en Sourcing

Commerciële Organisatie – Ervaren Senior Team

De senior team members zijn ervaren en hebben een lange staat van dienst; het team heeft goede kennis op het gebied van initiëring, kredietrevisie, structurering en ontwikkelingsfinanciering.

Senior Team members



De senior team members in het commerciële team hebben veel relevante ervaring

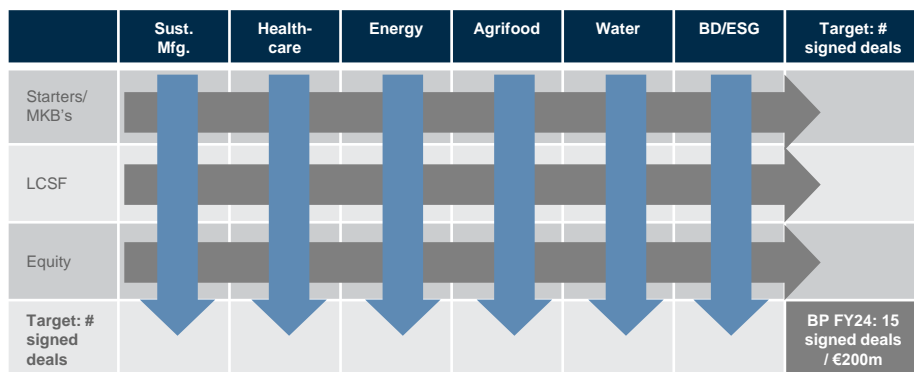
- Het private sector team (IIC) bestaat uit 42.1 FTE , waarvan 16 FTE een senior functie hebben. Deze senior teamleden vallen onder de CEO.
- Het debt team bestaat uit het team dat is overgekomen van de NLB-desk van FMO en is daarna verder uitgebouwd. IIC heeft zo een snelle start kunnen maken met het opbouwen van een ervaren team aan de debt kant.
- Het senior team heeft veel bancaire ervaring – ze zitten gemiddeld 23 jaar in het vak. Vaak was dit bij de grootbanken (o.a. ABN AMRO, Rabobank), en ook bij ontwikkelingsbanken. Veel van de senior teamleden hebben ervaring in het buitenland. De senior teamleden hebben door deze achtergrond een sterk netwerk binnen relevante financiële instellingen.
- Er zijn 3 klant teams: 'Starters & MKB's'; 'LCSF'; 'Equity', en 5 sector teams: 'Sustainable Manufacturing'; 'Healthcare'; 'Energy'; 'Agrifood' en 'Water'.
- Aan de equity kant is in zeer korte tijd een volledig team opgezet met relevante investeringservaring. Gegeven het brede mandaat en de complexe, hoog risico verstrekkingen die worden gedaan is de ruime, relevante vakkennis en ervaring noodzakelijk en deze dient goed geborgd te worden.
- Naast de senior team leads zijn er ongeveer 26 meer junior FTE. Er is geen formele matrix maar men werkt op transacties in dealteams. Hierbij wordt per transactie gekeken naar de risicofactoren en wordt op basis daarvan een dealteam opgezet. Het kernteam bestaat altijd uit een Senior van het klantteam, de Sector lead, Junior (analist) en ESG (1LoD) + specialisten indien nodig.
- Er is een grote mate van kennis op het gebied van initiëring, kredietrevisie, structurering, ontwikkelingsfinanciering. Recent is een portfoliomanager aangenomen, waardoor portfoliomanagement kennis ook goed is vertegenwoordigd.
- Met de huidige omvang en capaciteit van het team kan IIC de huidige portefeuille, pijplijn en leads goed bedienen. Gezien de nog beperkte omvang van de portefeuille is enige opschaling van het huidige team nu niet nodig.

Noot*: Er is geen directe lead in de sector Water; dit is verdeeld over drie personen in de Private en Public sector teams.

Het Proces van Initiëring en Executie

Zowel sector- als klantteams houden zich bezig met het sourcen van opportuniteiten, waarbij Business Development ook een bijdrage levert. De Investment Manager uit het klantteam is verantwoordelijk voor de executie van opportuniteiten.

Origination



Origination binnen het Private sector team wordt gedreven door zowel de sector-, als de klantteams. Elk team heeft een target voor aantal signed deals in het jaar.

Sector leads bepalen het beleid en de strategie voor de sector. Sector leads hebben een brede aanpak in de bewerking van de markt:

- Sector leads zijn proactief aanwezig in de markt, bijvoorbeeld door het bezoeken/organiseren van sectorevents, het onderhouden van contacten in strategische accounts in de sector, social media en andere marketingactiviteiten.
- Er is een strategische focus op bedrijven met de volgende thema's: Transformational, Transitional, Business to Government; International investments. Er is een target van 100 bedrijfsbezoeken in FY24.

Klantteams hebben ook een target voor het aantal getekende deals per jaar en bedrijven hun eigen initiëring. Deze wordt vooral bepaald door bestaande relaties met de belangrijkste kanalen: FMO en Grootbanken voor LCSF, Atradius voor exportfinanciering, RVO en OHV voor MKB bedrijven.

Het Business Development team speelt ook een rol in sourcing, met eigen targets. Dit team valt in een andere B.V.

In 2023 is veel aandacht uitgegaan naar het versterken van de naamsbekendheid en het opbouwen van een sales pijplijn.

Executie

Leads worden opgenomen in nCino (CRM systeem) en vervolgens getoetst op additionaliteit, Nederlandse link, ESG/SDG link en sectorfocus. Veel leads worden gediskwalificeerd. De totale waarde van de leads in januari 2024 was €1.481m; de waarde van de pijplijn stond per januari 2024 op €357m (zie ook de volgende slide met betrekking tot de pijplijn).

Voor leads die in aanmerking komen voor verdere uitwerking wordt een dealteam opgezet, dat minimaal bestaat uit:

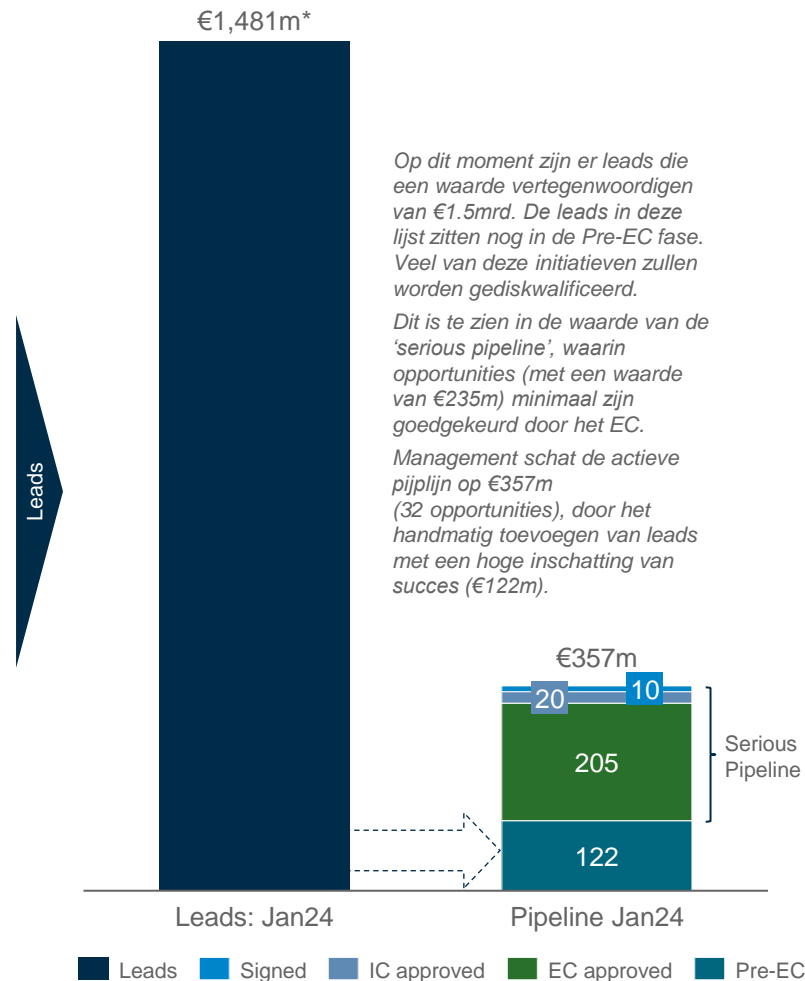
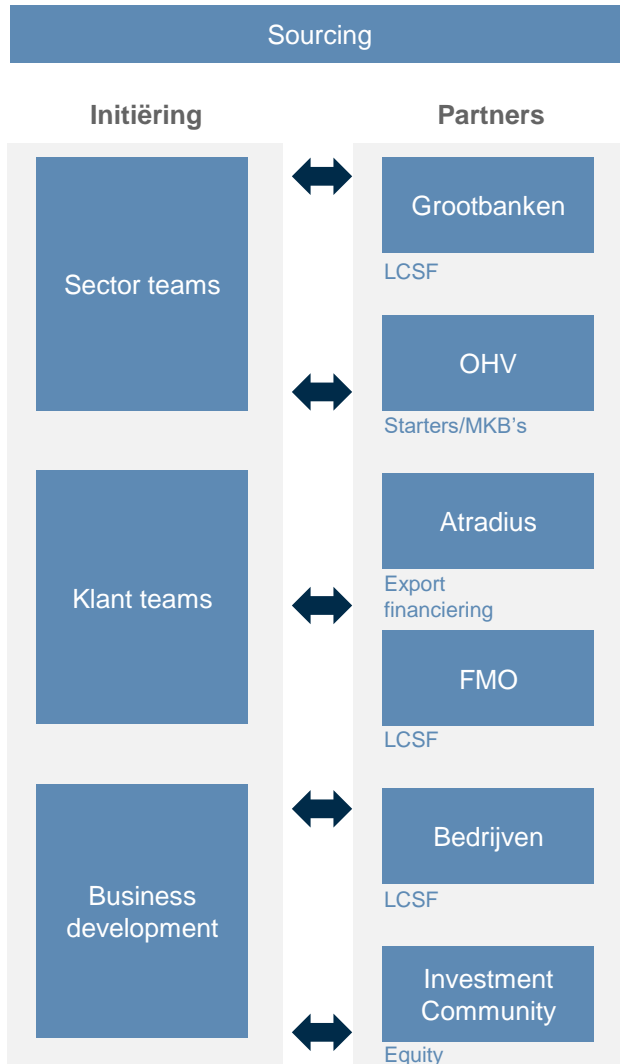
- Investment manager vanuit het klantteam
- Sector lead
- ESG specialist
- Junior analyst

De investment manager uit het klantteam is altijd verantwoordelijk voor de executie van de opportunity.

Voor meer detail over het krediet goedkeuringsproces verwijzen we naar de sectie 6.1 Kredietverlening.

Sourcing, Leads en Pijplijn

Leads worden gesourced via een groot aantal kanalen en worden opgevoerd in een CRM system. Na een positieve assessment op de belangrijkste criteria worden deze in de pijplijn opgenomen



Partners zijn belangrijk in het sourcen van leads:

- Kleine MKB-transacties tot €5m zijn erg bewerkelijk en worden via OHV gefaciliteerd. OHV doet daarbij de uitvoering van de kredieten, Atradius de verzekering en IIC de funding. Per 31/12 waren er 32 transacties voltooid, van 19 unieke klanten. De gemiddelde hoogte van een financiering ligt op €1.0m, en stijgt geleidelijk.
- Corporate loans komen veel via FMO en andere banken binnen. Nederlandse banken weten IIC steeds beter te vinden gezien het grote aantal doorverwijzingen voor grotere transacties.

Er zijn een aantal landen geïdentificeerd (Marokko, Vietnam en Z-Afrika) waar *boots on the ground* komen om de landen beter te doorgronden en leads te genereren

Leads worden opgevoerd in nCino (CRM tool). Na een assessment van de lead wordt deze gediskwalificeerd of komt deze op de pijplijn. Op dit moment worden nog verschillende pijplijnen bijgehouden: soms met opportuniteiten die nog niet zijn goedgekeurd door het EC; daarnaast is er ook een serious pipeline, waarin alleen opportuniteiten staan die minstens EC goedkeuring hebben.

Noot: De €1.5mrd aan leads komt overeen met wat Dialogic de pipeline noemt in hun rapport.

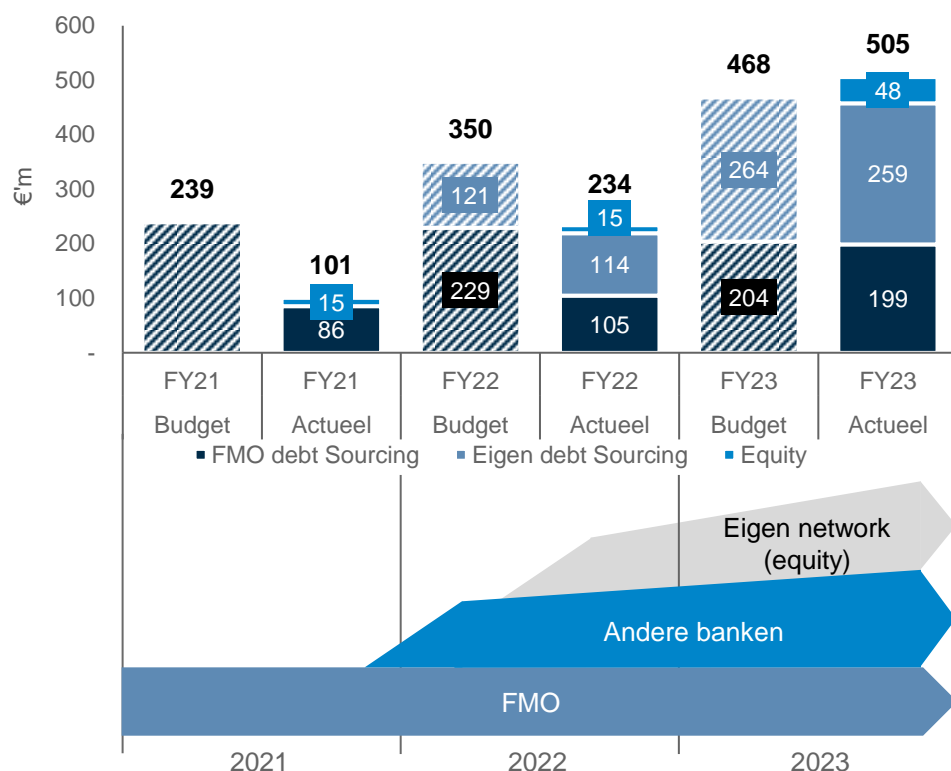
Noot: De leads (€1,481m) bevatten geen equity opportuniteiten.

Bron: 4a Serious Pipeline 2024 IIC B.V., 240108 – IIC – 2024 Pipeline_v2, Management information

Eigen Sourcing wordt Belangrijker

De groei in de portefeuille van FY21 naar FY23 is boven het initiële budget en met name als gevolg van een groot aandeel van FMO debt sourcing en een stijgend aandeel in eigen sourcing

Daadwerkelijke historische performance t.o.v. gebudgetteerde performance



Opbouwen commerciële organisatie

- De organisatie was in 2022 druk bezig met het opzetten van een ervaren commercieel team aan de debt kant.
- Met het team vanuit FMO is ook €199m aan commitments meegekomen (per jaareinde 2023), dit is in lijn met de verwachtingen in het Day 1-plan in 2020.
- In 2023 heeft het team in het verlengde hiervan nog twee verdere transacties toegevoegd (waarvan één scheepvaartfinancieringstransactie).
- Aan de equity kant is een compleet nieuw team opgezet. Een deel van de investment managers hebben relevante ervaring bij regionale ontwikkelingsmaatschappijen of impact investeerders. Met betrekking tot de equity portefeuille zijn tot nu toe in totaal €48m aan equity commitments aangegaan.

Ontwikkeling eigen sourcing

- In FY22 is IIC gestart de markt te benaderen en was de sourcing logischerwijs met name gerelateerd aan deals die in de FMO tijd onder handen waren.
- In FY23 zien we dat de eigen sourcing toeneemt en daarmee worden debt en equity samen boven verwachting gerealiseerd.
- Daarnaast zijn er in 2023 ook een drietal transacties via doorverwijzingen van banken aan toegevoegd. Deze drie zelf gesourcete transacties zijn complex en van aard en hebben daarmee ook veel inspanning gekost voor IIC om te realiseren. Daarnaast is voor €60m aan MKB-financiering geëncmitteerd aan OHV.
- De sourcing van de equity portefeuille betreft drie directe investeringen in kleinere bedrijven en daarnaast drie fund-of-fund investeringen.
- Aan de hand van de huidige pipeline zien we dat de bijdrage van IICs eigen sourcing sterk toeneemt in FY24. FMO is maar op voor 1 opportunity (€10m) de source op een totale pipeline van €357m.
- Een snel opgebouwd eigen netwerk van bestaande klanten, banken en relaties met buitenlandse overheden draagt nu vooral bij aan pipeline opportuniteiten.
- Met het verder professionaliseren van de sector-team aanpak, proactieve marketing en support van business development is het aannemelijk dat netwerken sterker worden en de eigen sourcing een steeds groter aandeel van de sourcing zal krijgen.

Noot: De cijfers zijn op basis van de commitments en disbursements aangeleverd door II. Dit wijkt af van de kwartaalrapportage van Q3, maar II heeft bevestigd dat deze cijfers juist zijn. Bron: Project_Flex_II_Debt_Portfolio_20240111_2058; 5k. II strategische plan 2022-2025_DTC approved Day 1 version

Overzicht van de Gediskwalificeerde Leads

Een groot deel van de leads wordt in een vroeg stadium gediskwalificeerd. Er zijn veel verschillende redenen, waarbij een link met de investment criteria, Nederlandse link of EM link belangrijk zijn

Gediskwalificeerde leads in 2022 en 2023

Reden diskwalificatie	Leningen 2022		Leningen 2023		Equity 2023	
	In #	In €'m	In #	In €'m	In #	In €'m
Ticket te groot	-	-	1	2.000	5	145
Onv. vertrouwen fin. levensvatbaarheid	8	54	5	260	13	67
Onvoldoende link met IIC criteria	5	126	10	176	-	-
KYC issues	1	10	2	70	-	-
Transactie gaat niet door	52	444	5	57	-	-
Onvoldoende link met NL	1	0	4	45	15	92
Onvoldoende link met EM	1	0	2	40	13	97
Onvoldoende impact	-	-	1	36	3	25
Geopolitisch/market	6	75	1	25	-	-
Andere financier	7	32	2	13	-	-
Te early stage	1	13	3	2	19	79
Ticket te klein	-	-	-	-	6	11
Afgewezen door tegenpartij	4	58	-	-	4	17
Anders	21	297	10	171	7	29
Totaal	107	1.110	46	2.895	85	560

Leningen

Een groot deel van de leads wordt in een vroeg stadium gediskwalificeerd. Om dit in perspectief te plaatsen: in 2022 en 2023 zijn er 153 debt opportuniteiten gediskwalificeerd voor 15 funded opportuniteiten en 32 opportuniteiten in de pipeline.

Er zijn veel verschillende redenen om een lead in een vroeg stadium te diskwalificeren, met verschillen tussen 2022 en 2023 (waarbij we focussen op de waarde van de leads):

- Ten eerste valt op dat een groot deel van de diskwalificaties onder 'Anders' vallen omdat ze niet duidelijk gerubriceerd kunnen worden (of dat er geen reden wordt aangegeven in het systeem).
- In 2022 was het niet doorgaan van een transactie de belangrijkste reden, terwijl dat in 2023 bijna geen reden was.
- In beide jaren was een onvoldoende link met de IIC criteria een belangrijke reden to diskwalificatie. Dit zijn bijvoorbeeld leads in een sector die niet wordt bediend. Expliciete afwijzing op gebrek aan additionaliteit is (nog) geen apart criterium.
- In 2023 was er 1 lead die werd gediskwalificeerd door een te grote *ticket size* van €2mrd.
- Tevens was 'Onvoldoende vertrouwen in de financiële levensvatbaarheid' in een 5-tal leads de reden tot diskwalificatie.

Equity

Er is geen data over 2022. In 2023 was de belangrijkste reden om een lead te diskwalificeren (met een focus op waarde van de lead) een te groot ticket, gevolgd door een onvoldoende link met Nederland of Emerging Markets.

Het grootste aantal leads werd gediskwalificeerd doordat de lead zich in een te vroeg stadium bevond.

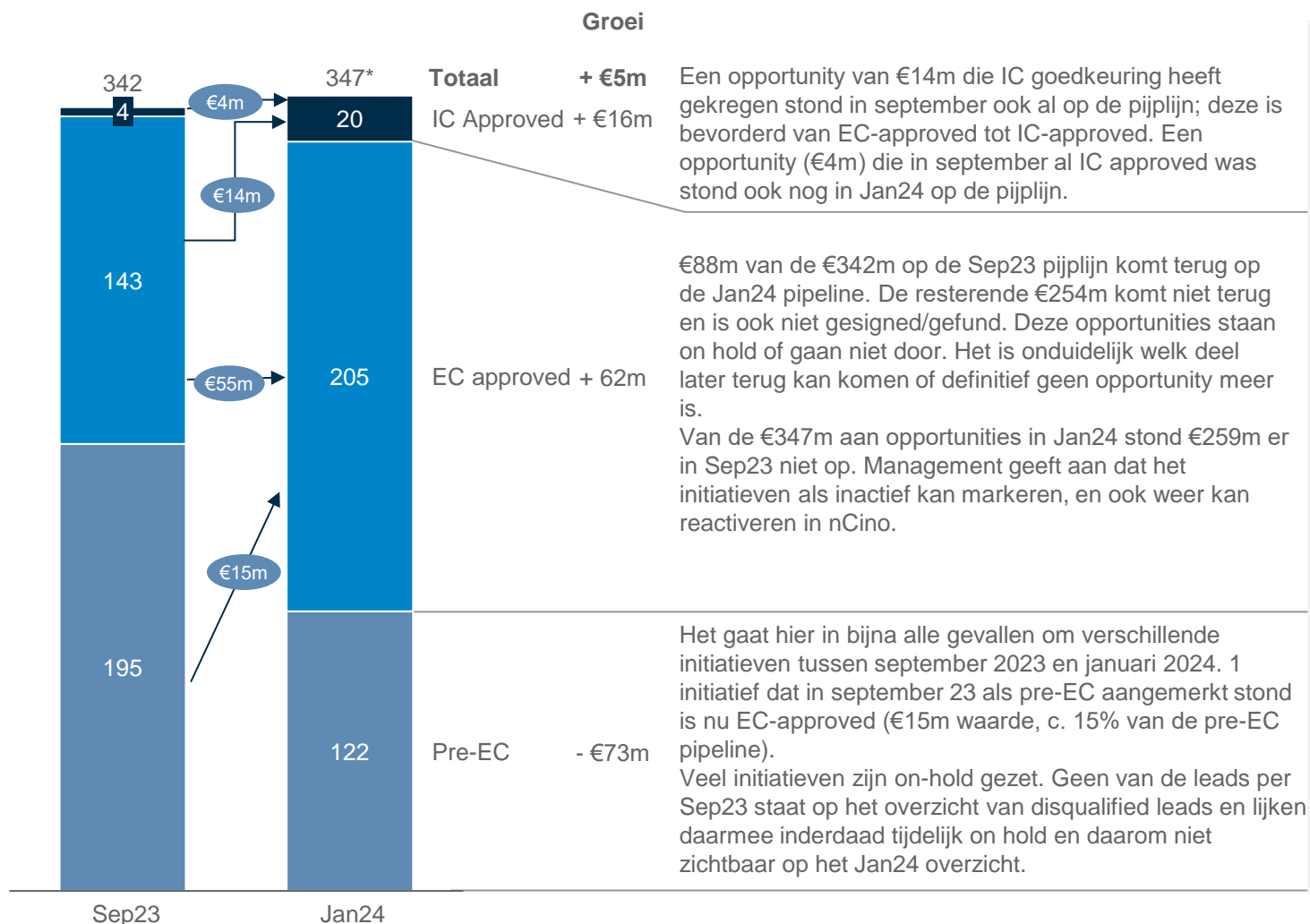
Noot: De file met disqualifications bevat data met een creation date vanaf Juli 2022, met een grote batch in augustus 2022, waarvan we aannemen dat dit alle leads bevat van 2022.

Bron: 4a Disqualified Leads

Verloop en Conversie van de Pijplijn

De pipeline rapportage is dynamisch: er zijn grote verschillen tussen Jan24 en Sep23 als gevolg van nieuwe opportuniteiten en afgefallen opportuniteiten

Pijplijnontwikkeling: september 2023 tot januari 2024



Observaties over pipeline management

- Het funnel system is nu via nCino geprofessionaliseerd.
- Er is wekelijks overleg over de pijplijn.
- Omdat het een groeiende organisatie betreft is het niet onredelijk te verwachten dat de pijplijn nog erg dynamisch is.
- De aard van de opportuniteiten maakt ook dat deze weinig voorspelbaar zijn.

Verbeteringsmodelijkheden

- Er wordt nog niet echt gestuurd op de pijplijn. Overleg gaat over individuele opportuniteiten; niet over het verloop over tijd per segment (bijv. debt vs. equity, ECA dekking of niet, bron van de opportunity)
- Opportuniteiten op de pijplijn krijgen een probability % weging; deze fluctueert sterk op basis van nieuwe inzichten, met name als het om een overheidslening gaat.
- Meer consistente pijplijn monitoring met gestandaardiseerde definitie voor Pre-EC leads is nodig voor betere inzichten en voorspelbaarheid.

Noot*: €347m aan opportuniteiten is €10m lager dan op de eerdere pipeline analyse; deze analyse laat geen signed deals zien.

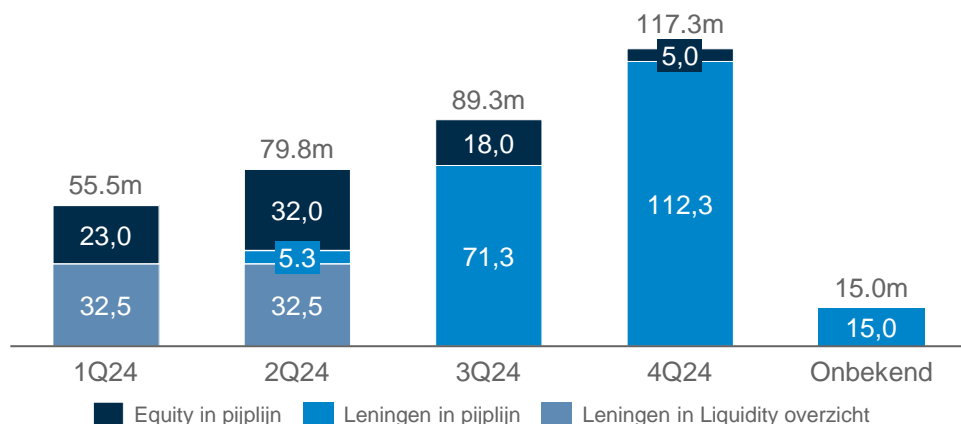
De pipeline laat altijd het hele bedrag van de opportunity zien, niet de probability-adjusted waarde

Bron: 4a Serious Pipeline 2024 IIC B.V., 04_Core Capital – Portfolio and Pipeline September 2023_v5, 240108 – IIC – 2024 Pipeline_v2.

Fasering en Samenstelling van de Pijlijn

Er is risico op vertraging: de verwachte committering van de pijlijn is grotendeels in de tweede helft van FY24 en €78m aan opportuniteiten betreft overheidsleningen met ECA dekking

Verwachte conversie van pijlijn tot gecommiteerd kapitaal



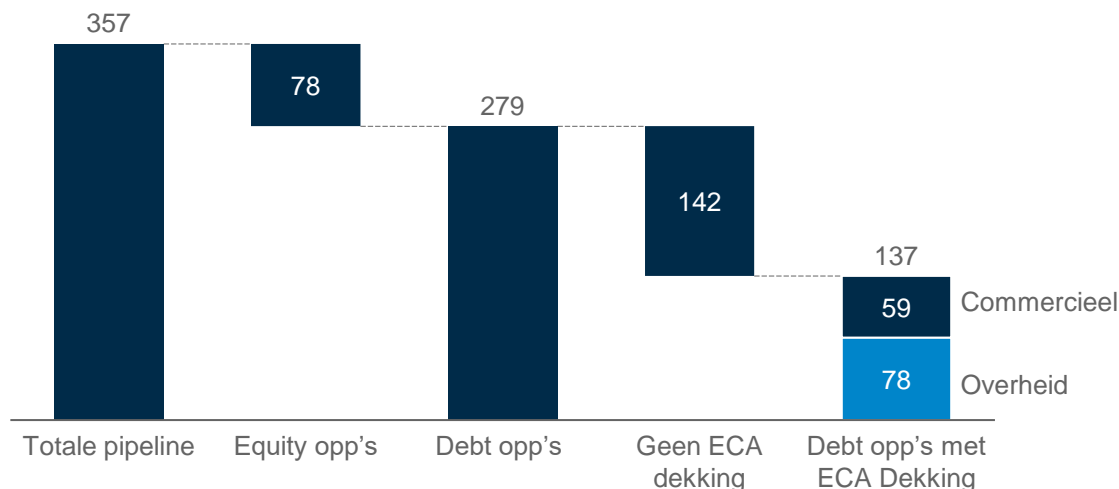
Commitment voor 58% van de opportuniteiten wordt in de tweede helft van FY24 verwacht

- Er is altijd risico op slippage, zeker met de relatief grote onzekerheid en de complexiteit van de opportuniteiten. Dit komt bijvoorbeeld tot uiting in de dynamiek van de pijlijn. Veel opportuniteiten die al EC goedkeuring hebben ontvangen worden op inactief gezet.

28% van de debt opportuniteiten zijn leningen aan een overheid met ECA dekking

- Leningen met ECA dekking zijn bewerkelijker door het additionele goedkeuringsproces van Atradius. Als zodanig hebben deze leningen (€137m van de pipeline) een groter risico op slippage, wat de kans vergroot dat een deel van deze leningen niet in FY24 getekend wordt.
- De leningen met ECA dekking worden verdeeld over overheids- en commerciële leningen, waarbij overheidsleningen met ECA dekking vaak een nog langer proces tot goedkeuring hebben.

Opbouw van de pijlijn naar overheids debt opportuniteiten met ECA dekking



Noot: €347m aan opportuniteiten is €10m lager dan op de eerdere pijlijnanalyse; deze analyse laat geen signed deals zien.
Bron: 240108 – IIC – 2024 Pipeline_v2.



5.2 Prognose Commitments

Prognose – Commitments

In de jaren 2024 – 2026 verwacht IIC gemiddeld ruim €300m per jaar aan commitments te kunnen verstrekken indien ze hiervoor de ruimte krijgt.

Commitments 2024 – 2026 IIC view – geen beperking in kapitaal

€'m	FY24	FY25	FY26	Totaal
Export Finance	124.9	110.4	129.2	
Investment Loans	78.8	69.8	81.7	
SME Export Finance	15.9	38.0	34.2	
Subtotaal	219.6	218.2	245.0	
New Product: Prj.Fin.	28.8	8.6	10.1	
Debt - totaal	248.4	226.8	255.1	730.3
Equity	62.4	27.6	34.5	
Hydrogen Fund (CFM)		92.0		
Equity - totaal	62.4	119.6	34.5	216.5
Totale commitments	310.8	346.4	289.6	946.8

Commitments 2024 – 2026 A&M view

€'m	FY24	FY25	FY26	Totaal
Export Finance	n.q.	n.q.	n.q.	
Investment Loans	n.q.	n.q.	n.q.	
SME Export Finance	n.q.	n.q.	n.q.	
Subtotaal	200.0	220.0	240.0	
New Product: Prj.Fin.	28.8	8.6	10.1	
Debt - totaal	228.8	228.6	250.1	707.5
Equity	50.0	50.0	50.0	
Hydrogen Fund (CFM)		92.0		
Equity - totaal	50.0	142.0	50.0	242.0
Totale commitments	278.8	370.6	300.1	949.5
<i>Debt pipeline - growth case</i>	30	35	35	100
<i>Equity - growth case</i>		5	5	10
<i>Nieuwe verkoopkanalen</i>	<i>M</i>	<i>M</i>	<i>H</i>	
<i>Developed markets</i>	<i>L</i>	<i>M</i>	<i>H</i>	

- IC heeft een business plan en een financieel model opgesteld dat uitleg geeft over de wijze waarop IIC de komende jaren verwacht te groeien. Als onderdeel van het business plan zijn verschillende scenario's ontwikkeld, waarbij wij het scenario zonder kapitaalbeperking gebruiken. De structuur van het financieel model en deze scenario's hebben wij besproken en geanalyseerd.
- Op basis van de **debt** pijplijn hebben we 2 inschattingen van de commerciële haalbaarheid aan commitments in FY24 gemaakt: 1 (basis scenario) waarbij we de huidige conversie (22%) toepassen op de huidige pijplijn en deze als schatter voor de conversie in de komende periodes gebruiken. Ook wordt meegenomen dat IIC een aantal initiatieven om de markt te bewerken pas recent heeft opgestart en de effecten hiervan nog niet zijn terugkomen in de huidige pijplijn. Daarnaast hebben we een positief scenario ingeschat op 15% er bovenop, waaruit blijkt dat de conversie over tijd kan toenemen door het beter bewerken van leads; ook de onzekerheid in onze inschatting zie je hierin.
- Voor **equity** lijkt het mogelijk om €50m aan commiteringen per jaar te realiseren. Ook hier hebben we een positief scenario ingeschat, als actief wordt gestuurd op een hoger aandeel fund-in-fund.
- **Hydrogen Fund en project finance**, hiervoor hebben wij een kwalitatieve onderbouwing van de groei ontvangen en besproken met management. Met betrekking to het Hydrogen Fund is hier nog geen commitment maar een duidelijke intentie. De fundstructuur is uitgewerkt en op dit moment wordt er een feasibility studie uitgevoerd voor een waterstofproject in Namibië.
- **Nieuwe verkoopkanalen** – IIC onderkent meer mogelijkheden om actief te zijn in de markt. Het ziet vooral mogelijkheden in Project Finance, waar nu niet actief wordt gesourced.
- **Developed markets** - Daarnaast ziet IIC mogelijkheden om meer actief te worden met het financieren van opportuniteiten in developed markets. IIC wordt op dit moment nog niet gecontacteerd door partijen voor dergelijke situaties. Deze markt kan vrij groot zijn maar dit behoeft meer onderzoek.
- In totaal lijkt er ruimte te zitten boven de door IIC ingeschatte commitments. Wij raden IIC aan om deze ruimte te gebruiken om in de acceptatie minder coullance te geven / strakker te sturen op onderwerpen als additionaliteit en Dutch link en ook het kredietrisicoprofiel van verstrekkingen goed mee te blijven wegen bij het accepteren van een verstrekking.

Prognose – Pijplijn

Op basis van de debt pijplijn en de acties die IIC heeft ingezet, maar zich nog niet in de pijplijn hebben gereflecteerd, schatten we een groei in de commitments in de bestaande financieringsproducten in lijn met de IIC visie.

A&M view op de haalbaarheid van de commitments in (SME) Export finance en Investment loans – FY24-FY26

€'m	FY24	FY25	FY26
Export Finance	124.9	110.4	129.2
Investment Loans	78.8	69.8	81.7
SME Export Finance	15.9	38.0	34.2
Totaal IIC	219.6	218.2	245.0
A&M View	200.0	220.0	240.0

- Op basis van de pijplijn voor debt (export, investment loans SME export) ligt onze inschatting van de commitments in 2024-2026 in lijn met de vergelijkbare cijfers van IIC. Zie volgende pagina voor uitleg over de analyse.

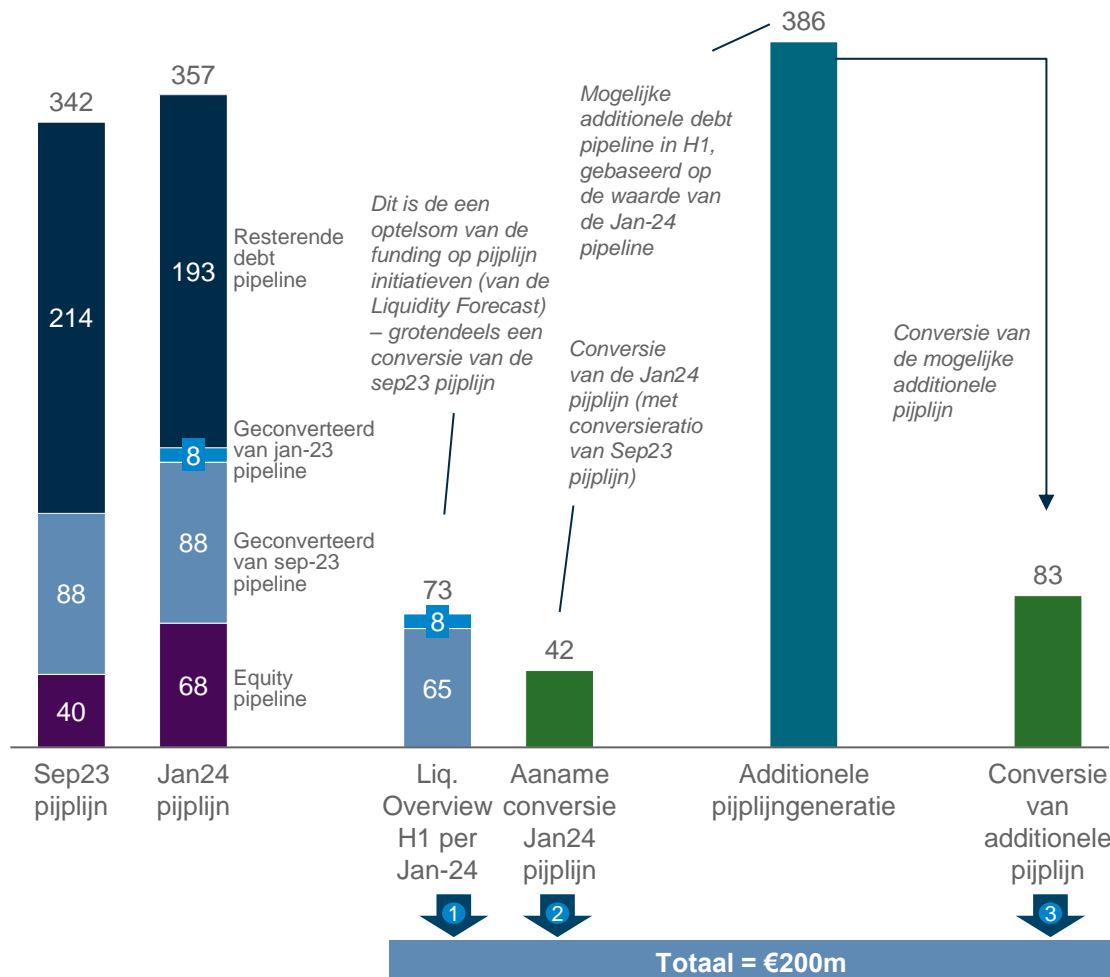
Leningen / Debt

- Het is onze inschatting dat er met name wat meer groei mogelijk moet zijn richting FY26.
- De komende jaren verwacht IIC een toename in haar pijplijn: in het afgelopen jaar is geïnvesteerd in het opbouwen van een netwerk. IIC heeft een stuurgroep met de ROM's en een projectgroep die zich richt op verdieping van de relaties met de banken.
- Ook geeft IIC regelmatig presentaties op conferenties, bij debt adviseurs en werkt ze met organisaties als FME, VNCI, Brainport Industries, Agri brancheorganisaties, VNO, MKB-Nederland, ambassades, NL in Business, NLworks etc. Ook bezoekt IIC proactief steeds meer relaties en er is sprake van een versterkend 'netwerk effect' dat nu nog niet in de pijplijn zichtbaar is.
- Verder is de focus van het business development team aangepast zodat er een betere aansluiting komt met financiering. Hierdoor ziet IIC meer projecten doorkomen.
- Daarnaast wordt er nu met vaste mensen in Vietnam, Marokko, Nigeria en Zuid-Afrika gewerkt om Dutch linked business te promoten.
- Tot slot is IIC actiever aanwezig op sociale media: dit leidt nu al tot concrete dealflow en daarnaast zal in de komende tijd internationaal ondernemen bij BNR aandacht krijgen.

Debt Pijplijn Analyse

Het totaal van de debt funding verwachting in H1, de conversie van de jan24 pijplijn en de conversie van de additionele pijplijngeneratie komt uit op c. €200m aan debt commitments in FY24.

Pipeline overwegingen FY24 (Export Finance, Investment loans, SME Export finance)



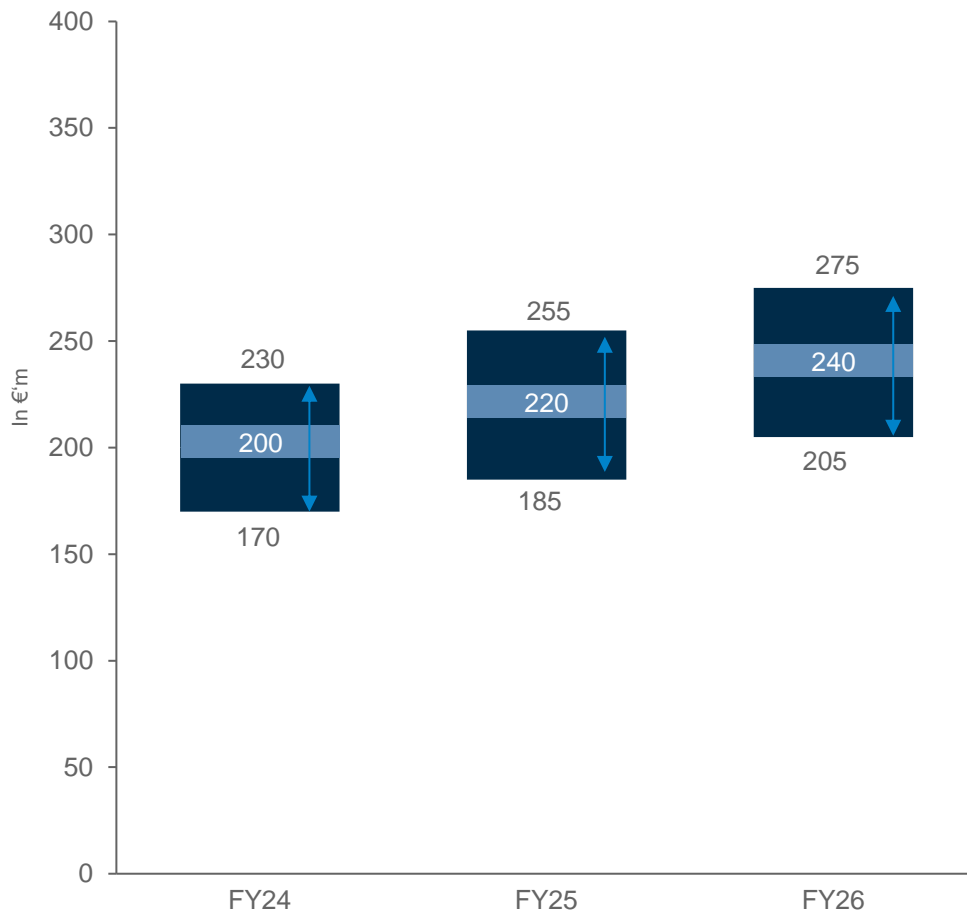
- Van de €342m aan Sep23 pijplijn opportuniteiten waren €302m **debt opportuniteiten**. Daarvan converteert €65m tot funding in H1 (conversie 22%). Let wel, dit zijn nog geen getekende overeenkomsten; hier zit nog onzekerheid in.
- Geconverteerde opportuniteiten staan in veel gevallen al langer dan september 2023 op pijplijn dus het is niet zo dat de conversie 3-9 maanden is; dit zal soms langer zijn.
- Van de Jan24 pipeline wordt verwacht dat nog €8m tot funding in H1 komt.
- Wij nemen aan: 22% van de Jan24 debt pijplijn converteert = $193 * 0,22 = €42m$. Wij verwachten dat de commitments van deze opportuniteiten in eind H1 en in H2 zullen vallen. Er is hier enig risico op slippage naar FY25.
- Met het oog op de lange leadtimes, nemen we aan dat opportuniteiten per einde H1 op de pijplijn moeten staan om nog in FY24 gecommitteerd te kunnen worden.
- Tussen Sep23 en Jan24 (3 maanden) kwam er €193m aan nieuwe debt opportuniteiten op de pijplijn. Wij gaan er vanuit dat dit komt door het in nCino reactiveren van bestaande opportuniteiten. Wij gaan er vanuit dat er in 1H nog twee keer zo'n pipeline komt = €386m.
- Met 22% conversie en met de aanname dat dit allemaal in 2024 wordt gecommitteerd, leidt dit tot €83m aan commitments in FY24. Het risico op slippage is hier hoger.
- Het totaal van ① de funding verwachting in H1, ② de conversie van de jan-24 pijplijn en ③ de conversie van de additionele pijplijngeneratie komt uit op c. €200m aan debt commitments in FY24.

Bron: 4a Serious Pipeline 2024 IIC B.V., 04_Core Capital – Portfolio, Pipeline September 2023_v5, 240108 – IIC – 2024 Pipeline_v2, Liquidity Forecast 2023-24 (002), A&M Analyse.

Scenario's Conversie Debt Funnel

A&M gaat uit van €200m in debt commitments in FY24, groeiend tot €240m in FY26. In een high case kunnen de jaarlijkse commitments €30-35m hoger uitvallen.

A&M view op het jaarlijkse te committeren debt kapitaal o.b.v. pijplijnanalyse (FY24-FY26)



- Op basis van de conversieanalyse gaan wij uit van een bedrag aan debt commitments van €200m in FY24.
- Gegeven de onzekerheid houden we in dit soort analyses normaliter een bandbreedte aan van +/- 15%. Daarmee schat A&M in dat het te committeren debt kapitaal in FY24 tussen de €170m en €230m zal liggen.
- In FY25 en FY26 zal IIC bekender worden in de markt, worden de netwerken sterker (ook door *boots on the ground*), en zal de proactieve sector approach en marketing hun vruchten afwerpen.
- Het is te verwachten dat IIC naast de goede relatie met Rabobank, ook sterke relaties met andere grootbanken zal ontwikkelen waar de penetratie nu nog laag is (ING, ABN Amro). Dit zal voor meer bekendheid in de markt zorgen.
- Meer, en duidelijke (marketing-)communicatie zal leiden tot beter begrip van IIC's mandaat en meer leads opleveren van partijen die IIC nu nog niet kennen of nog niet zien als relevante financier.
- Dit alles leidt tot meer betere leads, waardoor het aannemelijk is dat het jaarlijks te committeren kapitaal in onze schattingen met c. €20m stijgt in FY25 en FY26, daarbij rekening houdend met dezelfde bandbreedtes van c. 15%.
- In een groeiscenario kunnen o.b.v. de conversie van de pipeline de gerealiseerde commitments op jaarbasis €30-35m hoger uitvallen (dit is de bovenkant van de range).

Prognose – Equity, Hydrogen, Project Finance

Het is niet mogelijk om een kwantificatie te maken voor het Hydrogen Fund en Project Finance. Gebaseerd op gesprekken met management en het huidige marktklimaat geven wij deze initiatieven hoge kans van slagen.

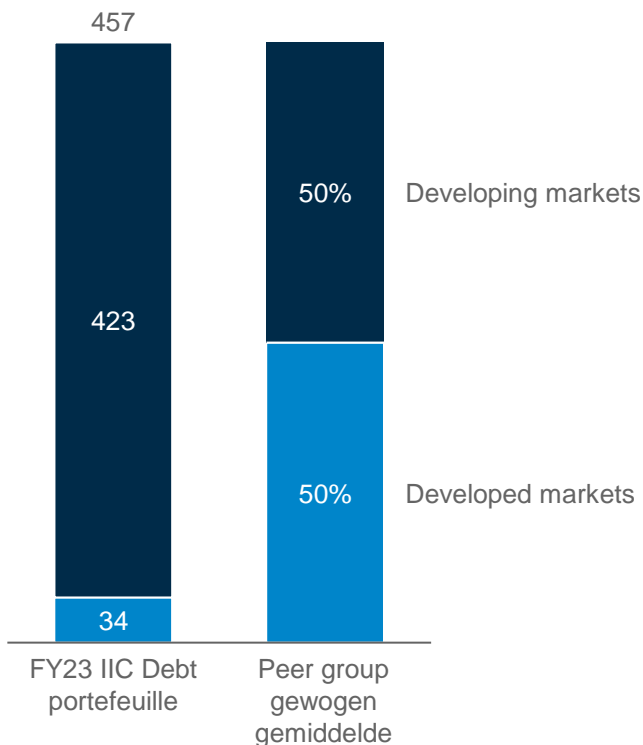
Overwegingen mbt commitments van Equity, Hydrogen Fund en Project Finance

	FY24	FY25	FY26	A&M view op de haalbaarheid	Commentaar	
Equity	IIC	€62.4m	€27.6m	€34.5m	●	<ul style="list-style-type: none"> Tot nu toe €48m gecommitteerd, waarvan €33m in FY23. We verwachten dat het Equity-team efficiënter zal opereren in FY24. Voor equity is het lastig om te bepalen op basis van de pijplijn wat de kans is van het realiseren van deals. We verwachten wel dat het relatief gemakkelijk zal zijn om financieringsmogelijkheden te vinden, met name in (buitenlandse) Fund-in-Funds, die als een verkoopkanaal kunnen fungeren (mits goed gemanaged). Wij verwachten geen daling in FY25/26 maar een constant niveau aan commitments.
	A&M view	€50.0m	€50.0m	€50.0m		
Hydrogen Fund (CFM)		€92.0m		◐	<ul style="list-style-type: none"> Wij hebben een kwalitatieve onderbouwing van de groei ontvangen en besproken met management. Hier is nog geen commitment maar een duidelijke intentie. De fundstructuur is uitgewerkt en op dit moment wordt er een feasibility studie uitgevoerd voor een waterstofproject in Namibië. 	
Project Finance	€28.8m	€8.6m	€10.1m	◑	<ul style="list-style-type: none"> Met additioneel kapitaal is IIC voornemens haar productaanbod uit te breiden om haar klanten breder te bedienen; belangrijk hierin wordt Projectfinanciering. Projectfinanciering is een belangrijk product waar veel vraag naar is in het kader van de logistiek en de energietransitie. Er is tractie op het gebied van waste-to-energy projecten (Nigeria, Ghana, Zuid Afrika), geothermie met CO2-afvang (Kenia, Turkije), waterstofinfrastructuur (Duitsland, Brazilië, Uganda, Egypte, Duitsland), cold-chain infrastructuur (Angola, Kenia, Vietnam, Ethiopië). Omdat de emerging market overheden weinig leenruimte hebben, moeten nieuwe infra projecten idealiter in een projectfinancieringsstructuur plaatsvinden in plaats van een ECA backed financiering. Om projectfinanciering aan te bieden zijn 1 – 2 FTE aan te nemen. 	

Additionele Opportuniteiten

Op basis van onze analyse zien we een additionele kans in het sterker bewerken van developed markets

Split developing vs. developed markets



Opmerkingen

- In onze analyse van de marktvraag hebben wij ons gefocust op de mogelijkheden dat marktfalen zich voordoet in de Developing Countries. In onze top-down benadering was een analyse van de vraag in de Developed countries niet mogelijk.
- IIC ziet ook in developed markets ruimte voor meer transacties. De business development pijplijn zit vol met innovatieve projecten op het gebied van agri (kassen projecten, vertical farming, fibers, renewable energy) in OECD-landen als de Verenigde Staten, Italië en Chili.
- We begrijpen dat commerciële partijen IIC minder snel weten te vinden voor situaties in de Developed countries. De conversie van deze markt kans vraagt derhalve specifieke aandacht om de marktpartijen beter uit te leggen wanneer IIC een rol kan spelen.

Peer Group sterkere focus op Developed Markets

- In de peer group analyse zien we een veel hogere aanwezigheid van developed markets in de loan portefeuille.
- Percentages variëren sterk, het gemiddelde ligt op 50%, al varieert dit percentage sterk (20% - 70%).
- IIC kan een grotere rol spelen in deze markt.
- Het aandeel van leningen verstrekt aan aanvragen betreffende developed markets (OECD landen bedraagt €34m per 31/12/2023, op een totale portefeuille van €457m (ofwel 7.4%).
- Ook in de pijplijn per 31/12/2023 is er slechts 1 lening opgenomen met betrekking tot developed markets (€15m).
- Bij een toename van het aandeel in de portefeuille, afhankelijk van het gebruikte percentage, spreken we over de volgende bedragen:
 - Bij 20%: was €65m aan additioneel exposure te verwachten
 - Bij 50%: was €389m ten opzichte van huidige €34m, ofwel €423m in totaal aan Developed Market gerelateerde lending te verwachten geweest.
- Noot: we hebben hier specifiek gefocust op debtinstrumenten aangezien de peers voor zover wij nu zien geen equity-instrumenten voeren.



6. Kredietorganisatie + Risk reward

Belangrijkste Bevindingen (1/8)

Kredietverlening

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Introductie	<ul style="list-style-type: none"> De insteek van IIC is om initiatieven mogelijk te maken (i) waar andere financiers geen rol kunnen spelen gegeven hun <i>risk appetite</i> en (ii) om Nederlandse bedrijven goed te positioneren en impact te leveren. Dit heeft IIC vertaald in een breed mandaat. Er is veel tijd gespandeerd en inspanning geleverd aan de ontwikkeling van een groot aantal beleidslijnen. De gehanteerde definities voor bijvoorbeeld additionaliteit en 'de Nederlandse link' zijn echter dermate breed dat deze beperkt handvaten geven om kapitaal meer gericht het in te zetten. 	<ul style="list-style-type: none"> De <i>risk appetite</i> is breed geformuleerd en geeft ruimte om de portefeuille te laten groeien. Op termijn is een helder kader wenselijk om tot een gediversifieerde portefeuille wat betreft regio, klant en sector te kunnen komen. Naar de toekomst toe kan overwogen worden om de mate waarin 'de Nederlandse link' wordt ingevuld steviger mee te laten wegen dan op dit moment het geval is.
Governance	<ul style="list-style-type: none"> De 1e en 2e lijn van de onderneming werken nauw samen in de structurering, beoordeling en uiteindelijke acceptatie van de individuele posten. In dat kader kan de huidige EC worden aangemerkt als een voorportaal van de IC gezien het feit dat EC en IC dezelfde setting hebben. 	<ul style="list-style-type: none"> Vergaande samenwerking tussen de 1e en 2e lijn is passend bij een <i>can do</i> mentaliteit van een jonge en op groei gerichte onderneming, echter wij adviseren meer onafhankelijkheid tussen commercie en risk, bijvoorbeeld door het EC als een puur commercieel overleg vanuit de 1e lijn in te steken. Bij een eventuele bijzonder beheer situatie is deze vergaande vermenging tussen de 1e en 2e lijn onwenselijk. Zeker ook gezien de mogelijk grote impact van slechts een NPL lening op de totale portefeuille en op het resultaat van II. Afhankelijk opereren bevordert de totstandkoming van een suboptimale oplossing.

Belangrijkste Bevindingen (2/8)

Kredietverlening

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Type financiering / bewerkelijkheid	<ul style="list-style-type: none"> Om transacties mogelijk te maken heeft IIC een breed scala aan financieringsinstrumenten ter beschikking. IIC onderzoekt bij elke situatie de geëigende financieringsoplossing maar onderzoekt ook, gegeven het hoge risico profiel, hoe voor minder gebruikelijke structuren de risico's te mitigeren. Het feit dat financiering wordt verstrekt in complexe situaties en in situaties waar vaak het landen- / marktrisico hoog is, is structurering belangrijk en vaak arbeidsintensief. Als onderdeel van de dossierbeoordeling hebben we al succesvolle voorbeelden van synergie tussen private en public sector kunnen zien, bijvoorbeeld de deals in Zuidoost-Azië en Afrika waarbij DRIVE- en IIC-geld werd gebruikt om lokaal impact te genereren met een Nederlandse invalshoek. IIC test de additionaliteit op het moment van afwijzing door andere kredietverstrekkers en probeert de structuur en pricing te verbeteren gedurende het proces. Met betrekking tot de onderbouwing van de additionaliteit: <ol style="list-style-type: none"> dit betreft voornamelijk afwijzingen door Nederlandse banken waarbij juist voor buitenlandse financieringsaanvragen andere meer geëigende / relevante banken gepolst zouden kunnen worden aangezien het op voorhand duidelijk is dat de Nederlandse banken in deze regio's geen lokale financiering verstrekken (Franse/lokale banken; EBRD; IFC, ADB etc.); momenteel geeft in veel gevallen de kredietnemer zelf aan dat er geen banken geïnteresseerd zijn; de reden van een dergelijke afwijzing is niet altijd helder; IIC probeert na afwijzing van financiers de structuur te verbeteren. 	<ul style="list-style-type: none"> In de huidige portefeuille komen vrij veel specifieke financieringsoplossingen voor. We zien dat er meer standaardisatie plaatsvindt in de funnel. Dit is aanbevelingswaardig omdat hiermee opgedane kennis en kunde effectief kan worden hergebruikt. Wij adviseren de additionaliteit voor iedere casus helder vast te leggen (i) om meer duidelijkheid rond additionaliteit te krijgen zou IIC zelf (i.p.v. via de kredietnemer) kunnen verifiëren waarom de relevante banken de aanvraag afwijzen; en (ii) om uitvraag te doen onder welke condities de banken eventueel wel bereid zouden zijn dat toch te willen overwegen. Deze stap in het proces kan mede helpen bij de keuze om financieringen waarbij de afwijzing vanwege kredietrisico-redenen plaatsvindt niet te accepteren. Het helpt eveneens in de discipline vanuit het deal-team en het Investment Committee om te voorkomen dat structuren en looptijden worden aangeboden die eigenlijk met (meer) equity hadden moeten worden ingevuld. Mogelijkerwijs kunnen banken zich vinden in de uiteindelijke voorwaarden en structuur van de transactie nadat IIC verbeteringen heeft kunnen aanbrengen / onderhandelen. Dit zou eventueel syndicatie / <i>risksharing</i> bij deze specifieke (grotere) transacties mogelijk maken. Dit wordt momenteel bij niet-EKG gedekte leningen nog niet getest maar kan de samenwerking met de banken vergroten. Sowieso kan samenwerking met andere banken II in staat stellen om meer impact te maken met een efficiënte inzet van het aan haar toegekende kapitaal.

Belangrijkste Bevindingen (3/8)

Kredietverlening

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Samenstelling team	<ul style="list-style-type: none"> ▪ II heeft in korte tijd een commercieel team weten op te bouwen dat, vaak bij FMO of andere grootbanken is geschoold, met veel (internationale en relevante inhoudelijke) ervaring en sterke <i>underwriting skills</i>. Deze inhoudelijke kennis zien we ook terug in de structurering. IIC is vaak op zoek naar <i>enhancement</i> door aanpassing voorwaarden / structuur. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ IIC vult de deal teams aan met meer junior teamleden, dit zien wij als positief, juist ook om tot kennis uitwisseling te komen.
Krediet files	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Voor elk financieringsvoorstel wordt een uitgebreid dossier aangelegd waarbij naast de analyse van het kredietrisico ook aandacht is voor de mate waarin SDG doelen bereikt worden en worden de uitkomsten met betrekking tot het KYC testen gemeld. ▪ Daarnaast lijkt het Rating model en van het van FMO ontvangen RAROC-model uniform te worden toegepast. ▪ IIC hanteert de OECD classificatie bij de rubricering van financiering waarbij regelmatig financiering met een export karakter gekoppeld aan project financiering als export financiering wordt geclassificeerd. ▪ De analyse op de business case, zeker als er geen ECA-dekking beschikbaar is, kan scherper. De mogelijke impact van rente- en koersontwikkelingen (gegeven EUR / Euribor) op de terugbetalingscapaciteit van debiteuren behoeft meer aandacht in de kredietdossiers. ▪ In bepaalde situaties wordt vooral geleund op de kwaliteit van de garantsteller. De analyse van de kwaliteit van de garantsteller is in sommige gevallen beperkt. Eventuele eisen aan het behoud van een minimale kredietwaardigheid en <i>substance</i> van de garantsteller gedurende de looptijd zijn eveneens in sommige gevallen beperkt. ▪ Ook de analyse in de kredietbeoordeling met betrekking tot de risico's en te verwachten tijdslijnen om, indien nodig, tot de uitbetaling onder een garantie van een garantsteller te kunnen komen, kan meer aandacht krijgen. I in de kredietbeoordeling gelet op mogelijke ingewikkelde en langdurige trajecten om zekerheden zoals garanties uit te winnen in bepaalde jurisdicties. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Wij kunnen ons voorstellen dat in de toekomst een onderscheid wordt gemaakt tussen ECA- / niet-ECA-gedekte verstrekkingen aangezien het resterend risico fors verminderd wordt als gevolg van ECA dekking. II zal echter zelf kritisch moeten blijven kijken naar alle onderliggende kredietrisico's ondanks deze ECA-dekking. ▪ Atradius is essentieel als partner in het samen mogelijk maken van export transacties voor de Nederlandse economie en het is daarmee belangrijk dat Atradius vertrouwen heeft in het beoordelingsproces bij II. ▪ Wij adviseren om in de rubricering van de leningen meer aandacht te besteden aan de onderliggende typologie van de financiering. ▪ Wij adviseren om meer aandacht in de kredietbeoordeling te besteden aan de onderliggende verdien capaciteit van de debiteur en aan de mogelijke impact van koers- en rente ontwikkeling daarop. ▪ Ook raden wij aan meer aandacht te besteden aan de afweging lokale valuta (nog niet mogelijk) vs Euribor lending en de impact hiervan op de risico's bij de lening nemer. ▪ Wij adviseren de positie van de garantie en de garantsteller duidelijk vast te leggen en de analyse op de kredietwaardigheid, op de bescherming van de kredietwaardigheid gedurende de looptijd (of waarom niet) en op de risico's om, indien nodig tot uitbetaling te kunnen komen uit te breiden.

Belangrijkste Bevindingen (4/8)

Kredietverlening

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Risico / Rendement	<ul style="list-style-type: none"> Door de aandeelhouder is geen doelrendement op het verstrekte vermogen aan IIC meegegeven. Dit maakt dat IIC vrij is in het bepalen van het gewenste rendement en daarmee de gewenste samenstelling van de portefeuille. Management beprijsd met behulp van het RAROC model en in individuele gevallen via Dialogic voor zover mogelijk om tot een benchmarking een marktconforme pricing te kunnen komen. Verstrekkings met ECA-dekking kennen logischerwijs een lagere marge (1%-2%) dan leningen zonder ECA-dekking (2.5%-6%) als het gehele landen- en debiteurenrisico door IIC gedragen wordt. Men zoekt duidelijk naar een mix oom voldoende marge te genereren voor de dekking van de door de organisatie gemaakte kosten. 	<ul style="list-style-type: none"> Een consistent raamwerk waarin een duidelijke koppeling gemaakt wordt tussen strategie, portefeuille en norm rendement op individuele leningen strekt tot aanbeveling. Echter, een doelrendement is sterk afhankelijk van het mandaat en het daarbij horende risico / rendementsprofiel van de uitzettingen. Naast het RAROC model en Dialogic is het opbouwen van benchmark data ten aanzien van pricing en bijvoorbeeld het onderzoeken van uitwisseling hierover met FMO te overwegen. Ook de spreads voor sovereign risks zouden in overweging genomen kunnen worden. Een beter begrip en vastlegging van de pricing van transacties zonder ECA-dekking, is belangrijk om tot marktconforme pricing te kunnen komen.
Krediet-monitoring systeem	<ul style="list-style-type: none"> Wij hebben geen zicht op de gebruikelijke amenderingen. We kunnen de periodieke informatieverplichtingen van de klant aan IIC en Atradius niet beoordelen. Op dit moment is er nog geen sprake van een actief portefeuille management, hetgeen logisch is gegeven de huidige omvang van de portefeuille. Monitoring en informatieverschaffing (bijvoorbeeld op aanvullende voorwaarden vanuit ECA verzekeraar) worden belangrijker bij een verdere groei van de portefeuille. Gebruik van uniform rating model voor verschillende type financiering (project vs export) De lange rente periodes (6-maands Euribor) in combinatie met aflossingsvrije startperiodes kunnen constatering van de verslechtering van de financiële performance van klanten maskeren. 	<ul style="list-style-type: none"> Het systematisch bijhouden van de mate waarin aan de informatieverplichtingen in het kader van ECA-dekking is voldaan. Meer aandacht besteden aan de portefeuille samenstelling / management alsmede het uitvoeren van scenario analyses Het rating model bijwerken om ook rekening te houden met verschillende types financiering. Transaction monitoring is mogelijk een punt van aandacht volgens EY (management). Het centraliseren van de overeengekomen informatievoorziening vanuit klanten om de performance actief te blijven monitoren en deze taak te borgen.

Belangrijkste Bevindingen (5/8)

Eigen vermogen

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Introductie	<ul style="list-style-type: none"> Het doel van IIC is transacties mogelijk te maken, Nederlandse bedrijven goed te positioneren en impact te maken. IIC heeft dit vertaald in een vrij breed mandaat van VC tot grotere <i>mid-market</i> investeringen. Als gevolg van Staatssteun regelgeving investeert IIC alleen minderheidsbelangen (in principe 10 – 25% met reguliere <i>minority rights</i>). De gehanteerde definities voor bijvoorbeeld additionaliteit en de Nederlandse link zijn echter breed en geven daarmee beperkt handvaten om meer gericht het kapitaal in te zetten. 	<ul style="list-style-type: none"> Op termijn is een helder kader wenselijk om tot een gediversifieerde portefeuille wat betreft regio, klant en sector te kunnen komen, maar ook de fase (startup vs meer volwassen) waarin de onderneming zich bevindt te kunnen komen We raden aan de definitie van additionaliteit voor Fund-in-Fund investeringen nader te beschouwen. Op dit moment wordt deze uitgelegd als het mogelijk maken om op termijn investeringen te kunnen doen (support fondswerving). Er is immers geen heldere bewijs dat de toekomstige investeringen niet zullen plaatsvinden als deze fondsen niet worden gecreëerd. We raden aan de definitie van de additionaliteit voor directe investeringen helder vast te leggen. Voor de huidige directe investeringen blijkt niet dat deze ondernemingen niet succesvol zouden kunnen zijn zonder IIC, of bijvoorbeeld dat bij andere waarderingen andere partijen wel aan boord zouden komen.
Sourcing	<ul style="list-style-type: none"> Potentiële transacties komen via verschillende kanalen naar II, het feit dat IIC een <i>one-stop-shop</i> is helpt daarbij. Inmiddels zijn 130 opportuniteiten gesourced en hiervan zijn er 67 afgewezen en zeven geaccepteerd (zes afgesloten en een bijna gefinaliseerd). Inmiddels weten ook Private Equity funds II goed te vinden. II wordt door PE gevraagd om als anker investeerder op te treden bij het oprichten van nieuwe fondsen. De gedachte is dat een commitment van II bijdraagt aan het overhalen van andere investeerders en daarmee invulling aan de additionaliteit. Daarnaast biedt dit ook de mogelijkheid om eventueel co-investeringen te doen en impact te maken in geografieën waar IIC niet zelf aanwezig is / geen lokale of minder sectorkennis heeft. 	<ul style="list-style-type: none"> Fund-in-fund investeringen vragen een ander beheer dan directe investeringen. Gegeven de omvang van IIC is het verantwoord om een afweging te maken van de voor en nadelen van Fund-in-fund investeringen en in hoeverre IIC daar de geëigende partij voor is.

Belangrijkste Bevindingen (6/8)

Eigen vermogen

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Type equity / bewerkelijkheid	<ul style="list-style-type: none"> Alle vormen van kapitaal kunnen worden verstrekt uitgezonderd senior leningen (om potentiële belangenconflicten te voorkomen). De portefeuille behelst op dit moment directe investeringen in drie bedrijven (drie equity en één converteerbare lening) en vier commitments aan fondsen (fund-in-fund) die gemanaged worden door een externe fondsmanager. De bewerkelijkheid van het sources van de directe investeringen, het investeringsproces en de uiteindelijke monitoring is significant hoger vergeleken met commitments aan een fund waarbij het gehele selectie en investeringsproces immers door het fund zelf worden uitgevoerd. Additionaliteit wordt gevonden door bij directe investeringen met een lead-investeerder op te trekken. Waarderingen van de directe investeringen zijn gebaseerd op het realiseren van deze significante groei. Bestaande aandeelhouders hebben belang bij een hoge waardering om eventuele verwatering te verkleinen. In sommige gevallen is er een zogenaamde <i>ratchet</i> afgesproken waarbij het IIC aandelenbelang vergroot wordt als later blijkt dat deze eerder bepaalde waardering te hoog blijkt te zijn geweest. 	<ul style="list-style-type: none"> We merken op dat bij de drie directe investeringen het <i>early stage</i> karakter hoog is. De liquiditeitsbehoefte komt bij deze investeringen hoofdzakelijk voort uit expansieve groeiplannen en de daarbij horende verliesfinanciering. Goede monitoring en tijdige bijsturing indien zaken niet volgens verwachting gaan, is essentieel om waarde te kunnen behouden. IIC zal capaciteit moeten vrijmaken / vinden om in dergelijke gevallen adequaat te kunnen handelen en tevens vermenging tussen de 1e en 2e lijn te voorkomen. Afhankelijk opereren bevordert de totstandkoming van suboptimale oplossingen.
Invloed bij investeringen	<ul style="list-style-type: none"> Per definitie is de mate van invloed bij minderheidsinvesteringen beperkt. Wij begrijpen dat de reguliere minority rights wel worden verkregen om de belangen als minderheidsaandeelhouder te kunnen beschermen. Bij de Fund of Fund investeringen bestaan daarnaast specifieke afspraken met de investement managers over de invulling van specifieke topics (zoals ESG en latere invulling Nederlandse link). Ook heeft IIC bij fondsen altijd een plek in de advisory board. 	<ul style="list-style-type: none"> N.v.t.

Belangrijkste Bevindingen (7/8)

Eigen vermogen

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Investeringsproces	<ul style="list-style-type: none"> Met een investeringsbeleid en een heldere processtructuur is het investeringsproces sterk gestandaardiseerd en wordt een duidelijk stappenplan gevolgd. Voor de investeringen wordt altijd eerst een analyse op de co-investeerder en het managementteam van de investering uitgevoerd. Vervolgens wordt hetzij samen met de lead investeerder, dan wel op eigen rekening, (externe) due diligence uitgevoerd op de specifieke relevante elementen van de business case. Hierover wordt in het IC ook verslag gelegd. Gedurende het investeringsproces wordt veel tijd besteed aan het onderbouwen van de assumpties in de waardering. In de daadwerkelijke dealmaking wordt vervolgens gebruik gemaakt van <i>ratchets</i> om eventuele verschillen in waarderingsverwachtingen te kunnen bridgen. Men maakt gebruik van twee externe equity adviseurs met relevante ervaring om te kunnen overleggen, maar zijn niet bij de besluitvorming betrokken. Aangezien de drie directe investeringen echte startup ondernemingen zijn is het te verwachten dat additionele kapitaalrondes zullen gaan plaatsvinden voordat kasstromen positief zijn. 	<ul style="list-style-type: none"> Zowel bij de directe investeringen als de fund-in-fund commitments zou het helpen om de additionaliteit duidelijker vast te leggen. Juist op het aspect of zonder IIC deze ondernemingen uiteindelijk ook succesvol kunnen zijn. Het aangaan van transacties waarbij <i>ratchets</i> worden ingebouwd geven in principe downside bescherming. Aan de andere kant kan dit ook tot discussies tijdens de investeringsperiode leiden die mogelijk al vooraf geadresseerd hadden moeten worden. We zouden adviseren de expertise van de externe equity adviseurs meer in de besluitvorming te betrekken. Bij eventuele tegenvallende ontwikkelingen bij de directe investeringen (momenteel startup) is toegang tot of het hebben van hands-on capaciteit om in dergelijke gevallen adequaat de II positie te kunnen beschermen wenselijk.

Belangrijkste Bevindingen (8/8)

Eigen vermogen

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Samenstelling team	<ul style="list-style-type: none"> Het equity team is door II zelf opgezet en is goed toegerust om haar rol te vervullen. Het team is gevormd uit teamleden die voornamelijk een achtergrond hebben als <i>impact investor</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> N.v.t.
Risico / Rendement	<ul style="list-style-type: none"> Voor de directe investeringen worden de rendementen berekend op basis van de toekomstige parameters van de ondernemingen die leiden tot een bepaalde <i>money-multiple</i> en rendement. Voor de fund-in-fund commitments neemt men de aangegeven rendementsverwachting van de fund-manager over. Management verwacht op de hele equity portefeuille een netto rendement van minimaal 5% en voor de investeringen (inclusief fund-in-fund) minimaal 12%. 	<ul style="list-style-type: none"> Ondanks dat naast het financiële rendement de impact (de Nederlandse link en SDG) belangrijk is zou meer kader en aandacht voor het track-record op zowel financieel rendement als impact van de fondsmanager helpen in de selectie van fondsen. Indien men overgaat tot het vaststellen van een doelrendement, is het belangrijk te kijken naar de rendementsverwachting van dit deel van de portefeuille en of de hiernaast genoemde rendementseisen van II in dat kader voldoen
Performance Monitoring	<ul style="list-style-type: none"> Wij hebben geen kennis kunnen nemen van het periodieke herwaarderingsproces. Zover wij begrepen geschiedt aanpassingen in de waardering van de investeringen op dit moment nog handmatig (prioriteit gegeven aan de conversie van debt instruments naar nCino) Er is regelmatig contact met de lead investor en direct met de participatie (in geval van directe investeringen) over de financiële performance en of deze in lijn is met de verwachtingen. Van de fondsen waarin wordt geïnvesteerd worden als LP reguliere performance rapportages ontvangen. Daarnaast is altijd sprake van een advisory board positie. 	<ul style="list-style-type: none"> Wij adviseren om, zeker wanneer de equity portefeuille verder zou groeien, een meer geautomatiseerd proces neer te zetten voor het waarderingsproces,

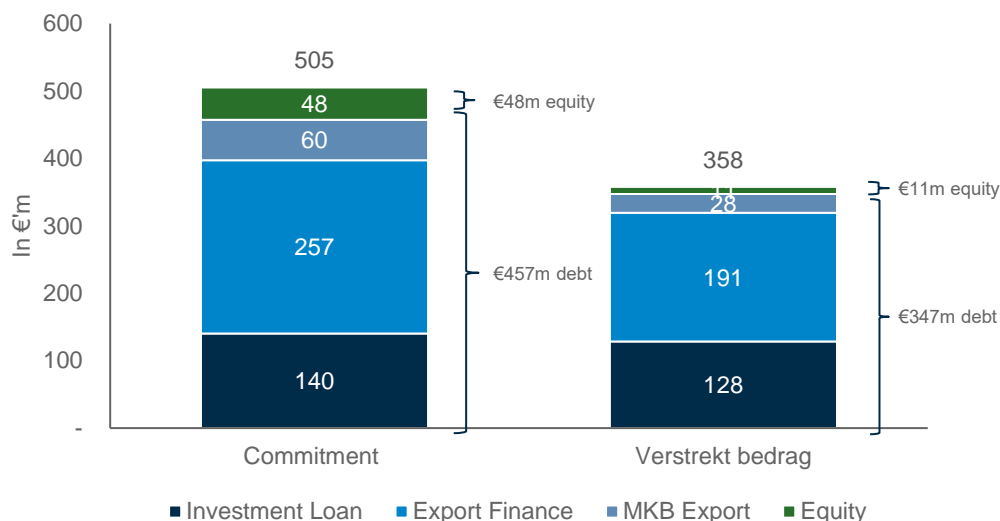


6.1 Kredietverlening

Samenstelling Huidige Portefeuille – Samenvatting

De huidige portefeuille van commitments bestaat grotendeels uit *floating rate*, ECA-gedekte commitments die in H1-23 zijn verstrekt aan de kredietnemers

Portefeuille per 31 December 2023 – per type commitment volgens IIC indeling



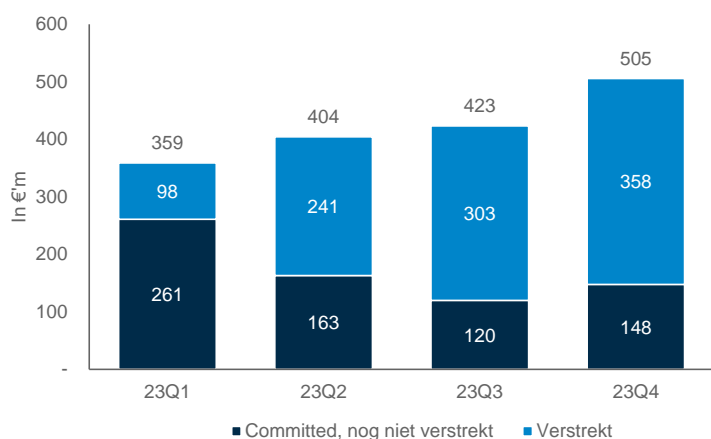
Selectie criteria

- Bij de selectie van leningen en equity wordt een breed scala aan criteria gehanteerd. Op de volgende pagina's gaan we in op de belangrijkste criteria en op welke wijze wij deze zien terugkomen in de huidige portefeuille van leningen en equity commitments.
- De gehanteerde criteria betreffen:
 1. Type klant (impact op MKB) en beprijzing (*Risk-Reward*)
 2. Overall winstgevendheid van de portefeuille (spreiding ECA / niet-ECA)
 3. Geografische en (4) sector spreiding meegewogen
 4. Additionaliteit, (6) Nederlandse link (7) Impact
- Anderzijds wordt vanzelfsprekend meebewogen met de vraag die vanuit de markt bij IIC landt. Overigens opereren de equity en debt teams vrij onafhankelijk en om eventuele potentiële belangenconflict te vermijden worden in voorkomende situaties niet zowel leningen als equity commitments aangeboden).
- Op pagina 77 staat een meer gecomprimeerde analyse van equity.

Portefeuille samenstelling

- Per 31 Dec23 bestaat de portefeuille van commitments ter grootte van €505m voor €457m uit debt commitments en voor €48m uit equity commitments. Een van de commitments is een warehouse facility bij OHV (MKB Export financiering) waarvoor de commitment in totaal €60m bedraagt, hiervoor bedraagt het reeds verstrekte bedrag €33m.
- De 14 leningen in de portefeuille zijn vrijwel volledig in 2023 op de balans van IIC gekomen en inmiddels voor een bedrag van €347m uitgekeerd. Met uitzondering van één USD-lening van €18.7m aan een bank in Nigeria, zijn de leningen in EUR.
- De leningen zijn *floating rate* (meestal 6m Euribor). Een lening, gesourced door FMO m.b.t. een financiering van een brug in Guinee (totale lening bedraagt €35.5m waarvan thans €12.2m is verstrekt), is tegen een *fixed rate* van 1.5%.
- De zes equity commitments van in totaal €48m per eind 2023 betreffen grotendeels (€41m) commitments aan PE fondsen. In totaal is reeds €10.8m verstrekt met een spreiding van €1m-4m per ticket.

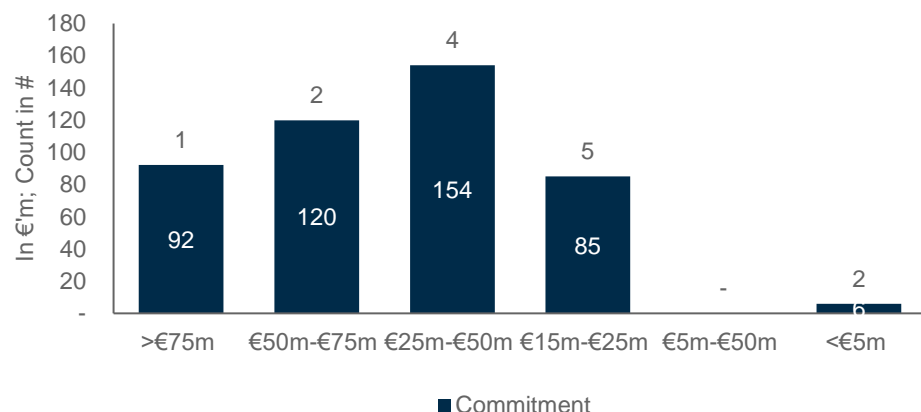
Portefeuille ontwikkeling debt + equity in 2023



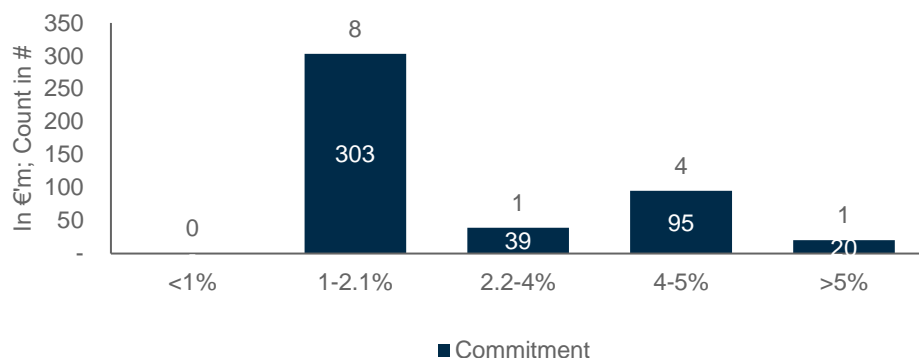
Samenstelling Huidige Portefeuille – Selectiecriteria

Bij de afweging om een lening of equity te verstrekken wordt een breed scala aan criteria gehanteerd

Portefeuille per 31 December 2023 (leningen) – per investeringsgrootte



Beprijzing (opslag bovenop Euribor)



Type lening

- De huidige portefeuille is een combinatie van een beperkt aantal relatief grote leningen (corporate loans) en export-gerelateerde financieringen, zoals door IIC gedefinieerd.
- 66% van de uitstaande leningen heeft een ECA dekking.
- Het vrij beperkte aantal leningen gekoppeld aan de relatief grote omvang van een aantal posten maakt dat de portefeuille nog in ontwikkeling is en ook het profiel van de portefeuille nog in ontwikkeling is.
- Het betreft voornamelijk leningen met een lange looptijd (tot 12 jaar) en waarbij in de eerste twee jaar vaak alleen rente wordt betaald en nog geen aflossing.
- Hierbij merken we op dat de commitment verstrekt via OHV (€60m) betrekking heeft op een groot aantal MKB verstrekkingen met ECA dekking.
- Het management van IIC onderkent dit en geeft aan dat naar de toekomst toe een meer gespreide portefeuille van corporate loans met leningen van €15-20m gecombineerd met ECA-gedekte export financiering aan corporates en MKB wordt nagestreefd.

Beprijzing

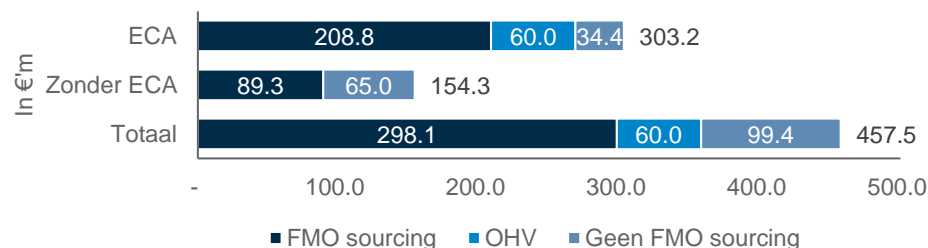
- Voor het beprijzen van de leningen past IIC het RAROC model toe dat overgenomen is van FMO (ambitie is een RAROC te realiseren van 8 tot 25% per uitzetting). Daarnaast wordt gebruik gemaakt van een door S&P (was Moody's) aangeboden rating model. In geval er geen informatie over market data voor de relevante transactie voorhanden is, wordt op basis van bijvoorbeeld Dialogic informatie van DFI financieringen een inschatting gemaakt met behulp van vergelijkbare transacties.
- Voor 9 leningen is i.i.g. een ECA dekking ontvangen. Deze hebben een opslag variërend van 1% tot 2.1% afhankelijk van de mate van ECA dekking. Deze varieert van 80% (WC) tot 95% (country) en 98% (sovereign), afhankelijk van de verstrekte dekking door Atradius met betrekking tot het afgedekte commercieel en / of politiek risico.

Samenstelling Huidige Portefeuille – ECA-dekking

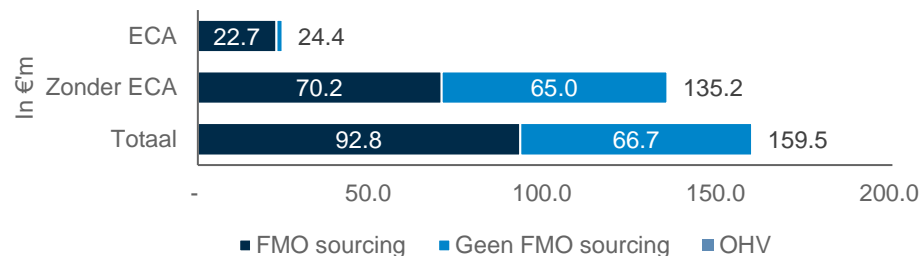
Voor een groot aantal leningen is ECA-dekking verstrekt variërend van 80%-98%.

Voor de niet ECA-gedekte transacties is gebruik gemaakt van bepaalde corporate garanties

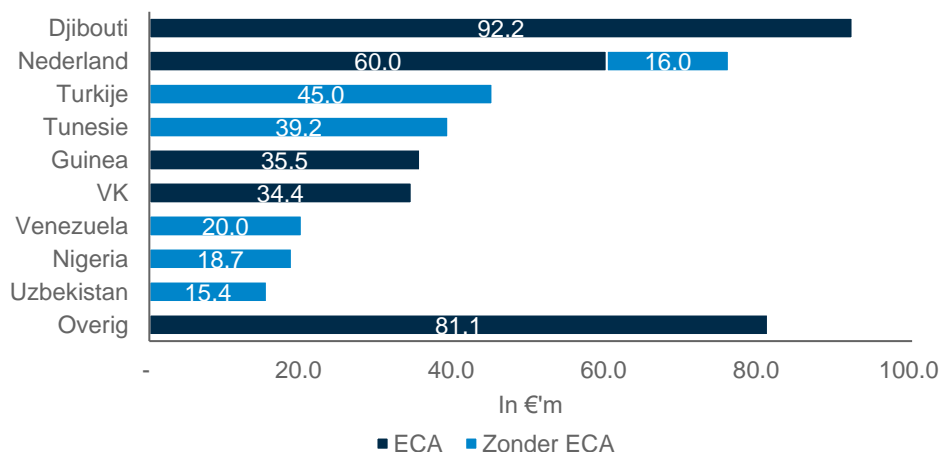
Portefeuille doorsnedes – commitment



Portefeuille concentratie – open risk (na aftrek ECA dekking)



Portefeuille concentratie – ECA / Geografie



Sourcing

- De opgebouwde kredietportefeuille is voor een groot gedeelte (€199m) vanuit FMO geïnitieerd, daarna zijn in 2023 nog twee leningen hieruit voortgekomen, voor €99m gesourced via de doorverwijzing door andere Nederlandse banken en voor €60m is hiervan aan OHV gecommiteerd (kleinere tickets).
- Van de commitments is €406m reeds uitgekeerd.

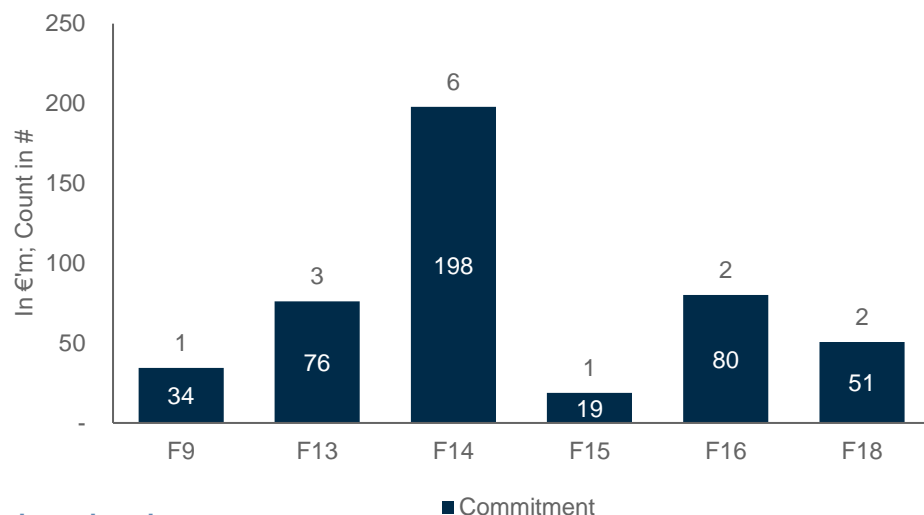
ECA dekking

- Bij de analyse van het kredietrisico is van belang om in ogenschouw te nemen dat voor een groot aantal leningen ECA-dekking is verstrekt variërend van 80%-98%. Voor de niet ECA-gedekte transacties is gebruik gemaakt van bepaalde corporate garanties (aandeelhouder of een gelieerde partij), andere mitigerende factoren zijn vaak niet beschikbaar. Het open risk (niet ECA) in de portefeuille bedraagt €159.5m.
- De commitments zonder ECA-dekking hebben beperkt zekerheden in de vorm van activa als onderpand. Wel wordt op een aantal leningen zekerheid in de vorm van garanties door sterkere partijen verstrekt. Dit is bijvoorbeeld het geval voor een financiering ad €34.4m met betrekking tot de ontwikkeling en installatie van een fabriek in het Verenigd Koninkrijk. Het project risico is hier grotendeels gemitigeerd middels een garantie van een buitenlandse entiteit. Ook is voor een aantal gevallen een groepsgarantie afgegeven zoals de lening aan een corporate in Turkije alsmede in het kader van de bouwfase van een faciliteit voor het kweken van garnalen in Venezuela en tomatenkassen in Tunesië, hiervoor was geen ECA mogelijk omdat het geen export van Nederlandse kapitaalgoederen betreft.
- De transacties in Uzbekistan en Nigeria zijn beiden met banken als counterparty. Hierbij geldt dat de transactie met Uzbekistan via een bank is gestructureerd om het tegenpartij risico te beperken. De bank in Nigeria, een partij waarin FMO reeds geruime tijd een belang bezit, betreft een partij waarmee een samenwerkingsverband is afgesloten om effectiever MKB's die actief zijn in Nigeria een financiering te kunnen verstrekken. Bij deze bank is een medewerker gestationeerd die voor 50% door IIC wordt betaald.
- De bedragen die onder Nederland worden gerangschikt betreffen de export-financieringen die via OHV aan Nederlandse MKB ondernemers worden verstrekt. Deze zijn allemaal ECA gedekt.

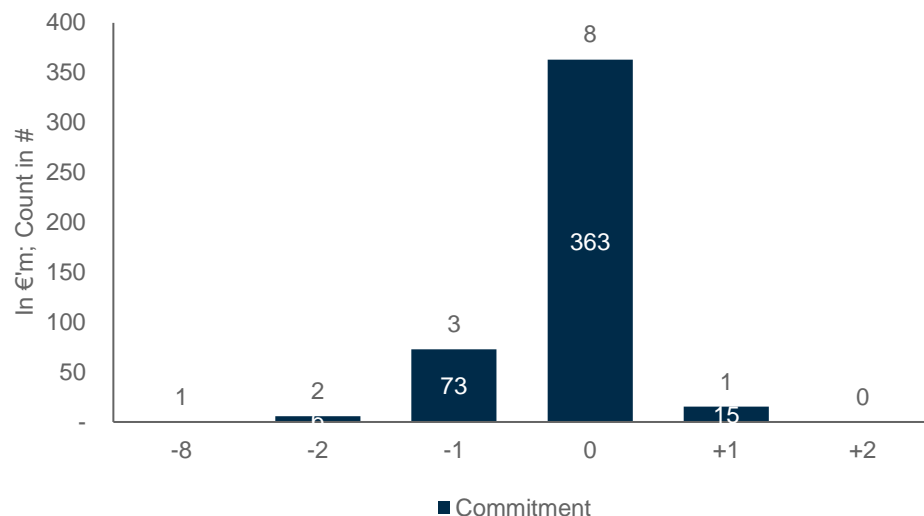
Samenstelling Huidige Portefeuille – Rating

De portefeuille is te jong om een duidelijke risico-migratie tendens te kunnen laten zien

Rating verdeling portefeuille leningen



Rating migratie



Rating spreiding

- De ratings zijn gebaseerd op een rating model van Moody's (tot en met November 2023 S&P).
- We merken op dat er een aantal aanpassingen zijn geaccordeerd op de door S&P aangegeven ratings. Teveel aanpassingen zouden de geschiktheid van het gebruikte model voor de portefeuille in twijfel kunnen trekken.
- Het landenrisico in combinatie met het relatief hoge risicoprofiel van de individuele kredietnemers resulteert in een gemiddeld verhoogd rating profiel van de portefeuille, dit is een logisch gevolg van het mandaat van IIC.
- Twee commitments, namelijk met betrekking tot Laos en Guinee, van in totaal €50.5m hebben een rating van minimaal F18 (*watchlist*).

Rating migratie

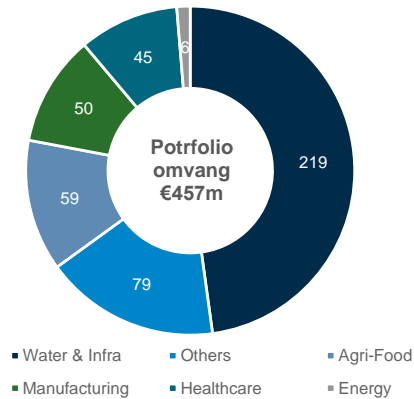
- Positieve rating migraties vonden plaats bij twee counterparties op drie leningen (waaronder OHV) voor in totaal €66m. Anderzijds waren er drie negatieve aanpassingen voor commitments met een totaalbedrag van €74.7m.
- Tot op heden zijn er geen defaults in de portefeuille te melden. Er is een situatie waarbij sprake is van een classificatie van een lening als Stage 3 (IFRS). Hierbij hoort echter geen Stage 3 exposure. Het betreft hier slechts een commitment van €12.7m dat nooit tot uitkering is gekomen, aangezien als voorwaarde voor deze lening werd gesteld dat allereerst de equity provider kapitaal zou storten. Dit is niet gebeurd.
- Op dit moment is actie ondernomen om de juridische kosten terug te vorderen. Er zijn geen Stage 2 leningen in de Private Sector. De werking van juiste monitoring en implementatie van IFRS 9, inclusief tijdige Stage 2 en 3 classificatie met impact op de stock voorziening als dit zich voordoet, hebben we niet kunnen vaststellen.
- Verhoogde kans op defaults zou kunnen ontstaan als klanten, naast de rente, ook (meestal pas na twee jaar) de eerste aflossingen moeten gaan betalen.
- We begrijpen dat een stress scenario van 1 notch downgrade over de hele portefeuille is gemodelleerd in het *Expected Credit Loss* model van II hetgeen tot een additionele voorziening van €4m (in Stage 2) zou leiden.

Samenstelling Huidige Portefeuille – Concentratie / Spreiding

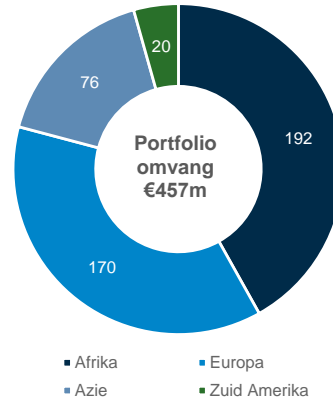
Portefeuille heeft met 48% een focus op water & infra. Dit is in belangrijke mate het gevolg van een tweetal scheepvaart financieringen die ook de spreiding naar lening nemer en type klant sterk beïnvloeden

Portefeuille per 31 December 2023

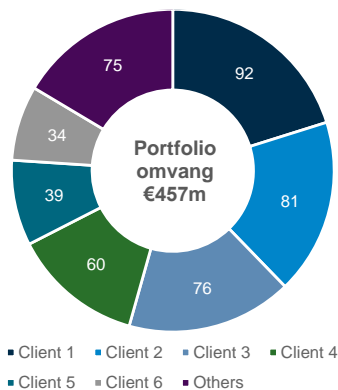
Sector spreiding



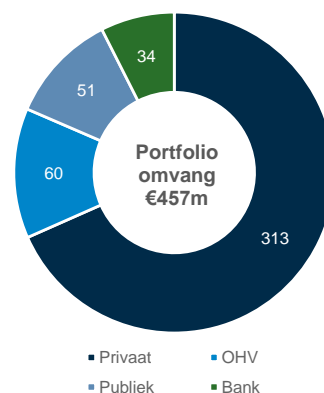
Geografische spreiding



Spreiding naar lening nemer



Spreiding naar type klant



Noot*: Water & Infra in de huidige portefeuille bestaat onder andere uit 3 Scheepvaartfinancieringen die gerelateerd zijn aan een Nederlandse klant.

Sector spreiding

- De opgebouwde portefeuille is op dit moment naast 48% water & infra, redelijk verspreid over verschillende sectoren zoals agri-food, manufacturing, energy, en healthcare. Hierbij moeten worden opgemerkt dat onder water & infra naast bruggen en wegeninfrastructuur ook een tweetal gerelateerde scheepvaart-financieringen zijn gevat voor een bedrag van €76m.

Geografische spreiding

- De geografische spreiding reflecteert slechts deels de locatie van de onderliggende projecten / activiteiten, aangezien voor de grafiek hiernaast de geografische locatie van de lening nemer als bron is gebruikt.
- Voor Europa geldt dat in totaal €16m is toegezegd aan een leasemaatschappij, gevestigd in Nederland, met activiteiten in Afrika en €34.4m aan export-financiering in het kader van de bouw van een fabriek in het Verenigd Koninkrijk. Het restant heeft betrekking op OHV.

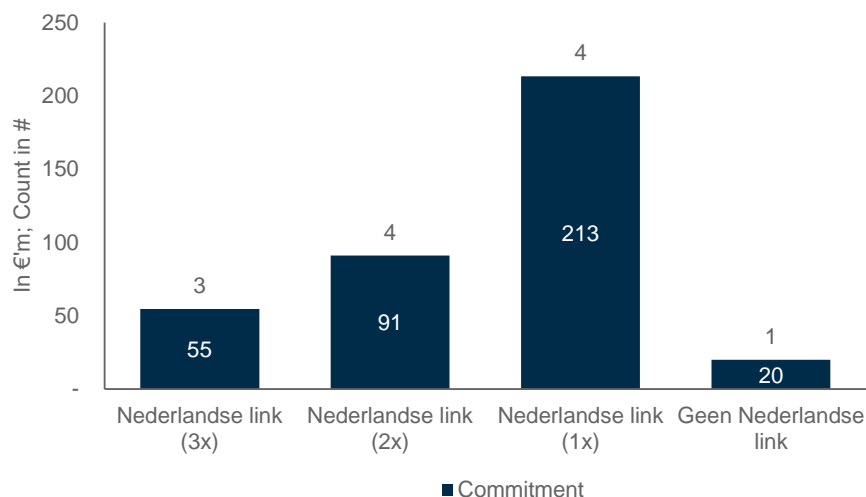
Tegenpartij

- De spreiding naar tegenpartij laat zien dat er een vrij stevige concentratie in de portefeuille naar een beperkt aantal tegenpartijen: 54% van de verstrekkingen heeft betrekking op drie partijen.
 - De grootste tegenpartij (klant 1) een lening heeft ontvangen die volledig is gegarandeerd door een lokale overheid. Daarmee is deze partij kredietrisico technisch separaat opgenomen. Juridisch vormt deze tegenpartij onderdeel van dezelfde groep als klant 3. Klant 3 heeft een werkkapitaal faciliteit ontvangen die afgeroepen wordt op basis van de beschikbaarheid van ter dekking verstrekte onderliggende assets.
 - Klant 2 is een in Turkije gevestigde holding met belangrijke operationele activiteiten buiten Turkije, onder andere een grote dochteronderneming in Nederland. Deze holding heeft een lening ontvangen. De dochteronderneming is separaat gefaciliteerd middels een door een Afrikaanse overheid gegarandeerde export financiering.
 - Klant 4 betreft OHV, de intermediair via wie exportkredieten voor MKB klanten worden verstrekt. Dit is een sourcingskanaal en dus geen individuele klant.

Samenstelling Huidige Portefeuille – ‘de Nederlandse link’

De Nederlandse link is voor vrijwel alle situaties conform de definitie vast te stellen. De intensiteit van de link is in bepaalde gevallen echter beperkt

Nederlandse link (#)



Introductie

- Een van de uitgangspunten die IIC hanteert bij de acceptatie van financieringsaanvragen betreft ‘de Nederlandse link’.
- Het bestaan van een dergelijke relatie is gedefinieerd langs drie lijnen:
 1. impact op de Nederlandse economie (minimaal 20% van contractwaarde is Nederlandse content),
 2. Nederlandse aandeelhouder (>25% Nederlands aandeelhouderschap of een minimale toegevoegde waarde van 25% aan het Nederlandse BNP).
 3. Aantoonbare verbetering van toekomstig Nederlands verdienvermogen.

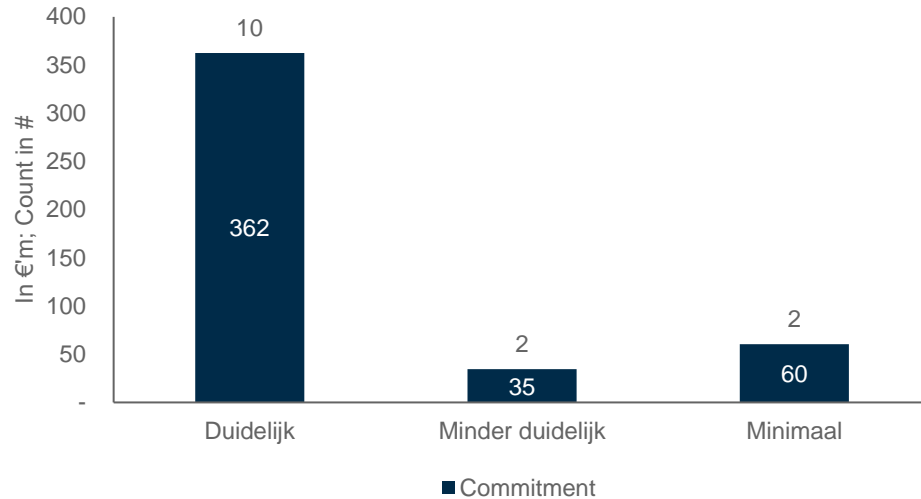
Bevindingen

- De analyse van Nederlandse link is altijd een standaard onderdeel van het besliskader van IIC bij de verstrekking van leningen. We zien ook dat het kader steeds duidelijker wordt bepaald en alle drie de elementen worden getest.
- Voor het merendeel van de 12 relevante debt transacties hebben wij vastgesteld om vast te stellen dat er een gedeeltelijke of evidente link met Nederland is.
- Daarnaast worden leningen verstrekt aan Nederlandse MKB's (OHV) en in Nigeria via een leidende bank in dat land. Voor de financieringen verstrekt via de bank in Nigeria is geen specifieke informatie ontvangen, maar met deze bank is wel contractueel afgesproken dat voor elke verstrekte lening een Dutch link aanwezig dient te zijn.
- Vaak is er sprake van Nederlandse aandeelhouders of Nederlandse toeleveranciers waarmee er impact voor de Nederlandse economie wordt gecreëerd. De omvang van de bijdrage aan de toekomstige positie van Nederland is overigens in het algemeen lastiger te bepalen op basis van de kredietdossiers. Er was één file waarvoor dit de enige link was.
- Bij een transactie is er geen Nederlandse link vastgesteld, omdat hier sprake was van een situatie waarbij een Nederlandse partij de belangrijkste afnemer was van de goederen van de (niet-Nederlandse) lening nemer. Bij deze situatie geldt dat de grote mogelijk te realiseren sociale impact van de financiering een belangrijke rol speelde bij de beslissing om de lening aan te gaan.
- Bij de drie scheepvaartfinancieringen bestaat de Nederlandse link uit de Nederlandse aandeelhouder. Voor de file in Djibouti geldt dat er daarnaast, in beperkte mate, sprake is van engineering activiteiten en support vanuit Nederland.
- Bij de initiëring / uitoefening van een financiering in Turkije was er geen duidelijke Nederlandse link aangezien slechts sprake was van een situatie bij het verstrekken aan een lening aan Turkse partij via een Nederlandse SPV. Er is echter later alsnog Dutch Impact gerealiseerd door de aanbeveling van een Nederlandse toeleverancier in de project fase van de financiering.
- Eén Nederlandse partij heeft twee leningen ontvangen van IIC. Voor een van de twee leningen geldt dat de impact lager is dan 20% dan de contractwaarde en de impact op de verbetering van de verdien capaciteit niet goed is vast te stellen.

Samenstelling Huidige Portefeuille – Additionaliteit

Additionaliteit is bij de meeste debt verstrekkingen duidelijk onderbouwd in het gevolg van *ticketsize* ofwel country risk

Additionaliteit



Introductie

- Een van de uitgangspunten die IIC hanteert bij de acceptatie van financieringsaanvragen betreft 'additionaliteit': IIC acteert in situaties dat marktpartijen zelfstandig geen financiering aanbieden. Dit kan gedreven zijn door *ticketsize* of het landenrisico. Ook kan de bewerkelijkheid van het creëren van een passende financieringsstructuur (tijdsinspanning) ofwel het feit dat het een situatie betreft die voor een andere financier niet aansluit bij haar (landen)strategie.
- Wij begrijpen uit het Dialogic rapport dat IIC doeltreffend is in het identificeren van en omgaan met additionaliteit. Dit blijkt ook uit het feit dat er volgens het rapport door andere partijen geen klachten over het opereren van IIC hebben plaatsgevonden. Hieruit kan worden geconcludeerd dat de wijze waarop IIC acteert als additioneel wordt gepercipieerd.
- Bij de analyse van de kredietorganisatie en de review van kredietdossiers hebben wij ook aandacht gehad voor de wijze waarop door IIC in de praktijk is omgegaan met additionaliteit.

Bevindingen

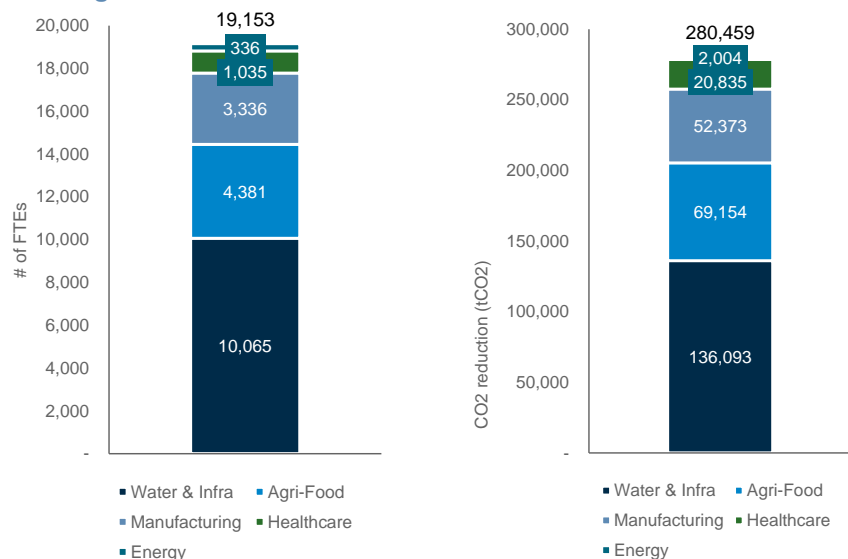
- De analyse van additionaliteit is altijd een standaard onderdeel van het besliskader van IIC bij de verstrekking van leningen.
- Voor de meeste leningen in de huidige portefeuille geldt dat de additionaliteit duidelijk onderbouwd wordt. De door IIC genoemde driver is vaak *ticketsize* en een hogere risk appetite voor o.a. Country Risk dan de commerciële banken.
- Daar waar de additionaliteit duidelijk is, zijn enkele waarvoor (niet alleen) een hogere appetite voor het landenrisico aanwezig is, maar ook een andere risk appetite voor het kredietrisico bij IIC lijkt te bestaan dan bij de banken. IIC maakt in deze gevallen een andere inschatting van het technologisch risico van de te financieren situatie dan wel van het door de voorgestelde leningsstructuur geschapen zekerheid ten aanzien van terugbetaling.
- In de situaties waar de additionaliteit minder duidelijk, dan wel minimaal was, werd door IIC zwaar meegewogen dat er sprake was van financieringen waarmee IIC een grote positieve sociale impact kon maken,
- Vaak waren deze kredietaanvragen (voor investment loans) niet direct financierbaar en is door IIC een aanmerkelijke tijd besteed om te komen tot een kredietstructuur waarbij het resterende risico acceptabel wordt gevonden. Hier lijkt IIC een vorm van additionaliteit te vervullen in de mate waarin zij de tijd kan besteden om deals mogelijk te maken die commerciële banken niet hebben, maar als de deal klaar is wellicht wel hadden willen doen. Zodra de structuur is gefinaliseerd wordt overigens door IIC niet verder onderzocht of deze voor partijen wel acceptabel is. Vanaf een bepaald exposure zou men dat wel kunnen overwegen.
- Dit laatste speelt overigens niet bij situaties waar ECA-dekking mogelijk is. Wij begrijpen van IIC dat dan ook zodra de transactie is uit gestructureerd wordt nagegaan of er op dat moment vraag in de markt bestaat.
- De kredietnemer bevestigt in enkele gevallen zelf dat de commerciële banken de onderliggende aanvraag niet willen financieren. IIC heeft in een aantal gevallen ook zelf verbaal navraag gedaan bij de betreffende banken maar hier verder geen vastlegging van gemaakt, de rationale van afwijzing blijkt daarmee niet altijd uit de dossiers.

Samenstelling Huidige Portefeuille – SDG Impact

De analyse van impact is bij elke kredietbeslissing van II een belangrijk onderdeel en dit wordt standaard in een aparte sectie uitgebreid beschreven

Respectievelijk het gemiddeld aantal banen en aantal GHG-emissie reducties, per €1m geïnvesteerd*

Impact / SDG goals



- II ondersteunt alle 17 SDG's en streeft er naar een zinvolle bijdrage te leveren aan deze SDG's d.m.v. impactvolle projecten. Voor de IIC leningen portefeuille richt het zich voor op SDG 8 (Fatsoenlijk werk en economische groei) en SDG 13 (Klimaatactie), met een focus op respectievelijk fatsoenlijke banen en vermindering van de uitstoot van broeikasgassen.
- De analyse van impact is bij elke kredietbeslissing een belangrijk onderdeel en dit wordt standaard in een aparte sectie uitgebreid beschreven. II's ESG team wordt aangehaakt om te schrijven en aanbevelingen te formuleren.
- Voor de meeste leningen in de huidige portefeuille geldt dat de impact onderbouwd wordt, echter externe verificatie en monitoring gedurende de transactie hebben wij niet vastgesteld.
- De impact per miljoen euro geïnvesteerd is geoperationaliseerd als scores van projecten op de indicatoren:



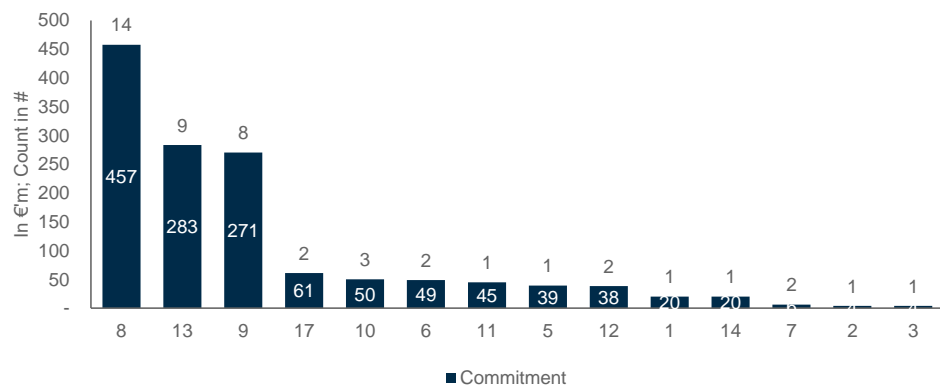
SDG 8: 'banen per miljoen Euro geïnvesteerd' in relatie tot de relevante sector. Het totaal aantal verwachte banen is 19,153 banen;



SDG 13: 'emissies per miljoen Euro geïnvesteerd' in relatie tot de relevante sector. De totale verwachte tCO₂ reductie per jaar is 2.8 ton.

Noot*: Twee leningen (totaal c. €80m) hebben betrekking op meerdere sectoren, derhalve is de impact op de banen (#FTE) en CO2 uitstoot niet gekwantificeerd.

Commitments per SDG, voor SDG 8 en 13 en overigen



- Daarnaast hebben we op basis van informatie in de kredietfiles voor de overige leningen vastgesteld een bijdrage wordt geleverd aan elke SDG.

- SDG 9: 'Industrie, innovatie en infrastructuur'
- SDG 17: 'Partnerschap om doelstellingen te bereiken'
- SDG 10: 'Ongelijkheid verminderen'
- SDG 6: 'Schoon water en sanitair'
- SDG 11: 'Duurzame steden en gemeenschappen'
- SDG 5: 'Gendergelijkheid'
- SDG 12: 'Verantwoorde consumptie en productie'
- SDG 1: 'Geen armoede'
- SDG 14: 'Leven in het water'
- SDG 7: 'Betaalbare en duurzame energie'
- SDG 2: 'Geen honger'
- SDG 3: 'Goede gezondheid en welzijn'

Kredietorganisatie – Additionaliteit / ‘de Nederlandse link’

Invest International streeft ernaar om kredietaanvragen mogelijk te maken en Nederlandse bedrijven goed te positioneren juist in situaties waarin andere partijen afhaken

Type financiering / bewerkelijkheid

- II heeft de ambitie om als 'one-stop-shop' te fungeren voor Nederlandse partijen die willen internationaliseren waar andere financiers geen rol kunnen spelen gegeven hun *risk appetite*.
- Dit maakt dat IIC een breed bedieningsmodel hanteert ten behoeve van een veelheid aan verschillende klanten, producten, regio's en stakeholders.
- Er worden diverse schuldinstrumenten gebruikt zoals bijvoorbeeld corporate leningen, exportfinancieringen met ECA dekking in combinatie met BuZa regelingen (DRIVE). Dit vraagt mogelijk relatief veel inspanning en tijd van de beperkte bezetting.
- Het feit dat IIC juist opereert in situaties waar andere partijen geen financiering beschikbaar stellen maakt de bewerkelijkheid van de activiteiten relatief hoog.
- De rubricering van werkkapitaal; export, project en corporate financiering zijn in de kredietvoorstellen niet altijd duidelijk te onderscheiden. Nu wordt door IIC de OECD classificatie gebruikt waarbij regelmatig financiering met een export karakter gekoppeld aan project financiering die als export financiering wordt geclassificeerd.
- Een duidelijke classificatie van de leningen kan ondersteunend werken bij de uitleg van additionaliteit / invulling van het mandaat.
- ECA dekking is niet altijd mogelijk aangezien ook lokale partijen worden gebruikt, zoals in Tunesië, Turkije en Venezuela, en het geen export is van (kapitaal)goederen. Daarnaast is de gekozen financieringsstructuur niet altijd direct gelinkt aan een Nederlandse exporteur.
- Als onderdeel van de dossierbeoordeling hebben we goede voorbeelden van synergie tussen private en public sector kunnen zien, bijvoorbeeld met transacties in Zuidoost-Azië en Afrika waarbij DRIVE- en IIC-geld werd gebruikt om lokale impact te genereren met een Nederlandse invalshoek.

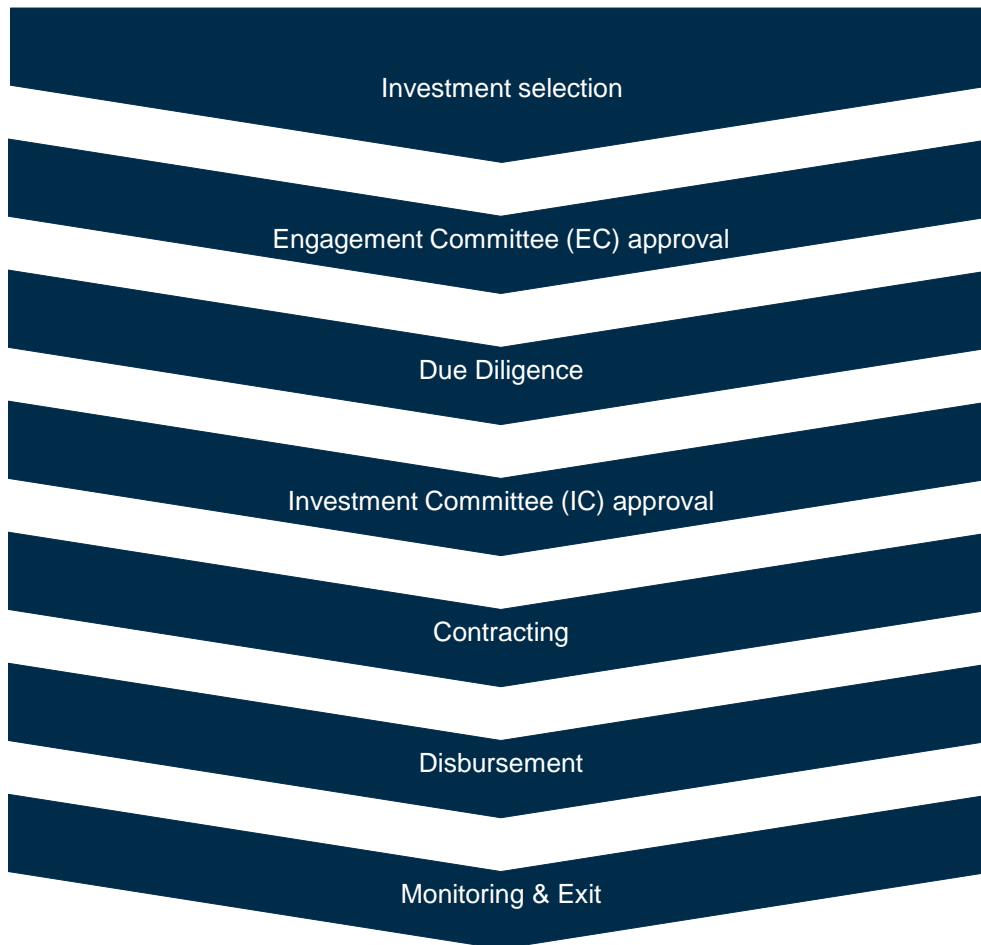
Additionaliteit / Nederlandse link

- IIC is sterk gericht op groei gelet op additionaliteit en Nederlandse link.
- De onderbouwing van de materialiteit van Nederlandse link verbetert weliswaar over de tijd maar zou kunnen winnen aan de kwantificering van de Nederlandse impact.
- De onderbouwing van additionaliteit bestaat uit eenvoudige statements van de toekomstige kredietnemer zelf dat commerciële funding niet beschikbaar is. Een uitgebreidere onderbouwing en heldere vastlegging van additionaliteit kan helpen bij de verificatie en uitleg van het begrip additionaliteit en de noodzaak voor de betrokkenheid van II.
- II besteedt veel tijd aan het structureren van transacties ter verbetering van het risico nadat marktpartijen zijn afgehaakt (additionaliteit). Mogelijk zouden commerciële banken aan een bepaalde finale financieringsstructuur wel degelijk willen deelnemen. De additionaliteit is dan na IIC structurering verdwenen. Dit wordt echter door IIC niet onderzocht.
- Op dit moment heeft II overigens nog geen transacties gesyndiceerd. Syndicering kan helpen bij een efficiënt en effectief kapitaalgebruik.

Kredietorganisatie – Governance

De governance van het kredietproces sluit aan bij een organisatie die in ontwikkeling

Kredietproces



Inrichting governance

- Er wordt een gestructureerd kredietverleningsproces gevolgd en er is een groot aantal richtlijnen geformuleerd dat dit verder invult.
- De 1e en 2e lijn werken nauw samen in de structurering, beoordeling en acceptatie van de individuele posten, zowel binnen als buiten de formele EC en IC meetings. Dit is passend bij een 'can do' mentaliteit van een jonge en op groei gerichte onderneming en maakt kennisoverdracht mogelijk.
- De EC en IC zijn actief betrokken in het kredietproces. De samenstelling van EC en IC en de scheiding van rollen voor wat betreft business en risk is niet altijd duidelijk op te maken uit de minutes.
- Op het moment dat de EC akkoord heeft gegeven wordt op meerdere aspecten due diligence uitgevoerd en veel tijd besteed aan het inhoudelijk beoordelen van het krediet.
- Echter, in de huidige opzet fungeert het EC als een voorportaal van de IC. Daarmee worden enerzijds overwegingen vanuit risk in het EC behandeld anderzijds kan dit leiden tot onduidelijkheid over de rol van zowel commercie als risk in de behandeling van een voorstel in het IC.
- De *risk appetite* is breed geformuleerd en geeft ruimte om de portefeuille te laten groeien. De huidige acceptatienormen voor individuele kredieten zijn vrij generiek, hetgeen ook geldt voor additionaliteit en de Nederlandse link en daarmee ontstaat een vrij breed mandaat.
- Het Limietenraamwerk met betrekking tot concentraties in de portefeuille is vrij absoluut gesteld naar volume maar niet risk sensitief naar bijvoorbeeld klantrating of sector. De landenlimieten zijn daarentegen wel risk sensitief. Verder wordt er bij concentratierisico niet gekeken naar het bruto exposure.
 - Wij adviseren dit limietenraamwerk opnieuw tegen het licht te houden en risk sensitiviteit toe te passen op klanten en sectoren op basis van klantratings.
 - Wij adviseren eveneens de definitie met betrekking tot klantexposure tegen het licht te houden aangezien de twee grootste gecombineerde exposures in het huidige leningenboek samen 53% van het totaal vormen met een exposure van ruim €248m.
- Voor de volledigheid, in het geval van een bijzonder beheer situatie is de nauwe samenwerking tussen 1e en 2e lijn onwenselijk aangezien dan het risico bestaat dat er niet voldoende onafhankelijk geluid kan worden gecreëerd om tot een effectieve behandeling te komen. Algemene procesafspraken zouden hier duidelijkheid kunnen geven.

Kredietorganisatie – Krediet Goedkeuringsproces

Wij zien op dit moment een versterking in de standaardisatie van de krediet-voorstellen en bijbehorende analyse van de eerste lijn in de loop der tijd

Krediet goedkeuringsproces, analyse en kwaliteit van kredietfiles

- In de aanvraagfase worden heldere processtappen gevolgd en krediet-voorstellen (templates) dekken de relevante onderwerpen af. Het gebruikte format is uitgebreid en degelijk. De kwaliteit van de voorstellen neemt toe over de tijd. De eerste files werden sterk bepaald door inbreng/templates van FMO.
- Wij zien op dit moment een versterking in de standaardisatie van de krediet-voorstellen en bijbehorende analyse van de eerste lijn in de loop der tijd. Deze ontwikkeling van standaardisatie lijkt zich ook sterk door te zetten in de pipeline.
- De analyse op de business case indien er geen ECA dekking beschikbaar is kan scherper. Er lijkt vooral te worden geleund op de kwaliteit van de garantsteller.
- De analyse van maar ook de instandhouding van de kwaliteit van de garantsteller (eisen aan kredietwaardigheid) is in sommige gevallen beperkt.
- De analyse met betrekking tot de risico's om, indien nodig, tot de uitbetaling onder een garantie te kunnen komen, kan meer aandacht krijgen in het kredietvoorstel gelet op mogelijke ingewikkelde en langdurige trajecten om zekerheden zoals garanties uit te winnen in bepaalde jurisdicties.
- De analyse van de impact van FX ontwikkelingen op cash flows debiteuren en de lending exposures wordt weliswaar belicht in kredietvoorstellen, maar kan worden uitgebreid in specifieke gevallen waar geen buitenlandse valuta door de lening nemer worden gegenereerd.
- Een belangrijke kanttekening is dat wij geen volledige *Asset Quality Review* hebben uitgevoerd.

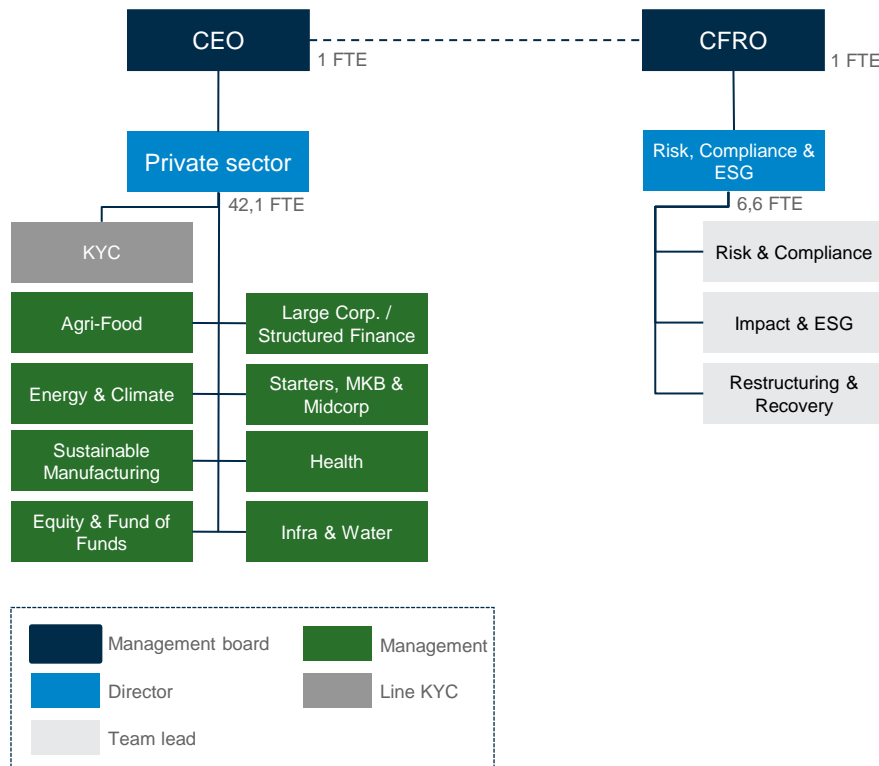
Krediet goedkeuringsproces, analyse en kwaliteit van kredietfiles (vervolg)

- Het inzicht in en analyse van een project met betrekking tot afnamecontracten, constructiecontracten en de specifieke performance daaronder lijkt af te nemen zodra er een ECA-dekking of andere garantie aanwezig is. De analyse lijkt zich dan te verplaatsen naar de ECA-dekking of garant.
- Wij adviseren daarom om het betreffende krediet in zijn geheel te analyseren en niet uitsluitend te richten op terugbetaling vanuit kredietverzekering of garantie.
- Wij adviseren ook om meer aandacht te hebben voor operational risk, FX / market risk (mis-match tussen inkomsten in lokale valuta en de betaling in Euro's) in de analyse en risicobeoordeling van kredieten.
- ESG en het realiseren van SDG doelstellingen vormen een vast onderdeel in de kredietvoorstellen en het kredietverleningsprocessen. Wij hebben kunnen vaststellen dat ESG sterk aanwezig is in de besluitvorming rondom kredietvoorstellen en in het algemeen bewustzijn van II.
- De compliance met KYC-bepalingen vormt eveneens een vast onderdeel van de kredietverleningsprocessen op basis van toereikend beleid en procedures.
- De toepassing van het rating model lijkt uniform te worden toegepast.
- De RAROC berekeningen worden eveneens uniform toegepast.

Kredietorganisatie – Inrichting Organisatie

De kennis en analyse van en structurering met betrekking tot ECA financiering en landenrisico binnen het team is aanwezig en stevig verankerd in de kredietvoorstellen

Kredietverlening (inrichting organisatie IIC)



Team

- Het private sector team (IIC) bestaat uit 42 FTE en dit team kenmerkt zich door enthousiaste, ondernemende *mindset*, en een cultuur van open communicatie en samenwerken met de risk organisatie (7 FTE) die II-breed opereert.
- Het private sector team (IIC) houdt zich bezig met de sourcing en behandeling an financieringsaanvragen alsmede het beheer van de bestaande portefeuille / klantrelaties.
- Het sourcing team bestaat voor 15 FTE uit ervaren team leads. Rond deze team leads wordt op deal-by-deal basis teams geformeerd om individuele aanvragen te behandelen.
- IIC is deels een voortzetting van de activiteiten die FMO met haar NLB-desk uitvoerde. Een groot aantal van de medewerkers heeft ook een achtergrond bij FMO of Nederlandse grootbanken.
- Dit maakt dat IIC een snelle start heeft kunnen maken met het opbouwen van een ervaren team.
- De kennis en analyse van en structurering met betrekking tot ECA financiering en landenrisico is aanwezig en stevig verankerd in de kredietvoorstellen.
- Per kredietaanvraag wordt door IIC een inschatting gemaakt van de diverse gelopen risico's zoals landen-, counterparty risico alsmede van in bepaalde landen opgelegde beperkingen ten aanzien van de uitkering van dividenden. IIC zou beter kunnen vastleggen of de lening nemer voldoende *hard* currency cash-inflows ontvangt om de lening af te lossen en eventueel door ontwikkelingen in Euribor of andere koersschommelingen hiertoe niet meer in staat is.
- We begrijpen uit de gesprekken dat Risk een belangrijke rol heeft gespeeld bij de ontwikkeling van het risicobewustzijn bij de eerste lijn door gedurende het acceptatieproces ook informeel mee te kijken.

Kredietorganisatie – Portefeuillebeheer

Portefeuillebeheer en de uitvoering van scenario analyses over de portefeuille heen zijn nog in ontwikkeling

Risk Identificatie en Measurement

- Met betrekking tot risk measurement wordt altijd het rating model van S&P (was Moody's) voor toekennen van PD ratings en LGD klassen toegepast.
 - Het vaststellen in hoeverre dit model daadwerkelijk passend is voor de portefeuille van II behoorde niet tot de scope van het onderzoek. Er moet hierbij opgemerkt worden dat de portefeuille van IIC sowieso beperkt is in omvang.
 - We hebben niet kunnen vaststellen hoe PD en LGD worden gebruikt in de risicobereidheid, acceptatienormen, monitoring en portefeuillebeheer.
 - Er is sprake van een uniform rating model dat voor verschillende type financiering (project vs export) wordt gebruikt.
- Elk jaar of zoveel vaker als door gedurende het jaar opkomende ontwikkelingen gewenst, vindt een revisie plaats. In geval van een rating van F18 of hoger (special mention) dient deze revisie op halfjaarbasis te worden uitgevoerd of zoveel frequenter als wordt gevraagd. Overigens begrijpen wij dat de monitoring op *forebearance / early warning signals* nog in ontwikkeling zijn dit is ook logisch aangezien de aandacht tot nu toe op portefeuille initiëring lag.
- Er is ook sprake van een beperkt aantal revisies hetgeen het lastig maakt om de monitoring in het kredietproces te valideren. Daarnaast hebben we gebruikelijke amenderingen of verlengingen van leningsovereenkomsten gedurende de looptijd van een krediet nog niet kunnen vaststellen of beoordelen.
- Geen zicht op de gebruikelijke amenderingen. We kunnen de periodieke informatieverplichtingen van de klant aan IIC en Atradius niet beoordelen. Monitoring en informatieverschaffing (bijvoorbeeld op aanvullende voorwaarden vanuit ECA verzekeraar) wordt belangrijker bij een verdere groei van de portefeuille.
- Transaction monitoring is mogelijk een punt van aandacht volgens EY (management).

Portefeuillebeheer

- Risk management lijkt zich op dit moment sterk te richten op uitgebreide risk rapportages en compliance
- Op dit moment is er nog geen sprake van een actief portefeuillebeheer en actieve sturing. Dit is logisch gegeven huidige omvang van de portefeuille maar zal steeds belangrijker worden bij een verdere groei van de portefeuille.
- Verhoogde kans op defaults zouden kunnen ontstaan als klanten, naast de rente, ook (meestal pas na 2 jaar) de eerste aflossingen moeten gaan betalen. Het tijdig kunnen vaststellen van verslechtering in het kredietprofiel wordt daardoor lastiger. Het duidelijk beleggen van de monitoring en de verantwoordelijkheid om te acteren, ook op andere signalen (zoals informatie die de klant doorstuurt uit hoofde van de lening overeenkomst of interne II triggers) dan *payment defaults*, wordt bij een verdere groei van de portefeuille idealiter eveneens belegt bij een portefeuille team.
- Wij begrijpen dat het analyseren van de portefeuille door middel van klant *rating downgrades* in het *Expected Credit Loss* model recent is gestart. We raden aan om deze analyses uit te breiden met bijvoorbeeld scenario analyses om het gedrag van de kredietportefeuille in beeld te brengen. Deze resultaten zouden dan actief kunnen worden gebruikt om aan monitoring en actieve sturing vorm te geven bij een verdere groei van de organisatie / portefeuille.
- Op termijn is daarnaast een helder kader wenselijk om tot een meer gediversifieerde portefeuille qua regio, klant en sector te kunnen komen.

Samenstelling Huidige Portefeuille – Eigen Vermogen (1/3)

De portefeuille van directe investeringen is beperkt gespreid

Portefeuille per 31 December 2023

Leningnemer	Geografie	Sector	Commitment Disbursed	
Equity 1	Nederland	All	15.0	1.7
Equity 2	Afrika	All	10.0	3.8
Equity 3	N/A	Agri-food	2.0	1.0
Equity 4	Wereld	Agri-food	7.0	1.8
Equity 5	Emerging markets	Manufacturing	5.0	2.5
Equity 6	Zuid-oost Azie	Healthcare	9.0	-
Totaal			48.0	10.8

Sourcing

- Potentiële transacties komen via verschillende kanalen naar II, het feit dat IIC een *one-stop-shop* is helpt daar bij.
- Inmiddels zijn 130 opportuniteiten gesourced en hiervan zijn er 67 afgewezen en zes geaccepteerd.
- Daarnaast weten ook Private Equity funds II goed te vinden. II wordt door PE gevraagd om als anker-investeerder op te treden bij het oprichten van nieuwe fondsen. De gedachte is dat een commitment van II bijdraagt aan het overhalen van andere investeerders en daarmee invulling geeft aan de additionaliteit. Daarnaast biedt dit ook de mogelijkheid om potentieel co-investeringen te doen en impact te maken in geografieën waar IIC niet zelf aanwezig is/geen lokale kennis ofwel minder sector kennis heeft
- Fund-in-fund investeringen vragen een ander beheer dan directe investeringen. Gegeven de omvang van IIC is het verantwoord om een afweging te maken van de voor- en nadelen van fund-in-fund investeringen en in hoeverre IIC daar de geëigende partij voor is.

Selectie Fondsinvesteringen

- Er is een investeringspolicy om tot selectie van fondsen te kunnen komen. Hierin is aandacht voor ESG en de Nederlandse link. Ook wordt onder andere aandacht besteed aan het track-record van de fondsmanager, de sector kennis, de samenstelling van de investeringsgroep en de mogelijkheid om te kunnen co-investeren.
- De investeringspolicy kan op invulling voor zowel Nederlandse link, impact en additionaliteit als breed worden gezien. Dit is ook logisch aangezien de nog te ondernemen investeringen door het fonds uiteraard op het moment van commitment door IIC nog niet duidelijk zijn. IIC komt dit overeen in aanvullende afspraken met de fondsmanager.
- De fondsmanagers moeten periodiek kunnen rapporteren met betrekking tot performance en waarderingen van de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt.

Samenstelling Huidige Portefeuille – Eigen Vermogen (2/3)

Het equity team is door IIC zelf opgezet en richt zich op zowel fund in fund als directe investeringen

Introductie

- De equity commitments bestaan voor c.€41m uit commitments aan vier private equity fondsen (€32m en \$10m) en voor €10m uit investeringen in drie bedrijven waaraan drie equity investeringen en een converteerbare lening zijn verstrekt. Het is de intentie om in 2024 c.€50m additionele investeringen te doen en uit te komen op een 40-60% verdeling tussen directe investeringen en fund-in-fund
- De directe investeringsportefeuille is momenteel beperkt gespreid naar regio; sector en de fase (startup vs meer volwassen) waarin de onderneming zich bevindt.
- Alle vormen van kapitaal kunnen worden verstrekt, uitgezonderd senior leningen (om potentiële belangenverstrengeling voorkomen).
- Het betreft een deel van de IIC portefeuille met een hoger risico vanwege het karakter van de investeringen (equity en gerelateerde instrumenten)
- Als gevolg van Staatssteun regelgeving doet IIC alleen minority investeringen (in principe 10 – 25% met reguliere minority rights).
- De gehanteerde definities voor bijvoorbeeld additionaliteit en de Nederlandse link zijn breed en geven daarmee beperkt handvaten om meer gericht het kapitaal in te zetten.
- Met betrekking tot de additionaliteit is er geen directe bewijs beschikbaar dat de ondernemingen waarin momenteel direct geïnvesteerd wordt niet succesvol zouden zijn zonder IIC. Dit geldt ook voor de fondsinvesteringen aangezien er geen heldere uiteenzetting is dat investeringen uit dergelijke fondsen niet zullen plaatsvinden als deze fondsen niet worden gecreëerd.

Fondsinvesteringen

- Bij het commitment aan een private equity fonds spelen een aantal overwegingen een rol. Ten eerste wordt een fondsinvestering als logisch gezien in situaties waar IIC niet de geografische dekking heeft (Zuidoost Azië) of de specifieke sector-kennis ontbeert maar via de investering toch impact kan maken. Ten tweede ziet IIC een rol als zij aanjager voor fondsen die een fondsstrategie hebben die IIC aanspreekt maar die (nog) additionele support zoeken om hun fundraise succesvol te kunnen laten zijn (minimaal €50m realiseren). Ten derde bieden fondsen de mogelijkheid om snel kapitaal in te zetten waarbij IIC middels specifieke afspraken het mandaat en de impact van deze fondsen mede kan bepalen. Het IC keurt de investering uiteindelijk goed.
- De bewerkelijkheid van het sourcen van directe investeringen, het investeringsproces en de uiteindelijke monitoring is significant hoger vergeleken met commitments aan een fund waarbij het gehele selectie en investeringsproces immers door het fund wordt uitgevoerd. Ten slotte creëert men mogelijkheden voor toekomstige co-investments.
- Drie fondsen richten zich voornamelijk op wereldwijde investeringen / regio (Zuidoost Azië). Een fonds is Nederlands-georiënteerd. Via aanvullende contracten met de fund managers is de Nederlandse link en de gewenste impact overeengekomen.

Directe investeringen

- Voor directe investeringen geldt dat IIC samen met een lead investeerder optrekt. Dit zijn over het algemeen strategische partijen of impact investeerder. Ook wordt er naast Invest NL en de verschillende regionale investeringsmaatschappijen geïnvesteerd.
- De drie directe investeringen kunnen allen geclassificeerd worden als startup. Er wordt groei-kapitaal beschikbaar gesteld om verliesfinanciering als gevolg van forse expansieplannen te financieren.
- Instap-waarderingen van de directe investeringen zijn gebaseerd op het realiseren van significante groei. Bestaande aandeelhouders hebben belang bij een hoge waardering om eventuele verwatering te verkleinen. In sommige gevallen is er een zogenaamde *ratchet* afgesproken waarbij het IIC aandelenbelang vergroot wordt als later blijkt dat deze eerder bepaalde waardering te hoog blijkt te zijn geweest.

Samenstelling Huidige Portefeuille – Eigen Vermogen (3/3)

Proces van directe investeringen is intensiever dan het aangaan van een fund in fund commitment

Proces directe investeringen

- Met een investeringspolicy en een heldere processtructuur is het investeringsproces sterk gestandaardiseerd en wordt een duidelijk stappenplan gevolgd.
- Voor de investeringen wordt altijd eerst een analyse op de co-investor en het management team van de investering uitgevoerd.
- Vervolgens wordt hetzij samen met de lead investeerder dan wel op eigen rekening (externe) due diligence uitgevoerd op de specifieke relevante elementen van de business case. Hierover wordt in het IC ook verslag gelegd.
- Gedurende het investeringsproces wordt veel tijd besteed aan het onderbouwen van de assumpties in de waardering. In de daadwerkelijke dealmaking wordt vervolgens gebruik gemaakt van de ratchets om eventuele verschillen in waarderingsverwachtingen te kunnen bridgen.
- Men maakt gebruik van twee externe equity adviseurs met relevante ervaring om te kunnen overleggen. We adviseren om hun advies goed mee te nemen in de uiteindelijke besluitvorming.
- Monitoring performance is per kwartaal / halfjaar. Periodieke (her-)waarderingen van de belangen vinden momenteel nog handmatig plaats.
- Aangezien de drie directe investeringen echte startup ondernemingen zijn is het te verwachten dat additionele kapitaalrondes nodig zijn voordat kasstromen positief zijn. Toegang tot of het hebben van hands-on capaciteit om in dergelijke gevallen adequaat de IIC positie te kunnen beschermen lijkt wenselijk.

Invloed Investeringen

- A.g.v. staatssteun regelgeving, neemt IIC alleen minderheidsbelangen (in principe 10 – 25% met reguliere minority rights).
- Bij directe investeringen wordt een positie in de board genomen om beter te kunnen monitoren op performance en impact.
- Voor gebruikelijke zaken (verwatering; verkoop onderneming; etc.) verkrijgt IIC bij directe investeringen bescherming in een aandeelhoudersovereenkomst.
- Bij indirecte investeringen via een fonds verwacht IIC een adviesrol te kunnen bekleden. Daarnaast heeft IIC invloed op de individuele fondsmanagers invulling op de Nederlandse link, internationalisering en impact overeen in aanvullende documentatie.

Risico/rendement

- Gezien het hogere risico karakter van dit deel van de portefeuille (equity en gerelateerd) wordt een minimaal netto rendement van 5% aan de portefeuille gesteld. Het is logischerwijs lastig de additionele impact objectief vast te stellen en daarop te sturen.
- Individuele tickets liggen voor directe investeringen tussen minimaal €2-10m met de mogelijkheid tot add-on tot maximaal €10-20m, afhankelijk van de volwassenheid onderneming (startup vs meer volwassen). Voor fund-in-fund liggen de commitments tussen minimaal €5-15m maximaal. Deze minimale en maximale commitments zijn enerzijds een afweging tussen bewerkelijkheid en minimale impact, anderzijds gerelateerd aan de omvang portefeuille en het risico van equity investeringen.
- Met betrekking tot de directe investeringen kijkt men, afhankelijk van de fase waarin de investering plaatsvindt (startup vs meer volwassen) naar een money-multiple van 2-8x wat zou moeten resulteren in een IRR van 10-40% op jaarbasis. De inschatting van deze rendementen worden berekend door toekomstige waarderingen te bepalen op basis van parameters uit de financiële forecast. Deze uitkomsten leiden vervolgens tot een bepaalde money-multiple en bijbehorend rendement.
- Met betrekking tot de fund-in-fund is de wens een minimale IRR van 12% op jaarbasis. Hiervoor neemt men de aangegeven rendementsverwachting van de fund manager voor het specifieke fonds over.



7. Risk Management, Governance, Toezicht en Supervisie

Toetsingsraamwerk Effectieve Risk Management Functie (1/5)

Belangrijkste bevindingen

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Risico management	<p>In korte tijd is een vrij robuuste risk organisatie neergezet met de volgende kenmerken:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Een ervaren en competent team met relevante en diverse achtergronden bij banken. ▪ Door de relatief kleine omvang van de organisatie wordt er veelvuldig gecommuniceerd tussen risk en commercie. Er is sprake van een hechte samenwerking, echter het risico kan hierbij ontstaan dat de scheiding van rollen en daarmee onafhankelijkheid van de risk management functie in het geding komt. ▪ Er lijkt sprake van een adequaat systeemlandschap, met o.a. de keuze voor market leading systemen zoals nCino (CRM) / Mambu (core banking) / S&P (rating model) ▪ Ook het grote aantal beleidslijnen getuigt van een stevige ambitie. ▪ Op elementen kan verdere aanscherping worden overwogen: <ul style="list-style-type: none"> – Zo is er bijvoorbeeld geen definitie voor group exposure) niet consequent toegepast (er lijken twee definities voor Definition of Default) en mist daarmee een volledig geformuleerd risk management kader. – Daarnaast geven de beleidslijnen ruimte voor eigen interpretatie. Additionaliteit en Nederlandse link kunnen ruim geïnterpreteerd worden. Dit kan het voor de risk management functie ongewild uitdagend maken om heldere kaders te zetten en te sturen op basis van bijvoorbeeld risk appetite. ▪ We hebben niet kunnen vaststellen hoe de monitoring van belangrijke risico's, zoals risico's met betrekking tot investeringen en transactiemonitoring, zowel op een ad-hoc als op een doorlopende basis plaatsvinden. ▪ Ook zien we grote verschillen in de praktische invulling tussen de risico types: <ul style="list-style-type: none"> – Business (I-ESG) en compliance (KYC) risks zijn volwassen en hebben een eigen structuur en riskmanagement raamwerk (inclusief beleid en procedures). – Non-Financial risk (Operational risk) wordt sinds november 2023 gestructureerd gemanaged (echter nog zonder goedgekeurde operationele risk policy). We vernamen van IIC dat de eerder door EY geconstateerde verbeterpunten inmiddels zijn afgewikkeld. – Financial risks worden samen met de eerste lijn (investment Risk) gemanaged, zonder onafhankelijke risk management beleid. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Herijk het policy landschap met daarbij een focus op het beheersen van investment in de hele <i>investment life-cycle</i> en het terugbrengen van het aantal beleidslijnen om het policy huis beheersbaar te houden en het aanscherpen van de definities te vergemakkelijken. ▪ Beleg het eigenaarschap van de beleidslijnen bij Risk management (bij een aantal ligt deze in de business). ▪ Zorg daarnaast voor een volledige afdekking van de materiële (o.a. investment en Operational Risk) types in het dagelijkse risk management proces ▪ Blijf investeren in adequate monitoring om grip te houden op bestaande maar eventueel ook op opkomende risico's, zeker bij een groeiende organisatie: <ul style="list-style-type: none"> – Operational Risk: Met name Operational Risk Management lijkt thans nog in ontwikkeling. Aangezien IIC een nieuwe organisatie is, grotendeels gevormd uit twee organisaties met een verschillende cultuur is een goede borging van ORM wenselijk. – Financial risk: Bij de verdere groei van de onderneming en met name bij een verandering van de financieringsstructuur zal meer aandacht nodig zijn voor het managen van ALM en de impact van Euribor op de totale verdien capaciteit van IIC.

Toetsingsraamwerk Effectieve Risk Management Functie (2/5)

Belangrijkste bevindingen

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Toezichtregime	<ul style="list-style-type: none"> De huidige RvC lijkt een goede balans van bancaire en maatschappelijke ervaring te hebben. Wij hebben specifiek de rol van de Audit- en Risicocommissies van de RvC en hun visie op het risicomanagement van IIC kunnen bespreken. Er is sprake van een open en constructieve relatie tussen RvC en de CFRO. De vraagstelling en challenge van de RvC Audit- en risicocommissie is kritisch van aard. Besproken zaken en issues worden naar wij begrijpen tijdig opgevolgd. De informatievoorziening is adequaat met betrekking tot de activiteiten, de resultaten en materiele risico's van IIC, met inbegrip van de bijbehorende risicobeheersingssystemen. De risicorapportages zijn grondig en laten door de tijd een duidelijke lijn van verbetering zien en omvatten deze bijvoorbeeld heldere vergelijkingsgrafieken/trendanalyses. Deze rapportages worden regelmatig en tijdig aan de RvC en RvB verstrekt. 	<ul style="list-style-type: none"> Hoewel de huidige RvC een goede balans van bancaire en maatschappelijke ervaring lijkt te hebben, geven we ter overweging mee om in het Audit- en Risicocommissie meer praktische kennis en ervaring met complexe kredietverlening en kredietrisico management op te nemen.
Governance	<ul style="list-style-type: none"> De RvB en het management team bestaan uit vertegenwoordigers van zowel Risk als Business, waardoor strategie, commercie en risicobereidheid sterk met elkaar in contact komen. Hoewel dit de communicatie in een jonge, lerende en op groei gerichte organisatie kan bevorderen, kan mogelijk de onafhankelijkheid van de risk management functie in het geding komen. Er zijn twee managementcommissies, de 'Engagement Committee' en de 'Investment Committee': <ul style="list-style-type: none"> De EC en de IC documenteren de belangrijkste genomen kredietbeslissingen. Zaken die niet worden besproken in de EC of IC worden binnen het Management team geadresseerd. Het EC werkt als een "green light" committee en het IC betreft het uiteindelijk fiatterende orgaan. Aangezien de setting van deze committees hetzelfde is en de deal teams tussen de 1e en 2e lijn nauw samenwerken zouden wij meer onafhankelijkheid tussen commercie en risk adviseren. Dit kan bijvoorbeeld door het EC als een puur commercieel overleg vanuit de 1e lijn in te steken. Bij de oprichting van II is het de intentie geweest om op termijn naar een verbreding van de RvB naar drie leden te gaan. Bij een eventuele bijzonder beheer situatie is vergaande vermenging tussen de 1e en 2e lijn onwenselijk. Zeker ook gezien de mogelijk grote impact van slechts 1 NPL lening op de totale portefeuille en resultaat II. Niet onafhankelijk opereren kan leiden tot ertoe leiden dat voor een suboptimale oplossing wordt gekozen in een specifieke situatie. 	<ul style="list-style-type: none"> Bij grotere financiële instellingen is er een onafhankelijke risicocommissie die zich bezighoudt met zaken als risk appetite, risk management raamwerk en reporting. Om risk management sterker neer te zetten zou II hier op termijn ook voor kunnen kiezen. Daarnaast is inrichting van EC als puur commercieel overleg te overwegen Bij verdere groei van II, maar met name het toenemen van de complexiteit zoals aantrekken van externe funding, eigen credit rating, eigen treasury/FX capabilities, is het te overwegen om de RvB naar drie leden uit te breiden. Daarbij dient ook de positionering van II te worden overwogen. Bijvoorbeeld bij banken kan de toezichthouder namelijk een splitsing tussen CFO en CRO eisen.



Toetsingsraamwerk Effectieve Risk Management Functie (3/5)

Belangrijkste bevindingen

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Externe rapportage	<ul style="list-style-type: none">Er wordt op kwartaalbasis aan stakeholders (MinFin, BZ en RvC) op hoofdlijnen gerapporteerd op de aangegane commitments, disbursements alsmede de P&L.Daarnaast ontvangt het MT op afroep een maandrapportage voor de P&L en balans.Bij elk trekkingsverzoek wordt een liquiditeitsplanning aan MinFin versterkt waarin de liquiditeitsbehoefte en verwachte disbursements op korte termijn worden toegelicht.In de praktijk zien we dat de omvang en diepgang van rapportages sterk afhankelijk van de afspraken hierover met de stakeholders. De diepgang van de huidige kwartaalrapportages van IIC is redelijk licht maar niet ongebruikelijk bij de huidige fase van ontwikkeling van IIC.	<ul style="list-style-type: none">Bij een verdere groei van de organisatie strekt het opstellen van een maandrapportage met YTD/YTG P&L alsmede informatie over de ontwikkeling op portefeuille niveau (funnel, commitments, disbursement etc.) naar sector, continent, performance ter aanbeveling.Wij begrijpen van management dat zij op dit moment een data warehouse inricht dat het gemakkelijker zal maken om periodiek bredere rapportages te maken.

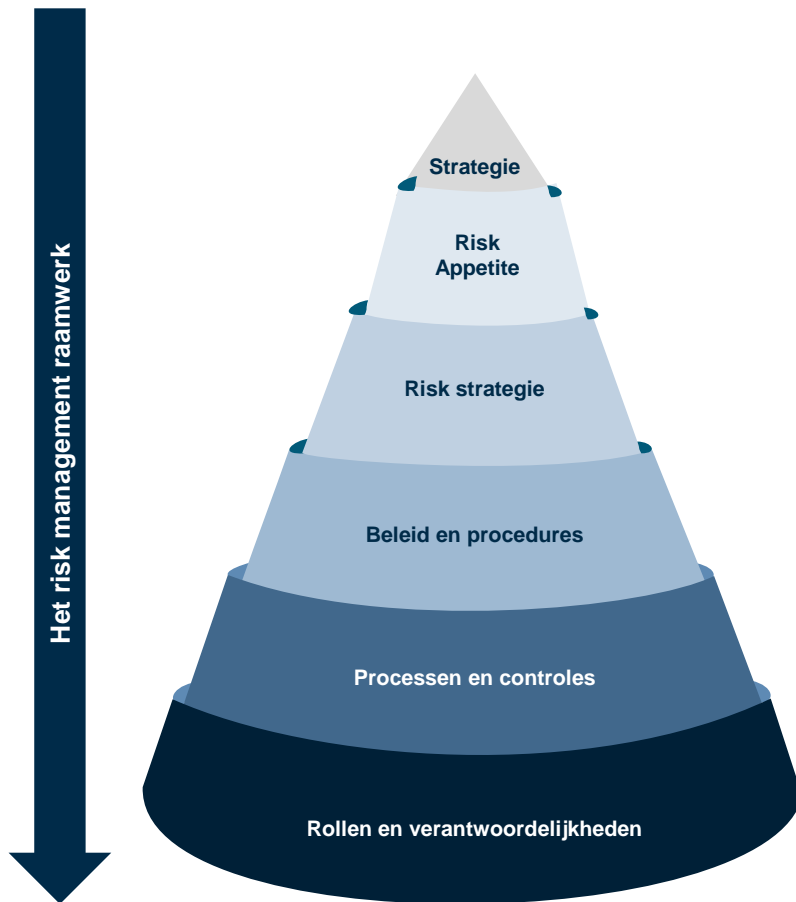
Toetsingsraamwerk Effectieve Risk Management Functie (4/5)

Belangrijkste bevindingen en aanbevelingen

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Toezichtregime	<ul style="list-style-type: none"> De huidige RvC lijkt een goede balans van bancaire en maatschappelijke ervaring te hebben. Wij hebben specifiek de rol van de Audit- en Risicocommissies van de RvC en hun visie op het risicomanagement van IIC kunnen bespreken. Er is sprake van een open en constructieve relatie tussen RvC en de CFRO. De vraagstelling en challenge van de RvC Audit- en risicocommissie is kritisch van aard. Besproken zaken en issues worden naar wij begrijpen tijdig opgevolgd. De informatievoorziening is adequaat met betrekking tot de activiteiten, de resultaten en materiele risico's van IIC, met inbegrip van de bijbehorende risicobeheersingssystemen. De risicorapportages zijn grondig en laten door de tijd een duidelijke lijn van verbetering zien en omvatten deze bijvoorbeeld heldere vergelijkingsgrafieken/trendanalyses. De bovengenoemde rapportages regelmatig en tijdig aan de Raad van Commissarissen ("RvC") en RvB verstrekt. 	<ul style="list-style-type: none"> Hoewel de huidige RvC een goede balans van bancaire en maatschappelijke ervaring lijkt te hebben, geven we ter overweging mee om in het Audit- en Risicocommissie meer praktische kennis en ervaring met complexe kredietverlening en kredietrisico management op te nemen.
Governance	<ul style="list-style-type: none"> De RvB en het management team bestaan uit vertegenwoordigers van zowel Risk als Business, waardoor strategie, commercie en risicobereidheid sterk met elkaar in contact komen. Hoewel dit de communicatie in een jonge, lerende en op groei gerichte organisatie kan bevorderen, kan mogelijk de onafhankelijkheid van de risk management functie in het geding komen. Er zijn twee managementcommissies, de 'Engagement Committee' en de 'Investment Committee': <ul style="list-style-type: none"> De EC en de IC documenteren de belangrijkste kredietbeslissingen die zijn genomen. Zaken die niet worden besproken in de EC of IC worden binnen het Management team geadresseerd. Het EC werkt als een "green light" committee en het IC betreft het uiteindelijk fiatterende orgaan. Aangezien de setting van deze committees hetzelfde is en de deal teams tussen de 1e en 2e lijn nauw samenwerken zouden wij meer onafhankelijkheid tussen commercie en risk adviseren. Dit kan bijvoorbeeld door het EC als een puur commercieel overleg vanuit de 1e lijn in te steken. Bij de oprichting van II is het de intentie geweest om op termijn naar een verbreding van de RvB naar drie leden te gaan. Bij een eventuele bijzonder beheer situatie is vergaande vermenging tussen de 1e en 2e lijn onwenselijk. Zeker ook gezien de mogelijk grote impact van slechts 1 NPL lening op de totale portefeuille en resultaat II. Niet onafhankelijk opereren kan leiden tot ertoe leiden dat voor een suboptimale oplossing wordt gekozen in een specifieke situatie. 	<ul style="list-style-type: none"> Bij grotere financiële instellingen is er een onafhankelijke risicocommissie die zich bezighoudt met zaken als risk appetite, risk management raamwerk en reporting. Om risk management sterker neer te zetten zou II hier op termijn ook voor kunnen kiezen. Daarnaast is inrichting van EC als puur commercieel overleg is te overwegen Bij verdere groei van II, maar met name het toenemen van de complexiteit zoals aantrekken van externe funding, eigen credit rating, eigen treasury/FX capabilities, is het te overwegen om de RvB naar drie leden uit te breiden. Daarbij dient ook de positionering van II te worden overwogen. Bijvoorbeeld bij banken kan de toezichthouder namelijk een splitsing tussen CFO en CRO eisen.

Toetsingsraamwerk Effectieve Risk Management Functie (5/5)

Het volwassenheidsniveau (basis, standaard en gevorderd) is bepaald op basis van onze beoordelingsresultaten, georganiseerd naar 12 capaciteitsgebieden binnen de drie hoofdcomponenten, Bestuur & Organisatie, Proces voor risicobeheer en Middelen. Het niveau van effectiviteit (van "below market practice" naar "above market practice") is gebaseerd op A&M's visie op: Volledigheid; Verantwoordingsplicht; Duidelijkheid; Uitdaging; en Statuur en Autoriteit.



A&M hanteert haar eigen model voor de beoordeling van een risk management raamwerk ('RMR'). Een volwassen RMR bevat de volgende elementen:

- Een duidelijke strategie gekoppeld aan de doelstelling en risk appetite van de organisatie,
- met duidelijke rollen en verantwoordelijken die zijn vertaald naar een adequaat commercieel kader (*first line of defense*) en
- de daarbij horende risk organisatie (*second line of defense*) die terug kan vallen op het beleid en procedures, en processen en controles.
- Tevens dient de rol van (interne) accountant te zijn ingevuld.

Aan de hand van dit model is het Risk Management Raamwerk van II getoetst. Hoe tot een effectieve organisatie te komen en welke stappen daarvoor ondernomen moeten worden door de tijd heen is tijdens de day-1 en day-2 analyses, uitgevoerd door PwC, voldoende belicht.

Onze insteek is dan ook om de bovenstaande vragen te beantwoorden met als referentie het kader dat gebruikt is bij de totstandkoming van II en tevens te kijken naar hoe andere vergelijkbare (internationale) organisaties dit doen. Gezien omvang en korte bestaansperiode van de organisatie begrijpen wij dat deze (nog) niet vergeleken kan worden met een volwassen, gereguleerde bancaire instelling. Deze nuance hebben wij waar van toepassing in onze rapportage aangebracht.

Detail Analyse Governance & Organisatie (1/3)

Beoordeling van het volwassenheidsniveau en het niveau van de effectiviteit van de inrichting.

1.1. Governance, eigenaarschap en risk appetite		1.2. Risk management commissies	
Sterke punten	Verbeterpunten	Sterke punten	Verbeterpunten
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Het Risk appetite framework is veelomvattend en lijkt de materiële risico's van II te adresseren. 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Bij de oprichting van II is het de intentie geweest om op termijn naar een verbreding van de RvB naar drie leden te gaan. ❑ Hoewel de huidige RvC een goede balans van bancaire en maatschappelijke ervaring lijkt te hebben, geven wel ter overweging mee om in het Audit- en Risicocommissie meer praktische kennis en ervaring met complexe kredietverlening en kredietrisico op te nemen. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ De RvB en het MT bestaan uit vertegenwoordigers van zowel Risk als Business, waardoor strategie, commercie en risicobereidheid sterk met elkaar in contact komen. ✓ Er zijn twee managementcommissies, de 'Engagement Committee' en de 'Investment Committee': <ul style="list-style-type: none"> – De EC en de IC documenteren de belangrijkste kredietbeslissingen die zijn genomen – Zaken die niet worden besproken in de EC of IC worden binnen het Management team geadresseerd 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Er is beperkt aandacht voor markt en rente risico binnen IIC (mismatch tussen inkomsten in lokale valuta en de betaling in Euro's). Er is op dit moment ook geen treasury afdeling waar deze risico's zouden kunnen worden gemanaged. ❑ Het EC werkt als een "green light" committee en het IC betreft het uiteindelijk fiatterende orgaan. Aangezien de setting van deze committees hetzelfde is en de deal teams tussen de 1e en 2e lijn nauw samenwerken zouden wij meer onafhankelijkheid tussen commercie en risk adviseren. Dit kan bijvoorbeeld door het EC als een puur commercieel overleg vanuit de 1e lijn in te steken.

Detail Analyse Governance & Organisatie (2/3)

Beoordeling van het volwassenheidsniveau en het niveau van de effectiviteit van de inrichting.

1.3. Structuur en mandaat riskmanagement		1.4. Rollen en verantwoordelijkheden	
Sterke punten	Verbeterpunten	Sterke punten	Verbeterpunten
<ul style="list-style-type: none"> ✓ De Risk Functie is in de basis organisatorisch onafhankelijk van de eerste lijn georganiseerd. Er wordt in de dealteams evenwel nauw samengewerkt tussen de eerste en tweede lijn. Dit bevordert snellere besluitvorming en is logisch in een kleinere en jonge organisatie. 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Het Risk Management Team lijkt niet alle risicodimensies te bestrijken. Zo is er (nog) geen aparte vertegenwoordiger voor Operational Risk (dit wordt momenteel erbij gedaan door het hoofd Risk, compliance en ESG). 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Het 'three lines of defense'-model is geïmplementeerd. ✓ Het RMF is in een vroeg stadium actief betrokken bij het <i>onboarden</i> van nieuwe klanten. Het RMF voorziet het management van relevante risico gerelateerde informatie ✓ Voordat beslissingen over transacties worden genomen, wordt de RMF betrokken bij de evaluatie van de impact van dergelijke transacties op de risk appetite. 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Met de beperkte schaal en omvang van de RMF is het mogelijk ingewikkeld om tot een echte verdeling van rollen en verantwoordelijkheden te komen en te handhaven. Dit blijkt ook uit de actieve rol van risicomanagement in het deal- en kredietacceptatieproces. ❑ Daarnaast zien we logischerwijs niet dat alle risicotypen vertegenwoordigd zijn in de Risk Management afdeling vanwege de beperkte omvang van dit team.

Detail Analyse Governance & Organisatie (3/3)

Beoordeling van het volwassenheidsniveau en het niveau van de effectiviteit van de inrichting.

1.5. Beleid en procedures (ontwerp)		1.6. Risicocultuur, normen en waarden	
Sterke punten	Verbeterpunten	Sterke punten	Verbeterpunten
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Er bestaat een raamwerk voor het risk management waarin alle risk management componenten en processen zijn geïntegreerd ✓ Het management team en de RvC beoordelen het beleid en de procedures die van toepassing zijn op investeringen en risicobeheer en keuren deze goed 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ We merken op dat sommige beleidslijnen nog niet gereviewed zijn sinds de oprichting van IIC. Gegeven het korte bestaan van de organisatie is dit begrijpelijk. ❑ Er is een groot policy huis, maar het aantal risk policies is beperkt. De verantwoordelijkheid voor beleidslijnen is over de eerste en tweede lijn verdeeld, en het grote aantal beleidslijnen is moeilijk te onderhouden met het huidige personeelsbestand. ❑ Op een aantal elementen kan wat meer consistentie / detaillering (in beleidslijnen) worden gerealiseerd <ul style="list-style-type: none"> – De investment risk cycle wordt beschreven in het ESG-beleid. – De definitie van Default staat in het Risk Appetite Framework en in de FR&R-policy. ❑ Investment risk is een belangrijk financieel risicotype voor II. Zowel bij de investment policy als de FR&R-policy is er beperkte aandacht voor de investment lifecycle. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ IIC heeft hoge ethische en professionele normen ontwikkeld en deze worden in de praktijk als leidraad gebruikt; ✓ IIC heeft een risicocultuur ontwikkeld door middel van beleid, communicatie en opleiding van het personeel met betrekking tot de activiteiten, de strategie en het risicoprofiel van de instelling, en past zich aan om rekening te houden met de verantwoordelijkheden van het personeel met betrekking tot het nemen van risico's en risicobeheer. 	<p>—</p>

Proces voor Risicobeheer (1/2)

Beoordeling van het volwassenheidsniveau en het niveau van de effectiviteit van de inrichting.

2.1. Strategie, risicobereidheid en limietstelling		2.2. Risico-identificatie en beoordeling	
Sterke punten	Verbeterpunten	Sterke punten	Verbeterpunten
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Een uitgebreide en goed geformuleerde Risk appetite statement ✓ Een heldere structuur die harde (limieten) en zachte (checkpoints) combineert ✓ De risicobereidheid is duidelijk gedefinieerd in zowel kwalitatieve als kwantitatieve termen, in een goed doordacht en transparant proces. 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Het zou helpen als de limieten voor de risk appetite kunnen worden herleid naar de verschillende beleidslijnen. Bijvoorbeeld: <ul style="list-style-type: none"> – De risk appetite refereert aan bankterminologieën zoals: Default. Consequente en eenduidige definities zijn gewenst – Het concentratierisico wordt bewaakt door de monitoring van posities van individuele debiteuren en niet naar andere posities van dezelfde debiteuren /gerelateerde partijen. Het policy huis bevat echter nog geen definitie van hoe groepsrisico's moeten worden bepaald. ❑ De risk appetite kent duidelijke limieten, maar er lijkt geen vertaling te zijn naar een risk strategie: <ul style="list-style-type: none"> – Het risicobereidheidskader zou baat hebben bij duidelijkere indicatoren per sector / regio. – We hebben niet kunnen vaststellen of er een escalatie-pad of proces is dat aangeeft wat er moet gebeuren als een indicator wordt overschreden. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ De huidige risicobeheerprocessen, op geconsolideerd niveau, houden rekening met een breed scala aan risicofactoren, waaronder zowel bedrijfsspecifieke risico's als externe risico's. ✓ II kan gebruikmaken van haar band met het Ministerie van Buitenlandse Zaken om haar KYC-proces te helpen stroomlijnen, door lokale ambassades een deel van het identificatieproces te laten uitvoeren ('Wwft light'). De externe accountant heeft als onderdeel van de jaarrekeningcontrole van II een KYC-beoordeling uitgevoerd en blijkt geen problemen te hebben geconstateerd. 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Bij verdere groei is het raadzaam voor II om te beoordelen of het noodzakelijk is de beschikking te verkrijgen over een meer geïntegreerd proces voor het identificeren, beoordelen en vastleggen van <i>emerging risks</i> die een impact kunnen hebben op IIC en haar activiteiten.

Proces voor Risicobeheer (2/2)

Beoordeling van het volwassenheidsniveau en het niveau van de effectiviteit van de inrichting.

2.3. Risico rapportage en monitoring	
Sterke punten	Verbeterpunten
<ul style="list-style-type: none"> ✓ De risicorapportage wordt regelmatig en tijdig verstrekt aan de RvB en de RvC en omvat vergelijkende grafieken/gegevens en trends. ✓ De informatie omvat zowel gestandaardiseerde rapporten als ad-hoc rapporten (bijv. een ECL-memo) die betrekking hebben op aanvullende informatievereisten. ✓ Il heeft aangegeven te zijn begonnen met portefeuillebeheer. 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Wij hebben in de praktijk niet kunnen vaststellen hoe de volledige flow voor distressed leningen wordt geïdentificeerd en beheerd. Er wordt verwezen naar Definition of Default, Forbearance, EWI maar deze concepten lijken nog onvolledig: <ul style="list-style-type: none"> - Gegeven het feit dat er nog geen defaults zijn geweest heeft dit logischerwijs nog wat minder aandacht gehad. - Echter gegeven de toenemende omvang en ontwikkeling van de portefeuille is het aan te bevelen hier op korte termijn aandacht aan te besteden ❑ We hebben geen monitoring raamwerk geïdentificeerd voor performing klanten op basis waarvan de tweede lijn toezicht kan houden op portefeuille niveau en belangrijke risico's kan beheren en monitoren.

3.0 Risk Management Resources	
Sterke punten	Verbeterpunten
<ul style="list-style-type: none"> ✓ IIC heeft een aparte afdeling Risicomanagement opgezet en met een ervaren team van kwalitatief hoogstaande professionals. ✓ Mocht de mogelijkheid van externe funding aan de orde komen zou eventueel een afdeling Marktrisico en een afdeling Treasury moeten worden opgezet. 	



8. Financiële Analyse



8.1 Financiële Prognose

Samenvatting (1/2)

Onderwerp	Opmerkingen
Introductie	<ul style="list-style-type: none"> Management heeft in het kader van het verzoek om additioneel kapitaal een prognose opgesteld voor de periode FY24-FY35. Deze prognose is verwerkt in een financieel model met daarin verschillende groeiscenario's en verschillende financieringsscenario's. Management houdt in de prognose geen rekening met dividend betalingen aan de Staat. De prognose is opgesteld op basis van de verwachte beginstanden van de portefeuille naar de verschillende leningstype en aandelen type. Ook de huidige portefeuille en pipeline zijn op geaggregeerd niveau meegenomen (en dus niet de lening-specifieke parameters).
Rol A&M	<ul style="list-style-type: none"> Het opzetten van een prognose of financieel model is geen onderdeel van onze opdracht. Op verzoek van de Staat hebben wij wel geassisteerd bij het verder ontwikkelen van het model door II door middel van het stellen van vragen over de opstelling hiervan. Management heeft deze vragen met ons besproken en voorzover zij de hieruit volgende conclusies relevant vond, deze meegenomen in een volgende versie van het model. Wij accepteren dan ook geen verantwoordelijkheid voor het model. Wij merken op dat een review van de rekenkundige juistheid van het model geen onderdeel was van de reikwijdte van onze opdracht.
Scenario's	<ul style="list-style-type: none"> Management heeft verschillende scenario's van de portefeuille opgesteld, onder andere op basis van de gemiste markt vraag voor leningen aan Nederlandse bedrijven buiten Nederland. Verder heeft Management verschillende financieringsscenario's gedefinieerd variërend van geen additionele financiering boven de afgesproken €833m kapitaal, tot €2,1mrd additionele financiering in een mix van kapitaal en vreemd vermogen. In laatstgenoemde financieringsscenario's kan de IIC de geplande groei van de portefeuille implementeren en wordt IIC niet gehinderd door de beperkingen van financiering. In alle scenario's daar beneden heeft de lagere ruimte een drukkend effect op de groei.
Uitkomsten	<ul style="list-style-type: none"> Om de geplande groei te kunnen realiseren heeft IIC op basis van het "Management scenario" additionele financiering van €2,1mrd nodig. In de door Management voorgestelde structuur, bestaat de additionele financiering voor €0,5mrd uit kapitaal (bovenop de reeds gecommitteerde €833m aan kapitaal) en voor €1.6mrd uit schuld, op netto-basis per Dec35. Het netto rendement op het aandelenkapitaal stijgt naar 3,3%, terwijl de interestlasten over de prognose periode zijn geraamd op c.€244m. In een alternatief scenario wordt alleen aandelenkapitaal van €1,8mrd aangetrokken. Aangezien hieraan geen financieringskosten zijn verbonden resulteert dit scenario naar verwachting in een hoger rendement op het aandelenkapitaal: 3,64%. In het "nul scenario" wordt alleen gerekend met het kapitaal van €833m dat reeds door de Staat gecommitteerd zou zijn, en niet met een additionele financiering. Op basis van de assumptie dat de investeringsportefeuille niet wordt verkocht in de prognose periode, zal in dit scenario het rendement hierop accumuleren in de Reële Waarde (RW) van de portefeuille en binnen het eigen vermogen. Het rendement zal niet converteren naar cash waardoor deze niet beschikbaar komt om nieuwe leningen te verstrekkingen. Als gevolg hiervan wordt in het nul-scenario verwacht dat het aandeel van het eigen vermogen in de portefeuille 42% zal bedragen per December 2035. Dit is een aanzienlijke stijging vergeleken met de geplande portefeuille (groeiscenario's, basis), waar het een maximum van 16% bereikt. Aangezien het rendement op aandelen hoger is dan de rente op de leningen stijgt hierdoor het gemiddelde rendement op de gehele portefeuille. Het netto rendement op het aandelenkapitaal stijgt naar 2,9%.

Samenvatting (2/2)

Onderwerp	Opmerkingen
Basis van opstelling	<ul style="list-style-type: none"> Management heeft een prognose opgesteld voor de periode FY24-FY35 met daarin verschillende groeiscenario's en verschillende financieringsscenario's. Het prognose model is voor het eerst in de bestaansgeschiedenis van II opgesteld in het kader van de beoogde uitbreiding van de financiering. In het model werd gebruik gemaakt van een bepaalde code om circulaire referenties te voorkomen. De prognose is opgesteld op basis van een beginstanden die zijn geaggregeerd naar lening- en aandelentype. Op dat geaggregeerde niveau is de forecast doorgetrokken. De beperking hierbij is dat de huidige portefeuille niet is afgewikkeld op lening-specifieke niveau. Hetzelfde geldt voor de huidige pipeline, die in de prognose niet is meegenomen o.b.v. lening-specifieke parameters, ook niet de gevorderde, nieuw uit te geven leningen.
Provisies en afboekingen	<ul style="list-style-type: none"> Management heeft vereenvoudigende rekenregels toegepast o.a. rondom de mogelijke materialisatie van kredietverliezen. Samengevat worden de bedragen die worden voorzien over de omvang van de lening portefeuille per enig jaar verondersteld te leiden tot een verlies in de volgende periode. Dit is hiermee minder expliciet uit gemodelleerd dan onder IFRS9 wordt voorgeschreven. Onder die richtlijn wordt verwacht dat risico's worden ingeschat naar Stage 1, 2 en 3 en bij migratie tussen de stages heeft dit een impact op de hoogte van de afschrijving. Verwachte kredietverliezen per lening type zijn in de Balans en P&L op non-cash basis in de prognose meegenomen (verliezen vertalen zich in de prognose derhalve niet in cash). In de kasstroomoverzicht echter, worden de effecten van ECL-bewegingen teruggedraaid om een niet-kasimpact weer te geven. Dit impliceert dat in het model geen daadwerkelijke materialisatie van kredietverliezen plaatsvindt: de ontwikkeling van de balans van de leningenportefeuille weerspiegelt dat alle leningen volledig worden terugbetaald. De ontwikkeling van de kasbalans wordt in de prognose verondersteld als volledige 'inning op tijd', conform de veronderstelde gemiddelde looptijd.
Herbeleggen terugbetalingen	<ul style="list-style-type: none"> In het model is verondersteld dat de kasmiddelen die vrij komen ten tijde van terugbetalingen op de leningen accumuleren gedurende het jaar en beschikbaar komen ter besteding in het daaropvolgende jaar. De aandelenportefeuille is verondersteld een non-cash rendement te genereren, waarbij Management er vanuit gegaan dat geen cash rendement wordt 'gerealiseerd' in de prognose periode.
Operationele kosten	<ul style="list-style-type: none"> De operationele kosten zijn voornamelijk in relatie tot de medewerkers, IT kosten, en doorbelastingen van backoffice kosten vanuit de groepsmaatschappijen. In het management scenario wordt i.v.m. het uitgeven van leningen uitgegaan van 10 additionele medewerkers voor een treasury team. Onder het nul-scenario wordt geanticipeerd dat een hoger natuurlijk verloop plaatsvindt in FY26 en FY27 ten gevolge van het feit dat de onderneming meer in een beheersituatie fungeert, waarbij niet langer actief wordt gezocht naar uitbreidingen van het fonds. Dit zou voor veel medewerkers niet langer interessant zijn.
Belangrijkste schattingen door Management van de parameters	<ul style="list-style-type: none"> Op de externe financiering zijn financieringskosten van 65bps verbonden. Daarboven dient ook rekening gehouden te worden met de kosten die verbonden zijn aan de garantie/uitgifte van schuld. Management heeft per uitgezette lening type inschattingen gemaakt voor de verwachte kredietverliezen en een interestmarge, en een netto rendement op aandelen. Deze hebben wij niet gevalideerd of gebenchmarkt. Management heeft een geplande groei van de portefeuille zonder beperking van financiering ingeschat. Daarbij is in ogenschouw genomen wat de maximale markt vraag is, waarbij Management zich heeft gebaseerd op een onderzoek uitgevoerd door PwC Strategy&. Voor onze analyse daarvan refereren wij naar de Marktvraag sectie.

Prognose

IIC heeft een prognose opgesteld en deze vertaald in een financieel model. In het financieel model is een aantal scenario's opgenomen waarin de groei wordt berekend bij verschillende financieringssituaties

Basis van opstelling

- Op 23 januari 2024 hebben wij van IIC een financieel model (versie 50) ontvangen waarin de financiële resultaten voor de periode FY24-FY35 zijn geprojecteerd.
- Management heeft een prognose model opgesteld waarbij de ontwikkeling van de investeringsportefeuille en de impact daarvan op de winst en verlies, balans, en de kasstroom is gemodelleerd. Hierbij zijn verschillende scenario's in ogenschouw genomen. Het model overweegt drie verschillende scenario's, die zijn gebaseerd op een reeks parameters, die worden gekenmerkt door verschillende aannames mbt uitbreiding van de investeringsportefeuille van IIC.
- Belangrijke parameters die in het model worden behandeld zijn financiering, commitments, macro-economische aannames en zowel ontvangen als te betalen rentetarieven. Deze rentetarieven zijn onderverdeeld in Euribor en margecomponenten, die de visie van het management op de inkomstenstructuur en bijbehorende rentekosten weerspiegelen.
- In deze sectie wordt voornamelijk het nul-scenario verder toegelicht. Dit scenario gaat uit van de situatie dat in totaal €833m aan kapitaal ter beschikking is gesteld per einde FY24 die eerder al is toegezegd – waarna geen verdere financiering ter beschikking wordt gesteld.
- Het nul-scenario wordt afgezet tegen het Management scenario waarin additionele financiering van +€2,1mrd per Dec35 is gerealiseerd: twee kapitaalstortingen van €229m in FY25 en €267m in FY26 en netto-schuld van €1,6mrd gedurende FY27-FY35.

Rol A&M

- Het opzetten van een prognose of financieel model is geen onderdeel van onze opdracht.
- Op verzoek van de Staat hebben wij wel geassisteerd bij het verder ontwikkelen van het model door de Onderneming door vragen te stellen over de opstelling hiervan. Management heeft deze vragen met ons besproken en voor zover zij hieruit volgende conclusies relevant vond meegenomen in een nieuwe versie van het model. Wij accepteren dan ook geen verantwoordelijkheid voor het model.
- Wij merken op dat een review van de rekenkundige juistheid van het model geen onderdeel was van de reikwijdte van onze opdracht.

Beperkingen van de Basis van Opstelling

- Huidige portefeuille en pipeline** – In het model is niet de expliciete afwikkeling van de huidige portefeuille en de expliciete opbouw van de (serious) pipeline gemodelleerd. In plaats daarvan is verondersteld dat de samenstelling van de portefeuille in lijn was met de samenstelling van de portefeuille op het moment dat het model voor de eerste keer werd opgesteld, met uitzondering van de eigen vermogen instrumenten die een groter aandeel in de portefeuille opbouwen door herwaarderingen en geen verkopen. Gezien het grootste deel van de portefeuille uit vastrentende waarden bestaat en de inkomsten uit interest als ook de aflossingen met redelijke zekerheid zijn te voorspellen is het een beperking dat het model de expliciete afwikkeling van de huidige portefeuille niet meeneemt.
- Marktvraag** – In het Management scenario (scenario IV-B) worden aan het einde van de prognoseperiode commitments aangegaan van een niveau dat de marktvraag overstijgt (€578m-588m in FY34 en FY35 per model), zoals deze is ingeschat door PwC (€563m onder het 'alternatieve wegingschema', zie p.18 van Strategy& rapport d.d. Sep20, 08_20200922 II Verdieping Marktvraag - Finaal Concept Rapport Sectie 3.pdf).
- FTE verloop** – Het op en afschalen van het personeelsbestand is gerelateerd aan de omvang van de portefeuille. Bij het nul-scenario heeft Management aangegeven dat zij een verloop verwacht van 6 FTE in de twee jaar nadat de groei afvlakt – in het nul-scenario wordt hier naar gerefereerd als de "beheersituatie", i.c. de portefeuille wordt beheerd, maar niet actief verder uitgebouwd. In het model wordt de trigger voor het natuurlijk verloop van de tweede 6 FTE niet geactiveerd, en daarmee nemen de FTE's niet af.
- Geringe uiteenzetting / onderbouwing van gemaakte aannames door Management** – Management heeft per de datum van dit rapport nog geen document opgeleverd waarin de belangrijkste aannames in het model van Management worden toegelicht. Management heeft een 'Business plan 2024' opgeleverd, maar na de verschillende iteraties die van het model zijn opgesteld wijken de in het model gepresenteerde cijfers af van de in het Business plan 2024 opgestelde cijfers. Voorts was de toelichting bij de ontwikkeling van de portefeuille en daaraan gerelateerde financiële prestaties gering.

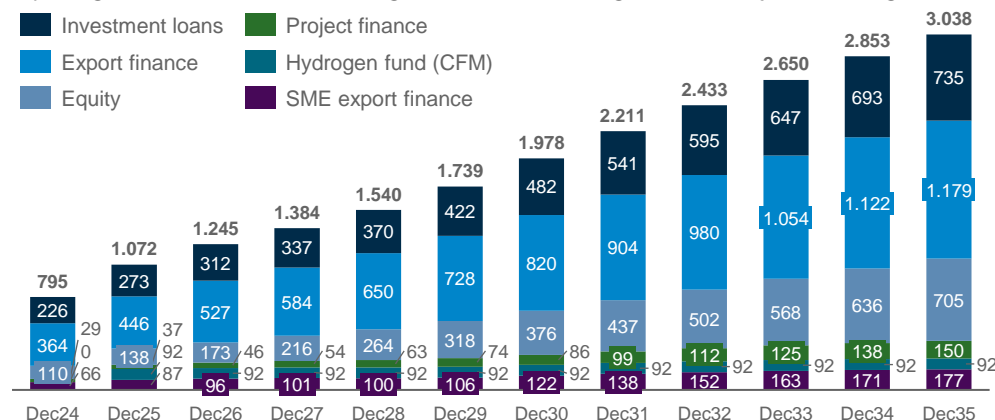


Belangrijkste Aannames

De verwachte jaar-op-jaar groei per investeringsklasse daalt geleidelijk van 30% in FY25 naar 12% in FY35.
De aangenomen marges en ECL reflecteren dat een deel van de leningen wordt verstrekt met een ECA garantie

Geplande Portefeuille (€m –na terugbetalingen: ‘Management Scenario’)

Opmerking: Geplande portefeuille betreft de omvang en samenstelling van de portefeuille zonder beperkingen van beschikbare investeringsruimte. De financierings- scenario's zijn hier van afgeleid.

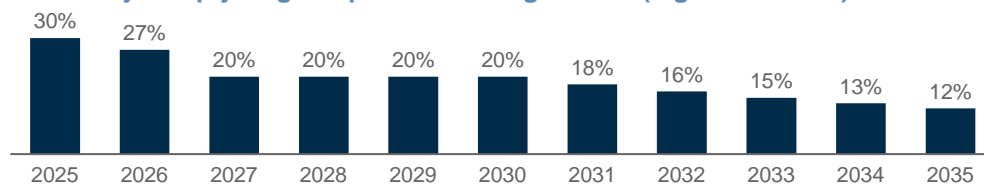


Bron: Sheet 'Growth Scenarios' Model v50
Opm: Totale activa per Dec35 bedragen c. €3,3mrd.

Belangrijke aannames

Type	Nul-Scenario		Groei scenario	
	Marge	ECL	Marge	ECL
Export finance	1.40%	0.35%	1.40%	0.35%
Investment loans	4.25%	2.50%	4.25%	2.50%
SME export finance	1.00%	-	1.00%	-
Project finance	5.00%	2.50%	5.00%	2.50%
Equity	3.2%-6.3%		3.2%-6.3%	
Hydrogen fund (CFM)				
Cash	1.75%		1.75%	
Rente externe leningen	0.65%		0.65%	

Mediaan jaar-op-jaar groei per investeringsklasse (Mgmt Scenario)



Geplande portefeuille

- Management heeft scenario's opgesteld die laten zien wat de groei van de portefeuille zou zijn zonder beperkingen van middelen. Voor iedere investeringsklasse is een jaarlijkse groei ingeschat, die vanaf FY25 voor het merendeel is ingeschat cf. de mediaan die in de grafiek linksonder is weergegeven.
- Voor de jaarlijkse toename die in het model is gepresenteerd onder de verschillende scenario's is dit gemaximeerd op het cash kapitaal wat beschikbaar is. In geval onvoldoende middelen beschikbaar zijn voor de groei potentie in enig jaar, is verondersteld de beschikbare middelen aan te wenden maar niet meer. De respectievelijke groei per investeringsklasse is gegeven de beperking van middelen pro rata t.o.v. de geplande groei.

Belangrijke aannames

- In het financiële model wordt een aantal belangrijke aannames gedaan met betrekking tot de inkomsten en rentekosten (zie middelste tabel). De aannames voor het nul scenario en het Management scenario zijn voor beide scenario's gelijk:
 - De marge (rente opslag) is verondersteld op een gelijk niveau gedurende de gehele prognose periode (FY24-FY35). De marge is per type lening bepaald.
 - De opbrengst op de equity investeringen varieert van 3,2% in FY24 tot 6,3% in FY30-FY35.
 - De verwachte rente marge op kortlopende deposito's is verondersteld op 1,75%.
 - De verwachte kosten voor vreemd vermogen bedraagt 0,65% boven Euribor.
 - De ECL is door Management ingeschat per risicocategorie en wordt berekend over de uitgegeven leningen die niet gedekt zijn door EKG (ECA).

Geprognosticeerde groei

- De groei is voornamelijk gemodelleerd door de samenstelling van de portefeuille vanaf FY25 te extrapoleren met het groeiprofiel per investeringsklasse. Voor het merendeel van de portefeuille zijn dezelfde groei percentages gehanteerd. De grafiek hiernaast geeft de mediaan weer.
- Een uitzondering hierop is het Hydrogenfonds dat eenmalig is gepland voor €80m in FY25.

Uitkomsten – Cash Kapitaal Ontwikkeling | FY24 – FY26

Het verschil tussen de cumulatieve commiteringen die onder het nul-scenario kunnen worden aangegaan versus die onder het Management scenario kunnen worden aangegaan is €267m per Dec25 en €467m per Dec26

Nulscenario

€'m	FY24	FY25	FY26	Totaal
Cash - openings balans	126	140	123	
Kapitaal injectie	336	37	-	
Eind balans depositos / onderpand	(20)	(20)	(20)	
50% van de aflossing	8	32	45	
Undisbursed commiteringen per einde vorige periode	(113)	(110)	(59)	
Beschikbare cash kapitaal	336	80	90	
Gesensitiverde pipeline conversie	(311)	(346)	(290)	(947)
Cash kapitaal overschot / (tekort)	26	(267)	(200)	(441)
Cumulatief		(241)	(441)	

Bron: IIC Projections (2024-2035)_v50.xlsm

Management scenario

€'m	FY24	FY25	FY26	Totaal
Cash - openings balans	126	231	225	
Kapitaal injectie	336	37	-	
Eind balans depositos / onderpand	(42)	(42)	(42)	
50% van de aflossing	8	32	54	
Undisbursed commiteringen per einde vorige periode	(113)	(110)	(107)	
Beschikbare cash kapitaal	314	149	130	
Conversie - per model Mgt	(311)	(346)	(290)	(947)
Cash kapitaal overschot / (tekort)	4	(198)	(159)	(353)

Bron: Core Capital - Portfolio and Pipeline September 2023_v50.xlsm

Committeringen - Nul-scenario	311	80	90	
Minus: Committingen - Management scenario	(311)	(346)	(290)	
Opportunitetskosten	-	(267)	(200)	
Cumulatief		(267)	(467)	

Bron: Core Capital - Portfolio and Pipeline September 2023_v50.xlsm

Kapitaal Ontwikkeling - Management

- In de tabel links is de geprognosticeerde kapitaal ontwikkeling weergegeven voor de FY24-FY26 periode volgens het model van Management per het Nul- en het Management scenario. Wij focussen op deze periode om de korte termijn impact te tonen.
- Management heeft het beschikbare kapitaal op cash basis weergegeven en toegelicht dat aan klanten beschikbaar gesteld kapitaal en het bedrag dat op enig moment is getrokken kan verschillen.
 - Bijvoorbeeld, op Dec23 zijn commitments aangegaan van €505m, terwijl het getrokken kapitaal €460m bedraagt. Het verschil is voornamelijk toe te schrijven aan het verschil in timing van het aangaan van de commitment en het uitzetten van de lening / investering, hetgeen doorgaans later in de tijd geschiedt.
- In het prognosticeren van het beschikbare cash kapitaal in het model wordt eerst de openingsbalans van de cash positie meegenomen en vervolgens
 - Vermeerderd met de trekkingen van het door de Staat beschikbaar gestelde kapitaal in het jaar; en
 - Verminderd met de 'trapped' cash (deposito van €20m voor de lening van het FMO) en de *undisbursed* commiteringen per einde vorig boekjaar. Deze worden in mindering gebracht op het beschikbare kapitaal aangezien deze in de toekomst aan klanten uitgekeerd gaan worden.

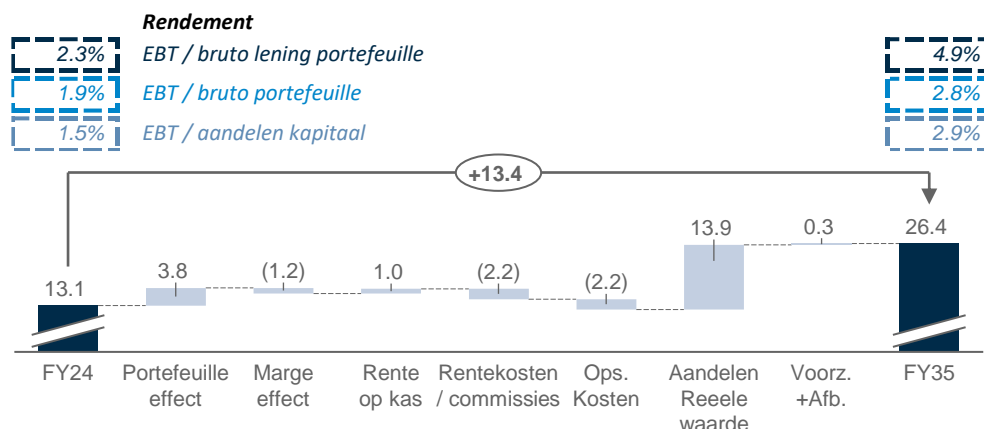
Observaties

- In het Management scenario worden gedurende FY24-FY26 minder nieuwe commitments aangegaan dan aan cash kapitaal beschikbaar is, hetgeen impliceert dat de onderneming niet door kapitaalkrapte wordt belemmerd in de geplande groei. De onderneming plant in dit scenario respectievelijk €311m, €346m, en €290m te committeren en zou na het aangaan daarvan nog positieve 'cash' kapitaal standen rapporteren.
- Het verschil tussen de cumulatieve commiteringen die worden aangegaan onder het nul-scenario kunnen versus het Management scenario is €267m in FY25 en €467m in FY26. De inkomsten gerelateerd aan het niet kunnen aangaan van deze commiteringen onder het nul-scenario kunnen als gemiste opportuniteiten beschouwd kunnen worden.

Uitkomsten – Winst voor Belasting & Rendement

De stijging in de winst voor belasting is voornamelijk gedreven door toename in de portefeuille. In het Management scenario wordt de toename in inkomsten deels teniet gedaan door stijgende kosten van externe financiering

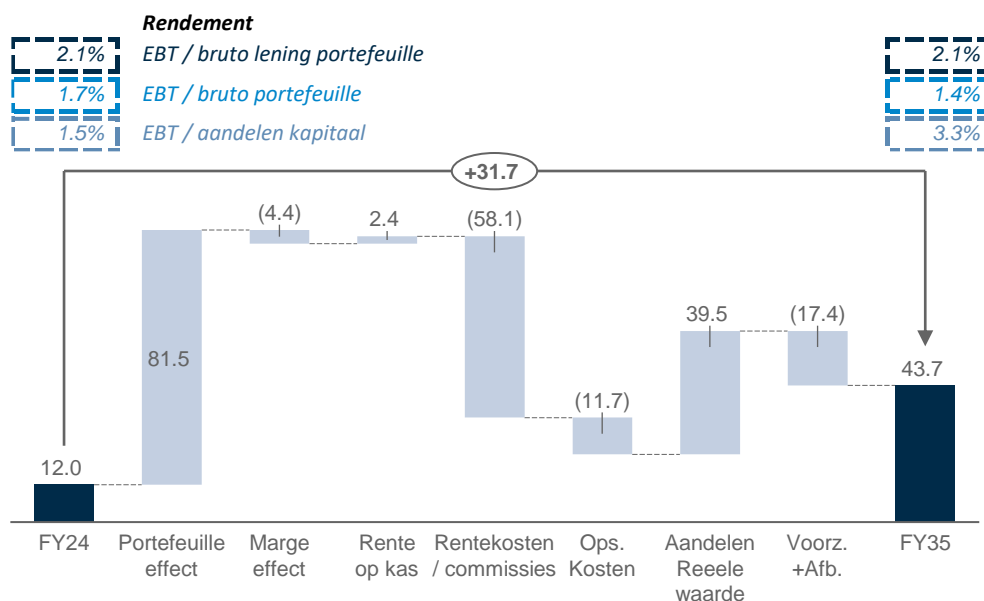
Winst voor belasting – Nul scenario



Winst voor belasting – Nulscenario

- In het Nulscenario neemt het voorgenoemde saldo geringer toe omdat rekening wordt gehouden met de mogelijkheid dat geen additionele financiering wordt aangetrokken. Desalniettemin is in de prognose onder dit scenario een toename gepland van €1,3m.
- De toename is voornamelijk gedreven door de stijging van het balanstotaal (export en project finance) waardoor de inkomsten stijgen met c.€3,8m.
- Het marge effect is voornamelijk gedreven door een lagere rente op exportfinancieringen (c.€0.7m negatief) en investeringsleningen (c.€0,4m negatief). De rente op MKB exportfinancieringen is verondersteld op een stabiel niveau van 1,0%.

Winst voor belasting – Management scenario



Winst voor belasting – Management scenario

- De brug hiernaast geeft de mutaties weer tussen het saldo netto rente en inkomsten uit commissies van FY24 naar FY35. Over deze periode neemt dit saldo toe met €31,7m.
- De toename is voornamelijk gedreven door de grotere portefeuille, waaraan een toename van €81,5m inkomsten aan is toegeschreven.
- Daarentegen daalt de marge, voornamelijk door large rentetarieven voor export financieringen (c.€2,6m negatief), investeringsleningen (c.€1,6m negatief) en project finance (c. €0.2m negatief).
- In dit scenario wordt vreemd vermogen opgebouwd. De hogere rentelasten drukken de voorgenoemde toenames met €54,1m samen met de netto commissies van €4m is de totale impact €58.1m.



8.2 Sensitiviteitsanalyse

Sensitiviteitsanalyse

Door de lagere marge op Export Finance leningen, zou een 30% hogere exposure resulteren in (€38,5)m lagere winst voor belasting. En een 30% lagere marge (meerdere aan interest over Euribor) zou leiden tot €45,5m lagere winst

Sensitiviteitsanalyse | Portefeuille Mix Export Finance en Marge

€'m tenzij anders gepresenteerd

Mix>>	(30%)	(20%)	(10%)	-	10%	20%	30%
Margin~	(30%) 32.4	7.9	(18.0)	(45.5)	(74.4)	(104.8)	(136.7)
	(20%) 30.6	11.7	(8.6)	(30.3)	(53.4)	(78.0)	(104.0)
	(10%) 28.7	15.5	0.8	(15.2)	(32.5)	(51.2)	(71.3)
	- 26.9	19.2	10.3	-	(11.6)	(24.4)	(38.5)
	10% 25.1	23.0	19.7	15.2	9.4	2.4	(5.8)
	20% 23.3	26.8	29.1	30.3	30.3	29.2	26.9
	30% 21.5	30.6	38.6	45.5	51.3	56.0	59.6

IIC Projections (2024-2035)_v50.xlsm (23Jan24); A&M analyse

Sensitiviteitsanalyse

- Het model beschrijft de relaties tussen de verschillende parameters, evenals de waarden die door het Management voor de parameters zijn aangenomen. Op deze en navolgende pagina's worden enkele gevoeligheden van de belangrijke parameters uiteengezet die in samenspraak met MinFin zijn geselecteerd, waaronder Euribor, de mix van Exportfinanciering (gekenmerkt door lagere marges) en Investeringsleningen (hogere marges) en marges.
- De gevoeligheden zijn 'ceteris paribus' gepresenteerd: in de presentatie van elke tabel met gepresenteerde resultaten van de twee gesensibiliseerde factoren wordt er van uitgegaan dat de waarden voor de overige factoren gelijk blijven aan die gepresenteerd onder de Management case.
- Gevoeligheden zijn gepresenteerd als een afwijking op de aannames van het Management, waarbij een gevoeligheid van nul het Management scenario presenteert. Iedere gesensibiliseerde gevoeligheid wordt gepresenteerd als het verschil vergeleken met de Management scenario. (e.g. een gevoeligheid op Euribor van +1,00% reflecteert het geval waarin Euribor in de tabel met sensitiviteiten 1,00% hoger is vergeleken met wat in de Management case wordt gepresenteerd).
- Hoe de range van waarde van de factoren die worden getest is bepaald, wordt verder uiteengezet per sensitiviteiten paar beneden. De gepresenteerde sensitiviteit betreft de som van de jaarlijkse berekende afwijking van de Inkomsten voor Belasting t.o.v. de onder de Management prognose gepresenteerde cijfers over de expliciete prognose periode, FY24-FY35.

Portfolio mix en Marge

- In de tabel links wordt de sensitiviteit van de portfoliomix tussen Export Finance en Investeringsleningen gepresenteerd, en afgezet tegen de sensitiviteit van hogere of lagere te realiseren marges. De sensitiviteiten zijn toegepast op Scenario 1.
 - Mix: Een +10% verschil in mix is berekend als dat in enig jaar de exposure naar Export Finance 10% hoger is, t.o.v. de gepresenteerde EUR Export Finance exposure in de Management prognose. Het corresponderende EUR verschil is in mindering gebracht op de Investeringslening exposure, voor een netto gelijk uitstaand bedrag (commitment) voor de gehele portfolio.
 - Marge: De percentages reflecteren de procentuele afwijking ten opzichte van de onder de Management case veronderstelde marges. De afwijking t.b.v. de te berekenen gevoeligheid is verondersteld gelijk te zijn voor de verschillende aard van de investeringsportfolio.
- Observaties: Bij een 30% lagere exposure naar Export Finance leningen (ten gunste van de exposure naar Investeringsleningen) is de winst voor belasting €26.9m hoger in vergelijking met het Management scenario. Bij een 30% lagere marge is de winst voor belasting €45,5m lager.
- De sensitiviteit van winst voor belasting is symmetrisch wanneer de factoren in isolement worden gestresst (i.e. de uitslagen naar boven en beneden zijn even groot bij gelijke % opwaartse en benedenwaartse stress), maar niet in combinatie.

Euribor & Verwachte Krediet Verliezen / ECL

IIC is in het management scenario gevoeliger voor fluctuaties in Euribor (+/- 150bps) dan ECL (+/-30%). De impact bij +/- 75bps Euribor is €41.8m ten opzichte van c.€56m bij een stijging / daling van de ECL van 30%

Sensitiviteitanalyse | Euribor en Verwachte Krediet Verliezen

€'m tenzij anders aangegeven

		EURIBOR >>						
		(0.75%)	(0.50%)	(0.25%)	-	0.25%	0.50%	0.75%
ECL [~]	(30%)	13.8	27.9	42.0	56.1	70.2	84.4	98.5
	(20%)	(4.8)	9.3	23.3	37.4	51.4	65.5	79.5
	(10%)	(23.3)	(9.3)	4.7	18.7	32.7	46.7	60.6
	-	(41.8)	(27.8)	(13.9)	-	13.9	27.8	41.8
	10%	(60.2)	(46.4)	(32.5)	(18.6)	(4.8)	9.1	22.9
	20%	(78.7)	(64.9)	(51.1)	(37.3)	(23.5)	(9.7)	4.1
	30%	(97.1)	(83.3)	(69.6)	(55.9)	(42.1)	(28.4)	(14.6)

IIC Projections (2024-2035)_v50.xlsm (23Jan24); A&M analyse

Euribor en Verwachte Krediet Verliezen

- De gevoeligheidsrange voor Euribor is -0.75 procentpunten tot +0.75 procentpunten bovenop de door Management veronderstelde Euribor-curve in enig jaar van de expliciete prognose.
 - Management heeft zich voor de interest curve gebaseerd op Bloomberg, een betrouwbare onafhankelijk bron.
 - Voor de Verwachte Kredietverliezen (ECL) wordt de sensitiviteit berekend op een vergelijkbare basis als de gevoeligheid van marge, dus een gelijke % verhoging en verlaging (in de Management veronderstelde ECL vermenigvuldigd met 1+X%, met X de stress factor) over alle investeringsklassen.

Observaties

- Euribor: De winstgevendheid van II is gevoelig voor ontwikkelingen in de Euribor. De schuld instrumenten in de portefeuille zijn allen op 'floating' basis, daarmee is het risico van swings in de benchmark rente niet afgedekt.
 - Het Risico is daarbij dat, in geval de rente hoog is, het krediet Risico (het Risico van dat de lening nemer de rente + terugbetalingen niet gaat kunnen voldoen) in die situatie hoger is.
 - Hoewel de onderneming zowel leningen heeft uitgegeven als vreemd vermogen heeft aangetrokken is de impact op de rente inkomsten groter aangezien de uitgegeven leningen groter zijn dan het vreemd vermogen. Al het andere gelijk verondersteld, is de winst voor belasting van de onderneming €41.8m hoger bij een 0.75ppts hogere Euribor.
- Verwachte Krediet Verliezen zijn €55.9m hoger bij 30% hogere ECL in vergelijking met de door Management veronderstelde ECL (bij gelijke waarden voor andere factoren).

Euribor & Verwachte Krediet Verliezen / Financieringskosten

IIC is in het Management scenario gevoeliger voor fluctuaties in Euribor (+/- 75bps) dan de financieringskosten (+/-45bps). De impact bij +/- 75bps Euribor is €41.8m ten opzichte van c. €34.6m bij een stijging / daling van 45bps op vreemd vermogen

Sensitiviteitanalyse | Euribor en Verwachte Krediet Verliezen

€'m tenzij anders aangegeven

		EURIBOR>>						
		(0.75%)	(0.50%)	(0.25%)	-	0.25%	0.50%	0.75%
Fin. kost~	(0.45%)	(7.2)	6.8	20.7	34.6	48.5	62.5	76.4
	(0.30%)	(18.7)	(4.8)	9.2	23.1	37.0	50.9	64.8
	(0.15%)	(30.2)	(16.3)	(2.4)	11.5	25.5	39.4	53.3
	-	(41.8)	(27.8)	(13.9)	-	13.9	27.8	41.8
	0.15%	(53.3)	(39.4)	(25.5)	(11.5)	2.4	16.3	30.2
	0.30%	(64.8)	(50.9)	(37.0)	(23.1)	(9.2)	4.8	18.7
	0.45%	(76.4)	(62.5)	(48.5)	(34.6)	(20.7)	(6.8)	7.2

IIC Projections (2024-2035)_v50.xlsm (23Jan24); A&M analyse

Sensitiviteit | Euribor en CPI

		EURIBOR>>						
		(0.75%)	(0.50%)	(0.25%)	-	0.25%	0.50%	0.75%
CPI~	(0.75%)	(31.7)	(17.8)	(3.9)	10.0	24.0	37.9	51.8
	(0.50%)	(35.0)	(21.1)	(7.2)	6.8	20.7	34.6	48.5
	(0.25%)	(38.4)	(24.4)	(10.5)	3.4	17.3	31.3	45.2
	-	(41.8)	(27.8)	(13.9)	-	13.9	27.8	41.8
	0.25%	(45.2)	(31.3)	(17.4)	(3.5)	10.4	24.4	38.3
	0.50%	(48.8)	(34.9)	(20.9)	(7.0)	6.9	20.8	34.8
	0.75%	(52.4)	(38.5)	(24.6)	(10.6)	3.3	17.2	31.1

IIC Projections (2024-2035)_v50.xlsm (23Jan24); A&M analyse

Euribor en Financieringskosten

- De gevoeligheidsrange voor Euribor is -0.75 procentpunten tot +0.75 procentpunten bovenop de door Management veronderstelde Euribor-curve in enig jaar van de expliciete prognose.
- Management heeft aangegeven zich te hebben gebaseerd op een betrouwbare onafhankelijk bron voor Euribor prognose data, Bloomberg.
- Voor de financieringskosten (op vreemd vermogen) wordt de sensitiviteit berekend door een stijging / daling van de marge te veronderstellen van -45bps tot +45bps.

Observaties

- De winstgevendheid van II is gevoelig voor ontwikkelingen van de Euribor. De schuld instrumenten in de portefeuille zijn allen op 'floating' basis, daarmee is het risico van swings in de benchmark rente niet afgedekt. Het Risico is daarbij dat, in geval de rente hoog is, het krediet Risico (het Risico van dat de lening nemer de rente + terugbetalingen niet gaat kunnen voldoen) is in die situatie hoger. Hoewel de onderneming zowel leningen heeft uitgegeven als vreemd vermogen heeft aangetrokken is de impact op de rente inkomsten groter aangezien de uitgegeven leningen groter zijn dan het vreemd vermogen. Al het andere gelijk verondersteld, is de winstgevendheid (WvB) van de onderneming €41.8m hoger bij een 0.75ppts hogere Euribor
- Financieringskosten: de impact van risico opslag op vreemd vermogen is - €34.6m hoger bij een stijging van 45 basispunten in de marge (bij gelijke waarden voor andere factoren).



8.3 Historische Financiële Informatie

Winst & Verlies Rekening – Invest International Capital

De ontwikkeling van de cijfers van 2022 naar 2023 is een reflectie van de opbouw van de huidige portefeuille en de ontwikkeling van de organisatie van IIC om verdere groei mogelijk te maken

Winst & verlies rekening - FY22 - FY23FC

€'000	FY22 Act	FY23 FC
Rente inkomsten	2,007	13,300
Rente kosten	(71)	(1,292)
Netto rente inkomsten	1,936	12,008
Netto commissie	442	1,103
Netto omzet	2,378	13,111
Kosten medewerkers	(1,876)	(2,845)
Overige personeelskosten	(417)	(371)
Personeelskosten	(2,293)	(3,216)
Algemene kosten	(329)	(910)
Operationele kosten	(2,622)	(4,126)
Doorbelastingen holding	(2,193)	(3,092)
Doorbelastingen (afdelingen)	(531)	(706)
Doorbelaste kosten	27	23
Netto doorbelastingen	(2,698)	(3,775)
Operationele kosten (incl. doorbelastingen)	(5,319)	(7,901)
Operationeel bedrijfsresultaat	(2,941)	5,210
Mutatie ECL/FV voorziening	(856)	(3,161)
Overige kosten/inkomsten (FX)	(207)	1,275
Afschrijvingen	(9)	(9)
EBT	(4,013)	3,315
KPIs		
Bruto portfolio	93,290	300,454
# FTEs	15.7	20.7
Personeelskosten / FTE	(146.1)	(155.4)
EURIBOR (6M)	0.7%	3.6%
Netto rente marge	4.2%	6.1%
Inkomsten / bruto portfolio	5.3%	7.3%
Operat. kosten (incl. doorb.) / bruto portf.	(11.6%)	(4.7%)
ECL / bruto portfolio	1.0%	1.3%
EBT / brutio portfolio	(4.3%)	1.1%
Kosten / inkomsten	(220.1%)	(63.8%)

Winst & verlies rekening

- De actuele cijfers voor FY23 waren per de datum van de afronding van onze werkzaamheden niet beschikbaar. Voor de verkorte analyse van de resultatenrekening en balans van IIC baseren wij ons op de inschatting voor FY23 zoals opgenomen in de kwartaalrapportage van september 2023.
- Het resultaat voor belastingen (EBT) van IIC neemt naar verwachting toe van €4,0m negatief in FY22 naar €3,3m in FY23FC, een stijging van €7,3m. De stijging in het resultaat is voornamelijk gedreven door de volgende mutaties:
 - Een hogere netto omzet (+€10,7m):
 - Stijging netto rente inkomsten (+€10,1m) met als primaire oorzaak de toename in de portefeuille waarde (€208m). Voor de groei van de portefeuille heeft IIC tevens een externe financiering aangetrokken (lening van €20m met 5,18% rente) om de verstrekking in USD te kunnen doen.
 - In de kwartaalrapportage van Q3-23 heeft management berekend dat de impact van de Euribor stijging c.+€754m bedraagt.
 - Een stijging in de netto commissie (€0,7m) door hogere commissie inkomsten. De commissies bestaan uit fees voor geïmmitteerde gelden (c.1% op het ongetrokken deel). Commissie kosten betreffen de management fee voor fondsinvesteringen (equity)
 - Toename operationele kosten (incl. doorbelastingen) (+€2,6m)
 - IIC's personeelskosten zijn gestegen door enerzijds een toename in het aantal medewerkers (+5 FTE) om de groei te ondersteunen en anderzijds gestegen loonkosten per medewerker (+6,4%). IIC sluit aan bij de CAO banken.
 - Algemene kosten bestaan voornamelijk uit kosten aan IT en adviseurs.
 - Een toename in netto doorbelastingen vanuit de holding en andere entiteiten (+€1,1m) als gevolg van de groei van de portefeuille. Voor meer details verwijzen wij naar de bijlage. Het systeem van doorbelastingen is relatief fijnmazig voor een onderneming van deze omvang, maar lijkt op hoofdlijnen logisch. Wij hebben de allocatie verder niet in detail geanalyseerd.
 - Een stijging in de mutatie ECL/FV voorziening (+c.270%) als gevolg van een stijging in de omvang van de portefeuille (+c.220%). De portefeuille is op dit moment nog sterk in ontwikkeling waardoor er weinig ervaringsdata beschikbaar zijn over de risicokosten van de portefeuille.
 - Overige kosten/inkomsten (FX) bestaan uit rente op de deposito rekening. De FX component is beperkt vanwege de cap op USD leningen van \$40m.

Balans – Invest International Capital

De balanswaarde van IIC is gestegen van €217m op Dec22 naar €442m op Sep23 (+104%) vanwege een toename in uitgevoerde investeringen in schuldpapier €220m en equity

Balans - Dec22 - Sep23

€'000	Dec22 Act	Sep23 Act
Activa		
Leningen (u/g)	95,415	317,016
Voorziening ECL	(1,485)	(4,485)
Geamortiseerde kosten	(1,238)	(2,762)
Investerings (schuldpapier)	92,692	309,768
Investerings (equity)	1,803	6,223
Financiële vaste activa	94,496	315,991
Materiële vaste activa	15	8
Vaste activa	94,510	315,999
Kas en bankgelden	120,824	119,110
Te ontvangen rente	806	5,261
Debiteuren	17	627
Te vorderen BTW	33	62
Overige vlottende activa	533	463
Vlottende activa	122,212	125,523
Activa	216,723	441,523
Passiva		
Eigen vermogen	(194,794)	(417,920)
Langlopende schulden	(20,486)	(21,421)
Schulden aan gerelateerde partijen	(972)	(750)
Crediteuren	(258)	(197)
Personeels gerelateerde schulden	(41)	(379)
Overige kortlopende schulden	(172)	(855)
Kortlopende schulden	(1,443)	(2,182)
Passiva	(216,723)	(441,523)

Balans

- In de naastgelegen tabel wordt de balans van IIC weergegeven. De cijfers van Dec22 zijn gecontroleerd als onderdeel van de audit van Invest International. Voor Dec23 was dit per de datum van dit rapport niet beschikbaar. Zodoende is de laatst beschikbare opgestelde balans per Sep23 weergegeven.
- Immateriële vaste activa** (€310m) bestaan per eind september 2023 uit:
 - Leningen (u/g): verstrekte leningen (disbursed leningen). De leningen staan tegen geamortiseerde kostprijs op de balans;
 - Voorziening ECL: voorziening voor potentieel verlies op de leningen. Wij hebben begrepen dat een stress test is uitgevoerd waaruit blijkt dat bij 1-notch verslechtering van de ratings over de gehele portefeuille de voorziening met €4m verhoogd dient te worden;
 - Investerings (equity): voor verder details verwijzen wij naar het hoofdstuk betreffende "Krediet organisatie + Risk reward"
- Vlottende activa** bestaan voornamelijk uit:
 - Kas en bankgelden (€119m) die aangewend worden om te voldoen aan toekomstige disbursements. De onderneming is per Dec23 €505m commiteringen aan gegaan waar het €460m aan leningen had uitgezet. Het verschil is nog te uit te zetten. Management heeft geadviseerd ongeveer 25-30% aan kasmiddelen te willen aanhouden om swings in de kaspositie tgv terugbetalingen en nieuwe uitzettingen te kunnen ondervangen;
 - Te ontvangen rente (€5.3m) op de uitgegeven leningen;
 - Debiteuren (€0.6m). Op Sep23 is er een voorziening voor dubieuze debiteuren van €68k;
 - Overige vlottende activa (€0.5m). Voornamelijk gekapitaliseerde commitment fee (€0.2m) en vooruitbetaalde kosten (€0.1m).
- Eigen vermogen** is toegenomen van Dec22 naar Sep23 als gevolg van een kapitaal injectie van €220m.
- Langlopende schulden** betreft een lening in USD (\$20m) bij FMO ter financiering van een verstrekking in USD.
- Kortlopende schulden** kan als volgt worden toegelicht:
 - Schulden aan gerelateerde partijen bestaan uit schulden aan Holding (c.€0.3m), II PP (c.€0.2m) en II D (c.€0.2m) m.b.t. doorbelaste kosten.
 - Overige kortlopende schulden betreffen voor €0.4m te betalen salarissen en voor €0.8m nog te verwerken posten.



8.4 Kwaliteit van de Financiële Informatie

Kwaliteit van de Financiële Informatie – Aanbevelingen

II rapporteert aan stakeholders op kwartaal- en jaarbasis. Op maandbasis wordt er aan het MT gerapporteerd. Wij adviseren om de kwartaal rapportages uit te breiden en deze om te zetten naar uitgebreide maandrapportages

Huidige situatie

IIC's financiële team stelt drie soorten rapportages op om te rapporteren aan verschillende stakeholders:

- **Maandrapportages** betreffen informele rapportages met als doel informatie verschaffing richting de CFRO. Deze rapportage bevat de resultatenrekening met beperkte toelichting.
De maandrapportage wordt ingebracht ter informatie bij het Management Team overleg. Daarnaast worden de maandrapportages over het algemeen gedurende de zomer niet opgesteld.
- **Kwartaalrapportages** zijn formele rapportages die verstrekt worden aan de RvB, RvC (Audit & Risk comité), MinFin en BZ.
De kwartaal rapportages bevatten informatie over de financiële resultaten van de afgelopen periode (winst & verlies rekening) inclusief toelichting, vergelijking met budget en KPI's en status van de lening en equity portefeuille (gecommitteerde en disbursed bedragen).
- Wij hebben inzicht gehad in een **liquiditeitsprognoses** ter onderbouwing van de toekomstige trekkingen waarin per week de verwachte commitments zijn weergegeven.
- **Jaarrapportage** (jaarrekening): is de meest uitgebreide rapportage en bevat uitgebreide informatie (inclusief toelichting) over de ontwikkelingen van het afgelopen jaar.
Deze rapportage wordt beschikbaar gesteld aan de RvC, SB, Audit & Risk comité, MinFin, BUZA en overige belanghebbenden. Daarnaast is de jaarrekening beschikbaar voor externe partijen door publicatie op de website.

Basis doorbelastingen

De allocatie van de doorbelaste kosten vanuit de holding gaat op basis van verschillende verdeel sleutels:

1. kosten die direct toewijsbaar zijn worden direct toegewezen,
2. kosten worden doorbelast op basis van de deal activiteit,
3. doorbelasting op basis van # Fte's (bijvoorbeeld IT, HR en facilitair) en
4. een combinatie van een vaste verdeel sleutel (50%) en deal activiteit (50% - bijvoorbeeld Management en finance).

Jaarlijks wordt de verdeelsleutel beoordeeld en herzien indien nodig.

Aanbevelingen

- Wij hebben geconstateerd dat de kwaliteit en de informatie zoals gepresenteerd in de kwartaal rapportages is verbeterd.
- Daarnaast is heeft Management ons verteld dat de kwaliteit van de rapportages verder zal worden ontwikkeld zodra het datawarehouse is geïmplementeerd. Hier wordt op dit moment aan gewerkt en de implementatie is binnen afzienbare tijd afgerond
- Onderstaand treft u onze aanbevelingen met betrekking tot de verdere verbetering van de kwartaal rapportages aan:

Financial risk / Volatiliteit resultaten

- Sensitiviteit op Euribor ontwikkeling en impact op outturn als toevoeging op de blootstelling aan rente fluctuaties;
- Euribor ontwikkeling in % t.o.v. budget.

Beschikbaarheid kapitaal / cash

- Hoeveel kapitaal is er nog beschikbaar in toevoeging tot de huidige verstrekkingen portefeuille.

Pipeline / conversie

- Update van de pipeline inclusief de waarschijnlijkheid dat de leningen vallen en de timing daarvan;
- Lead conversie per maand.

Samenstelling portefeuille

- Exposure per geografie en sector;
 - ECA dekking;
 - Ontwikkelingen per lening / exposure.
- Daarnaast adviseren wij om de maandrapportages een formelere status te geven. Wij begrijpen dat er op twee niveaus budget verantwoordelijkheid wordt geven (i) targets voor verschillende managers en (ii) kosten en commitments.

Kwaliteit van de Financiële Informatie – Interne Doorbelastingen (1/2)

De overhead functie wordt vervuld door de holding. De kosten worden doorbelast aan de verschillende entiteiten op basis van verdeelsleutels die jaarlijks worden herzien, indien nodig

Afdeling (kostenpost)	Toewijzing-methode	Overwegingen betreffende de methodologie
Marketing en communicatie (KP 150.01)	Gelijk en deal-resultaten	Marketing is deels bedrijfsbreed, maar heeft ook deels te maken met de omvang van de bedrijfsactiviteiten en zou daarom moeten worden gebaseerd op gelijke en behaalde resultaten.
HR (KP 140.01)	FTE	Er is een duidelijke correlatie tussen HR-kosten en het aantal werknemers.
Risico, compliance en IESG (KP 210.01)	Dealresultaten	De hoeveelheid inspanning en ondersteuning van deze afdeling hangt samen met de kernactiviteiten en zou daarom uitsluitend gebaseerd moeten zijn op behaalde resultaten.
Financiën, rapportage en operaties (KP 220.01)	Gelijk en dealresultaten	De meeste activiteiten zijn bedrijfswijd, maar toenemende output in dochterondernemingen vergt meer inzet van financiële en operationele afdelingen. Het moet dus gebaseerd zijn op gelijke en gerealiseerde resultaten. Het operationele team registreert al uren voor dealprojecten vóór toewijzing, dit betreft enkel de overige kosten.
IT en verandering (KP 230.01)	FTE	Het merendeel van de IT-activiteiten heeft betrekking op IT-ondersteuning en systeemontwikkeling. De systeemontwikkeling heeft betrekking op systemen die door het hele bedrijf worden gebruikt. Medewerkers zouden een geschikte sleutel moeten zijn om de IT-kosten toe te wijzen.
Juridisch en inkoop (KP240.01)	Dealresultaten	De inspanningen van de juridische en inkoopafdelingen komen overeen met de kernactiviteiten van de dochterondernemingen en zouden daarom gebaseerd moeten zijn op behaalde resultaten.
Faciliteit (algemene diversen) (KP 400.01)	FTE	Facilitaire kosten bestaan uit algemene kantoorkosten en hangen voornamelijk samen met het aantal werknemers.
Management (KP100.01 en KP 200.01)	Gelijk en dealresultaten	Het management houdt toezicht op de gehele organisatie, maar is ook meer betrokken bij de meest significante deals en zou daarom deels gekoppeld moeten worden aan de output van deals.
Overig	Handmatig	Specifieke kosten kunnen handmatig worden verdeeld tussen de entiteiten indien nodig.



Kwaliteit van de Financiële Informatie – Interne Doorbelastingen (2/2)

De overhead functie wordt vervuld door de holding. De kosten worden doorbelast aan de verschillende entiteiten op basis van verdeelsleutels die jaarlijks worden herzien, indien nodig

Kostentoe wijzingsmethode	IIP – Private Sector MKB (120.02)	IIP – Publieke Sector (130.02)	IIC (120.03)	IID (110.04)	IIIM (160.07)
Dealresultaten	17%	47%	35%	1%	0%
Gelijk en dealresultaten	18%	33%	28%	11%	10%
FTE	26%	35%	26%	13%	0%

Afdeling	IIP – Private Sector MKB (120.02)	IIP – Publieke Sector (130.02)	IIC (120.03)	IID (110.04)	IIIM (160.07)
Marketing en communicatie	18%	33%	28%	11%	10%
HR	26%	35%	26%	13%	0%
Risico, compliance en IESG	17%	47%	35%	1%	0%
Financiën, rapportage en operaties	18%	33%	28%	11%	10%
IT en verandering	26%	35%	26%	13%	0%
Juridisch en inkoop	17%	47%	35%	1%	0%
Faciliteit (algemene diversen)	26%	35%	26%	13%	0%
Management	18%	33%	28%	11%	10%



9. Financieringsopties

Belangrijkste Bevindingen en Aanbevelingen

Financieringsopties

Onderwerp	Bevindingen	Aanbevelingen
Implicaties aantrekken van vreemd vermogen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Een high-level desktop analyse geeft aan dat externe financiering begin 2025 haalbaar is via een divers pallet aan financieringsinstrumenten. ▪ Criteria waarop de verschillende financieringsopties zijn beoordeeld, zijn onder andere schaalbaarheid, complexiteit, doorlooptijd, verwachte appetite in de markt, financieringskosten en kosten voor het opzetten van de financiering. ▪ Een (gedeeltelijke) overheidsheidsgarantie is benodigd om de financiering tegen economisch aantrekkelijke condities aan te kunnen trekken, naast een credit rating op IIC of op de aan te trekken lening. ▪ Als meest haalbare financieringsopties worden het uitgeven van een publieke obligatie, een bilaterale lening of het syndiceren van het door de ECA gegarandeerde risico gezien. ▪ De leverage ratio van IIC moet ook in de toekomst op een redelijk niveau blijven om externe financiering haalbaar en aantrekkelijk te houden. ▪ IIC zal een vergoeding moeten betalen voor de te ontvangen garantie van de overheid. ▪ De te ontvangen lening heeft een RW van 0% voor de te ontvangen banken, enkel op het niet gegarandeerde deel zal kapitaal moeten worden aangehouden. ▪ Verwachte kosten zijn c.65-85bps boven de basisrente. Een gemengd tarief van 65–85 bps lijkt haalbaar onder de juiste marktomstandigheden, waarvoor ook een staatsgarantie met een geschatte kostprijs van 20bps vereist is. ▪ Een eerste financiering zal iets duurder zijn dan vervolgtrekkingen. Hiermee is rekening gehouden in bovenstaande range. ▪ Het aantrekken van de financiering heeft een doorlooptijd van circa 3 tot 9 maanden, afhankelijk van het gekozen financieringsinstrument. ▪ In de desktop analyse is als uitgangspunt het financieren van het bestaande boek genomen. Het financieren van nog te initiëren leningen is complexer en daarnaast waarschijnlijk minder aantrekkelijk qua voorwaarden. De opgehaalde financiering kan wel gebruikt worden om nieuwe initiëring te financieren. ▪ Marktomstandigheden kunnen wijzigen, hetgeen ook de haalbaarheid en/of aantrekkelijkheid van externe financiering negatief kan beïnvloeden. ▪ Om meer zekerheid te krijgen omtrent de pricing, tijdlijnen en haalbaarheid, zou een market sounding uitgevoerd moeten worden. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Wij raden aan de meest aantrekkelijke financieringsopties nader te onderzoeken, met het oog op het aantrekken van een of meerdere bronnen van financiering in 2025, en op deze manier te zorgen voor efficiënte toegang tot financiering voor IIC. Het daadwerkelijk testen van de markt via een market sounding is aan te raden om beter inzicht te krijgen in appetite, pricing en tijdlijnen. ▪ Parallel aan bovenstaande is het nader uitwerken van de garantiestructuur raadzaam, gegeven het belang van de garantie bij verschillende financieringsinstrumenten.

Financieringsopties (1/2)

Gebaseerd op enkele basisaannames hebben we de mogelijkheden beoordeeld om externe financiering aan te trekken

- Een van de scenario's van IIC die we hebben beoordeeld, is het scenario waarin externe financiering wordt verkregen, als alternatief voor volledige (staats)eigen vermogensfinanciering om verdere groei te financieren.
- Onze high-level desktopanalyse toont aan dat het verkrijgen van externe financiering een reëel scenario is. Gebaseerd op de huidige omvang van het boek en onze ervaring met relevante financieringspartijen achten we het aantrekken van externe financiering reeds haalbaar in begin 2025.
- We zien momenteel 3 externe financieringsopties die efficiënt, schaalbaar en uitvoerbaar lijken op de korte termijn:

Uitgifte van openbare obligaties (80% gegarandeerd)

Bilaterale lening (80% gegarandeerd)

Syndicatie van ECA-gegarandeerd risico

- Op de volgende pagina zijn de voor- en nadelen, verwachte prijsstelling en verwachte doorlooptijd nader uitgewerkt.

Een (gedeeltelijke) overheidsgarantie is essentieel om de financiering te laten werken

Belangrijkste aannames gebruikt bij het beoordelen van de verschillende financieringsopties:

- De leverage ratio van IIC zal ook in de toekomst op een redelijk niveau moeten liggen, resulterend in een (impliciete) single A rating.
- De overheid zal een gedeeltelijke garantie (80%) verstrekken, dus een deel van de financiering is gegarandeerd (80%) en een deel is ongedekt (20%). IIC zal een vergoeding moeten betalen voor deze garantie.
- Als basis voor de verwachte kosten voor deze garantie is een vergelijking gemaakt met de CDS-markt.
- Voor het gegarandeerde deel van de lening wordt een 0% RW aangenomen, de kosten voor de financierende banken zijn dan voornamelijk de kosten van de leverage ratio voor de banken.
- Het object van financiering is het bestaande boek. Financiering verkrijgen op de toekomstige productie is ook mogelijk, echter wel complexer en tijdrovender. De verkregen financiering kan worden gebruikt om de pijplijn te financieren.
- Onze analyse is gebaseerd op de huidige marktomstandigheden. Prijsstelling en/of beschikbaarheid van externe financiering kunnen veranderen door veranderende marktomstandigheden.
- Er dient een grondiger marktverkenning uitgevoerd te worden om volledig inzicht te krijgen in de interesse, prijsstelling en tijdlijnen. Daarnaast kan de prijsstelling worden vergeleken met de financiering van andere relevante banken.

Financieringsopties (2/2)

IIC kan via verschillende financieringsinstrumenten geld uit de markt halen, waarbij een (gedeeltelijke) staatsgarantie cruciaal is om dit op een efficiënte wijze en tegen een gunstige prijsstelling te realiseren

Uitgifte van openbare obligaties @ 80% gegarandeerd	Bilaterale lening @ 80% gegarandeerd	Syndicatie van ECA-gegarandeerd risico
<ul style="list-style-type: none"> ✔ Draagt bij aan de verdere bekendheid en aanwezigheid van IIC bij investeerders ✔ Diversificatie van financiering ✔ Complex proces ontwikkelt IIC's marktgerichte capaciteiten ✔ Schaalbaar op lange termijn 	<ul style="list-style-type: none"> ✔ Makkelijk identificeerbare potentiële beleggersbasis onder banken en overige investeerders ✔ Zeer flexibel - gegarandeerde en niet-gewaarborgde componenten kunnen afzonderlijk of samen worden gefinancierd (of gefinancierd met eigen vermogen) ✔ Efficiënte prijsstelling ✔ Korte doorlooptijd ✔ Gemakkelijk schaalbaar 	<ul style="list-style-type: none"> ✔ Makkelijk identificeerbare potentiële beleggersbasis onder banken en overige investeerders ✔ Kosteneffectief ✔ Korte doorlooptijd ✔ Bouwt marktrelaties op voor IIC ✔ Hergebruik van kapitaal voor herinvestering, verhoogt operationele hefboomwerking ✔ Verhoogt focus op additionaliteit
<ul style="list-style-type: none"> ❗ Complex regelgevend en operationeel proces ❗ Lange doorlooptijd ❗ Potentieel hoge structureringskosten bijv. door externe ratings ❗ Beperkte interesse in de markt voor kleinschalige uitgifte betekent een mismatch tussen implementatiesnelheid en schuldfinanciering ❗ Kosten afhankelijk van niveau van staatsgarantie 	<ul style="list-style-type: none"> ❗ Kosten voor de financiering van niet-gewaarborgde component ❗ Ontwikkelt IIC's bredere marktkennis of aanwezigheid niet (private transactie) 	<ul style="list-style-type: none"> ❗ Vereist diepgaand begrip van potentiële syndicatieprijzen en -voorwaarden en partneridentificatie
<p>Prijsstelling: De markt moet worden getest om meer comfort te krijgen over de vereiste marge boven basisrente. Een gemengd tarief van 65–85 bps lijkt haalbaar onder de juiste marktomstandigheden, waarvoor ook een staatsgarantie met een geschatte kostprijs van 20bps vereist is.</p>	<p>Prijsstelling: De markt moet worden getest om meer comfort te krijgen over de vereiste marge boven basisrente. Een gemengd tarief van 65–85 bps lijkt haalbaar onder de juiste marktomstandigheden, waarvoor ook een staatsgarantie met een geschatte kostprijs van 20bps vereist is.</p>	<p>Prijsstelling: Prijsstelling waarschijnlijk in lijn met prijzen voor ECA-leningen. Verschillen in timing en risicoperceptie kunnen leiden tot financiering boven, onder of tegen par.</p>
<p>Verwachte doorlooptijd: 9 - 12 maanden voor de eerste uitgifte, volgende uitgiftes zullen kortere doorlooptijden hebben.</p>	<p>Verwachte doorlooptijd: 4 - 8 maanden voor het bestaande boek.</p>	<p>Verwachte doorlooptijd: 3 - 6 maanden voor het bestaande boek.</p>

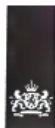
Wij raden aan om via een marktverkenning de meest aantrekkelijke financieringsopties nader te onderzoeken, met het oog op het aantrekken van een of meerdere bronnen van financiering begin 2025, en op deze manier te zorgen voor efficiënte toegang tot financiering voor IIC. Hierbij dient wat ons betreft de focus te liggen op het onderzoeken van een bilaterale lening. Daarnaast kan overwogen worden om een creditratingproces te starten. Parallel hieraan kan een traject inzake de staatsgarantie worden opgestart.



Appendices



A. Contract



**Nadere overeenkomst bij Raamovereenkomst
Project Flex II
op basis van de ARVODI-2018**

tussen

**het ministerie van Financiën
directie Financieringen**

en

**Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group
B.V.**

inzake

**Appreciatie Kapitaalverzoek Invest
International**

**met kenmerk
201865007.603.020**



Uitvoering Raamovereenkomst Project Flex II met kenmerk 201865007.603

Nadere overeenkomst perceel 2 inzake Appreciatie Kapitaalverzoek Invest International

**Verplichtingsnummer: FINAN-20915
Kenmerk Nadere overeenkomst: 201865007.603.020**

De ondergetekenden:

1. De Staat der Nederlanden, waarvan de zetel is gevestigd te Den Haag, te dezen vertegenwoordigd door de minister van Financiën, namens deze, de directeur Financieringen, mevrouw drs. B.E. Solleveld, hierna te noemen: Opdrachtgever,

en

2. Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group B.V., (statutair) gevestigd te Amsterdam, te dezen vertegenwoordigd door de managing director, de heer A. Lindenbergh, hierna te noemen: Opdrachtnemer,

Hierna gezamenlijk te noemen: de Partijen.

OVERWEGENDE DAT:

1. Opdrachtgever met Opdrachtnemer op 1 november 2021 een Raamovereenkomst met betrekking tot het uitvoeren van financieel advies (Project Flex II) met kenmerk 201865007.603 (hierna te noemen: de "Raamovereenkomst") heeft gesloten die van toepassing is op alle opdrachten tot het verrichten van Diensten die Opdrachtgever gedurende de looptijd van de Raamovereenkomst verstrekt;
2. Opdrachtgever aan Opdrachtnemer (en de overige dienstverleners waarmee een overeenkomstige Raamovereenkomst is gesloten) middels de Nadere offerteaanvraag met kenmerk 201865007.603.020 heeft verzocht een nadere offerte met betrekking tot het verrichten van de daarin beschreven Diensten uit te brengen. Deze Nadere offerteaanvraag maakt als Bijlage 1 integraal deel uit van deze Nadere overeenkomst;
3. Opdrachtnemer op 27 november 2023 een nadere offerte aan Opdrachtgever heeft uitgebracht;
4. Opdrachtgever op basis van het gunningscriterium "Beste prijs-kwaliteitsverhouding" de opdracht zoals omschreven in de Nadere offerteaanvraag aan Opdrachtnemer heeft gegund;
5. In deze Nadere overeenkomst de specifieke voorwaarden zijn vastgelegd met betrekking tot het verrichten van de in de Nadere offerteaanvraag gespecificeerde Diensten door Opdrachtnemer.

Kenmerk: 201865007.603.020

Pagina 2 van 4

**KOMEN OVEREEN:****1. Toepasselijke voorwaarden**

- 1.1 Op deze Nadere overeenkomst zijn de bepalingen van de Raamovereenkomst van toepassing, voor zover daarvan in deze Nadere overeenkomst niet wordt afgeweken. Daar waar in deze Nadere overeenkomst begrippen met een beginhoofdletter worden aangeduid wordt hieraan de betekenis toegekend zoals bepaald in de Raamovereenkomst. Daar waar in de ARVODI-2018 de "Overeenkomst" staat vermeld wordt voor de doeleinden van deze Nadere overeenkomst dat begrip vervangen door "Nadere overeenkomst".
- 1.2 In de offerte opgenomen voorwaarden (waaronder prijsindexering, korting, garanties) zijn niet van toepassing indien en voor zover deze voor Opdrachtgever minder gunstig zijn dan opgenomen in de Raamovereenkomst.
- 1.3 De opleverdatum is 1 februari 2024 of op een ander moment indien nader overeengekomen en bevestigd per e-mail. In de periode van de opleverdatum tot en met 31 december 2024 kunnen er nog een of meerdere nieuwe vragen over deze Opdracht gesteld worden door Opdrachtgever aan Opdrachtnemer. Indien dit aan de orde is, vraagt Opdrachtgever voorafgaand een aanvullende offerte op bij Opdrachtnemer. De totaalprijs van deze Nadere overeenkomst kan dan, na akkoord van Opdrachtgever, opgehoogd worden door middel van een Wijzigingsovereenkomst.

2. Voorwerp van de Nadere overeenkomst / nadere invulling van de Diensten

- 2.1 Opdrachtgever verleent hierbij aan Opdrachtnemer opdracht tot het verrichten van de Diensten zoals gespecificeerd in de op basis van de Nadere offerteaanvraag uitgebrachte offerte, welke opdracht Opdrachtnemer bij deze aanvaardt, voor zover daarvan niet in deze Nadere overeenkomst wordt afgeweken.
- 2.2 De navolgende documenten vormen gezamenlijk de Nadere overeenkomst. Voor zover deze documenten met elkaar in tegenspraak zijn, prevaleert het eerder genoemde document boven het later genoemde:
 1. deze Nadere overeenkomst;
 2. de Raamovereenkomst d.d. 1 november 2021;
 3. de ARVODI-2018;
 4. de Nadere offerteaanvraag d.d. 16 november 2023 inclusief Bijlagen en de Nota van Inlichtingen d.d. 20 november 2023;
 5. de door Opdrachtnemer aan Opdrachtgever uitgebrachte nadere offerte d.d. 27 november 2023 zonder kenmerk inclusief Bijlagen.

3. Duur van de Nadere overeenkomst

- 3.1 Deze Nadere overeenkomst loopt van 4 december 2023 tot en met 31 december 2024.

Kenmerk: 201865007.603.020

Pagina 3 van 4

**4. Financiële bepalingen**

- 4.1 In aanvulling op de financiële bepalingen genoemd in de Raamovereenkomst geldt het volgende:

Opdrachtnemer verricht de op basis van deze Nadere overeenkomst te verrichten Diensten tegen een vaste totaalprijs van [REDACTED]

- 4.2 Betaling vindt achteraf, na acceptatie van het eindresultaat, plaats op basis van de vaste prijs genoemd in artikel 4.1.

5. Contactpersonen & rapportage

- 5.1 Contactpersoon met betrekking tot de uitvoering van deze Nadere overeenkomst is Milan de Niet namens Opdrachtgever en Age Lindenbergh namens Opdrachtnemer.
- 5.2 In afwijking van het bepaalde in artikel 10.2 van de ARVODI-2018 binden de contactpersonen hun Partij niet.

6. Plaats werkzaamheden

- 6.1 De werkzaamheden worden in beginsel verricht op het kantoor van Opdrachtnemer en/of Opdrachtgever en indien noodzakelijk op andere locaties (fysieke bijeenkomsten).

Aldus op de laatste van de twee hierna genoemde data overeengekomen en in tweevoud ondertekend,

Plaats: Den Haag
Datum: 02-12-2023

De minister van Financiën,
Het afdelingshoofd deelnemingen FTK,

de heer R.D. Idzenga

Plaats: AMSTERDAM
Datum: 7-12-2023

Alvarez & Marsal Transaction Advisory
Group B.V.,
namens deze,
de managing director,

de heer A. Lindenbergh

Bijlagen:

1. Nadere offerteaanvraag d.d. 16 november 2023 inclusief Bijlagen met kenmerk 201865007.603.020;
2. Nadere offerte d.d. 27 november 2023 zonder kenmerk.

Kenmerk: 201865007.603.020

Pagina 4 van 4



B. Glossary



Afkortingen (1/3)

A&M	Alvarez & Marsal B.V.	EBRD	European Bank for Reconstruction and Development
ADSB	Atradius Dutch State Business	EBT	Earnings Before Tax
B.V.	Besloten Vennootschap	EC	Engagement Committee
b/f	Brought Forward	ECA	Export Credit Agency
BNR	Business Nieuws Radio	ECB	Europese Centrale Bank
Bps	Basis points	ECL	Expected Credit Loss
BZ	Ministerie van Buitenlandse Zaken	ECL/FV	Expected Credit Loss / Fair Value
c.	Circa	EM	Emerging Markets / Opkomende markten
CAO	Collectieve ArbeidsOvereenkomst	ESAP	Milieu- en Sociaal AactiePlan
Cap.	Capital	ESG	Environmental, Social and Governance
CDS	Credit Default Swap	EUR	Euro
CEO	Chief Executive Officer	EY	Ernst & Young
CFRO	Chief Financial and Risk Officer	FC	Forecast
CGAP	Corporate Governance ActiePlan	FDI	Foreign Direct Investment
COO	Chief Operating Officer	FMO	Nederlandse Financieringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden
CP-checklist	Conditional Precedent checklist	FofF	Funds of Funds
CPI	ConsumentenPrijnsIndex	FR&R	Financial Restructuring and Recovery
CRM	Customer Relationship Management	FTE	FullTime-Equivalent
CRO	Chief Risk Officer	FX	Exchange rate / wisselkoers
DD	Due Diligence	FY	Financieel Jaar
DGGF	Dutch Good Growth Fund	GDP	Gross Domestic Product / Bruto Binnenlands Product
DoD	Definition of Default	HR	Human Resources
DRIVE	Development Related Infrastructure Investment Vehicle	IA	Index Accelerator
DTIF	Dutch Trade and Investment Fund	IA	InvesteringsAnalyst




Afkortingen (2/3)

IC	Investment Committee	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
IESG	Impact & ESG	OFDI	Outward Foreign Direct Investment
IFC	International Financial Corporation	OL	Opkomende Landen
IFRS	International Financial Reporting Standards	OLS	Ordinary Least Squares
II	Invest International	P&I	Protection and Indemnity
IIC	Invest International Capital B.V.	P&L	Profit and Loss statement
IM	Investment Manager	PD rating	Probability of Default rating
IRR	Internal Rate of Return	PDFDA	Fondsadministratie
KYC	Know Your Client	PE	Private Equity
LCSF	Large Corporates and Specialised Finance	PPP	Publiek-Private Samenwerking
LGD	Loss Given Default	PwC	PricewaterhouseCoopers
LoD	Line of Defense	Q	Kwartaal
LP	Limited Partners	RAF	Risk Appetite Framework
M	Miljoen	RAS	Risk Appetite Statement
mrd	Miljard	RMF	Risk Management Function
MinFin	Ministerie van Financiën	RMR	Risk Management Raamwerk
MKB	Midden- en Klein Bedrijf	ROA	Return On Assets
ML	Machine Learning	ROAA	Return On Average Assets
MoU	Memorandum of Understanding	ROAE	Return On Average Equity
MT	Managementteam	ROE	Return On Equity
NL	Nederland	RvB	Raad van Bestuur
NLB	NL-Business team	RvC	Raad van Commissarissen
NPL	Non-Performing Loan	RVO	Rijksdienst voor Ondernemend Nederland
NVT	Niet Van Toepassing	S&P	Standard & Poor



Afkortingen (3/3)

SB	Supervisory Board
SDG	Sustainable Development Goals
SEK	Svensk ExportKredit
SPOC	Single Point Of Contact
USD	Amerikaanse Dollar
VV	Vreemd Vermogen
WA ECL	Gewogen gemiddeld verwacht kredietverlies
WvB	Winst voor Belasting
YTD	Year-To-Date
YTD	Year-To-Go

Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group B.V. All rights reserved. ALVAREZ & MARSAL®,  and A&M® are trademarks of Alvarez & Marsal Holdings, LLC.

© Copyright 2024

