

VOORZITTER

Hans de Ruiter, *Stichting Pensioenfonds TNO*

DEELNEMERS

Merijn Bosman, *Dynamic Credit*

Menno van den Elsaker, *APG Asset Management*

Dirk van de Geer, *Pensioenfonds Hoogovens*

Gabriella Kindert, *NN Investment Partners*

Jesper Kirstein, *Kirstein*

Harry Sugiarto, *Intermediate Capital Group*

Benjamin Walter, *Allianz Global Investors*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Allianz Global Investors, Dynamic Credit, Intermediate Capital Group en NN Investment Partners.

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



DIRECT LENDING STAAT AAN HET BEGIN VAN WAT KAN UITGROEIEN TOT GROOT BELEGGINGSTHEMA

Door Harry Geels

Nederlandse institutionele beleggers investeren steeds meer in private debt, met name in direct lending. Tijdens de Ronde Tafel werd uitgebreid ingegaan op de redenen van de populariteit van direct lending en private loans. Ook de uitdagingen waarvoor beleggers in direct lending zich geplaatst zien, kwamen ruim aan bod. Verder werd aandacht besteed aan de vraag waar we nu in de kredietcyclus staan en wat de impact van een eventuele nieuwe crisis zal zijn. Tot slot werd de vraag beantwoord wat de kenmerken zijn van een goede direct lending-manager.



Institutionele beleggers hebben in toenemende mate interesse voor private debt, in het bijzonder direct lending.

Gabriella Kindert: 'Direct lending is belangrijk geworden voor de Europese economie. Daar waar de banken zich terugtrekken, kunnen vooral de kleinere en middelgrote ondernemingen zich middels direct lending nog financieren. Direct lending biedt diversificatievoordelen en een extra premie, opgebouwd uit een beloning voor illiquiditeit en complexiteit, welke zich overigens lastig laten kwantificeren.'

Benjamin Walter: 'Ik ben verantwoordelijk voor infrastructure debt. Dit is best wel anders dan direct lending, hoewel het ook onderdeel is van het universum van private debt. Transacties voor infrastructure debt zijn doorgaans complex in hun structuur,

hetgeen kan leiden tot een complexiteitspremie en een 'spread pickup'. Voor infrastructure debt, en zo ook voor private debt, is de kredietkwaliteit van groot belang. We moeten altijd 100% van onze investering zien terug te krijgen, voor beleggen in schuldpapier is immers geen upside, alleen downside. Tot slot gaat het om langlopende leningen van twintig tot dertig jaar, waarmee de verplichtingen goed kunnen worden afgedekt.'

Jesper Kirstein: 'Wij hebben onderzoek gedaan onder meer dan honderd, voornamelijk Nederlandse, institutionele beleggers naar hun interesse voor de verschillende segmenten van alternative fixed income. Er is zeker interesse voor private debt, maar het beeld is gepolariseerd. Voor private debt worden waarschijnlijk de meeste nieuwe mandaten uitgeschreven. In het onderzoek vroegen we overigens naar de interesse in private debt, niet specifiek naar direct lending of infrastructure debt.'

> **Hans de Ruiter** is CIO bij Stichting Pensioenfonds TNO. Hij heeft het grootste deel van zijn carrière doorgebracht in de pensioensector. Voordat hij bij Stichting Pensioenfonds TNO kwam, werkte hij zes jaar bij Stichting Pensioenfonds Hoogovens als Senior Investment Manager en zes jaar bij APG als Senior Portfoliomanager. Naast zijn huidige functie bij Stichting Pensioenfonds TNO is De Ruiter bestuurslid bij Stichting Pensioenfonds Randstad en voorzitter van de IC van Stichting Pensioenfonds Van Lanschot. De Ruiter is ook geassocieerd met het VU-VBA-programma van de Vrije Universiteit als universitair hoofddocent.





> **Merijn Bosman** is Vice President bij Dynamic Credit. Hij zet direct lending en portefeuillemangement activiteiten in de Nederlandse markten voor buy-to-let hypothecaire leningen en leningen aan kleine en middelgrote ondernemingen op. Daarvoor heeft hij Dynamic Credit's portefeuillemangement en advies activiteiten voor Nederlandse hypothecaire leningen opgezet en geleid (meer dan €10 miljard aan toezeggingen per 31 Maart 2018). Bosman studeerde cum laude af in financial engineering aan de Universiteit Twente en begon zijn loopbaan bij Dynamic Credit als asset-backed security analyst in 2011.

Direct lending geniet, schat ik, nog meer interesse, omdat hier meer zekerheden voor de beleggers kunnen worden ingebouwd en gemakkelijker kan worden gediversifieerd. Nederlandse beleggers hebben verder vooral interesse in senior debt, maar ook in unitranche, een combinatie van senior debt en achtergestelde schuld.'

Harry Sugiarto: 'Wij zien veel nieuwe, vooral Nederlandse beleggers toestromen en wat betreft direct lending staan we nog maar aan het begin van wat kan uitgroeien tot een groot beleggingsthema.'

Walter: 'Inderdaad. Wij hebben al geruime tijd een team voor infrastructure debt, maar ook een team voor Europese corporate lending. Veel vermogensbeheerders zijn hier hun teams aan het versterken, ook om toegang te krijgen tot nichemarkten.'

Kindert: 'Wij zien vooral interesse voor drie strategieën. Ten eerste een defensieve, met focus op korte looptijden, uit angst voor een rentestijging, daarnaast een strategie waarbij ESG belangrijk is en tot slot een strategie waarbij hogere yields, zeg 6%+, worden gezocht.'

Kirstein: 'Ik vraag me bij Nederlandse beleggers af of private

debt, en meer specifiek direct lending, niet in competitie is met hypotheke, waar ook ingezet wordt op de illiquiditeitspremie.'

Dirk van de Geer: 'Voor ons niet. Wij beleggen al vanaf 2012 in hypotheke, als onderdeel van de matchingportefeuille. Voor ons betekent direct lending, leningen aan Europese middelgrote ondernemingen, bedrijven van \$5-10 tot \$50-75 miljoen EBITDA, een natuurlijke extensie van onze leveraged loan en high yield-obligatiebeleggingen. Deze categorieën worden gedreven door een beloning voor kredietrisico, wat het uitgangspunt van onze portefeuille vormt. Renterisico willen we zoveel mogelijk vermijden en daarom is met name direct lending interessant; het floatingkarakter spreekt aan. Infrastructure en real estate debt voegen voor ons minder toe omdat onder andere de looptijden hier veel langer zijn.'

Menno van den Elsaker: 'Voor ons geldt ongeveer hetzelfde. Hypotheken en direct lending vallen wel onder dezelfde paraplu van alternative credit, waarbij hypotheke in het veiligere segment van kredietrisico's vallen en direct lending meer een extensie is van leveraged loans en high yield. We zijn in 2014 met direct lending gestart toen we deze markt in Europa open zagen gaan. De voordelen van infrastructure en real estate debt zijn minder uitgesproken voor ons.'

Merijn Bosman: 'Investeerders dienen een bredere definitie van direct lending te hanteren. De markt van kredietverstrekking is de laatste jaren enorm veranderd, nieuwe kredietverstrekkers zijn op de markt gekomen en dit biedt kansen voor investeerders. Een brede definitie van direct lending is het direct verstrekken van leningen aan professionele partijen of consumenten met financiering van investeerders. Leningen zijn onder andere hypothecaire leningen voor eigen bewoning, hypothecaire leningen voor verhuur, leningen aan kleinere en middelgrote ondernemingen en vastgoedleningen.'

Van den Elsaker: 'Direct lending staat gelijk aan leningen verstrekt aan middelgrote bedrijven, bedrijven die niet naar de syndicated loan market willen of kunnen.'



Wat zijn de grootste uitdagingen of obstakels en wat is belangrijk in het proces om uiteindelijk ook belegd te zijn in private debt?

Bosman: 'Het beslissingsproces in direct lending omvat vaak drie stappen: de interesse om te alloceren naar een bepaalde asset class, de selectie van de verstrekker en manager en ten slotte de vorm waarin de investering gedaan wordt, zoals bijvoorbeeld een portefeuille van vorderingen, participaties in een fonds of een obligatie. De eerste stap is een grote uitdaging indien het een voor de investeerder nieuwe asset class betreft, waarbij wij als kredietverstrekker en manager een grote rol spelen op het gebied van educatie.'

Van de Geer: 'Allereerst het bestuur overtuigen. Een goed argument is dat direct lending onderdeel uitmaakt van een structurele verandering in de markt. Banken trekken zich gedeeltelijk terug en dat biedt kansen voor beleggers. Het is nu makkelijker dan drie jaar geleden, toen track records zo goed als ontbraken. Een ander overtuigend argument is dat het hier om een natuurlijke extensie van de liquide leveraged loans- en high yield markt gaat. Een mogelijk obstakel is het feit dat beleggen in direct lending plaatsvindt middels closed-end fondsen die meestal een investeringsperiode van drie tot vier jaar kennen, en daarna nog een driejarige ontbindingsperiode ondergaan. Cashflow-management is daarom een uitdaging.'

Walter: 'De uitdaging is een goed team te creëren dat goed is in 'sourcing and origination', goede due diligences kan doen en deals kan structureren. Een alternatief is syndicated loans. Maar dan krijg je waarschijnlijk kleinere tickets en lagere yield.'

Kindert: 'Er zijn nog twee uitdagingen: tegenpartijrisico en wat te doen als zaken verkeerd aflopen. Een bank gaat heel anders om met herfinancieringen dan institutionele beleggers. Als de cyclus weer een keer naar beneden gaat, kan het fout gaan.'

Van de Geer: 'Wij hebben de voorkeur voor beheerders die helemaal of grotendeels de leninggever zijn en dus altijd de deal controleren. Als een manager slechts een onderdeel is van het syndicaat en zaken gaan mis, dan zit hij niet achter het stuur. Grotere direct lending funds hebben doorgaans wel de controle.'

Kindert: 'Een groot gedeelte van de managers is wat minder goed in het controleren van de deals. Ze kunnen goede kredietanalyses maken, maar als het aankomt op de deal afronden, is het vaak nog niet duidelijk hoe ze opereren. Zij hebben hier nog te weinig praktijkervaring mee. Wat als er bijvoorbeeld Aziatische beleggers meedoen die de taal minder goed begrijpen of veel sneller beslissingen willen afdwingen?'

Van den Elsaker: 'De grotere fondsen controleren meestal de deal, waarbij ze direct onderhandelen met de private equity sponsors die eigenaar zijn van het bedrijf.'

Sugiarto: 'Inderdaad, het is een erg heterogene beleggingscategorie met een beperkt track record. Het zijn langetermijninvesteringen en de vraag is hoe diverse platforms zich door de cyclus zullen ontwikkelen en hun investeerders kunnen blijven bedienen.'

Kirstein: 'Er zijn nog twee obstakels, managersfees en ESG. In Nederland zijn de fees publiekelijk bekend en dat kan vragen opwerpen. Wat betreft ESG: direct lending is hier in potentie prima geschikt voor, bijvoorbeeld door alleen te lenen aan bedrijven die 'goed doen'. We horen echter wel dat bepaalde beleggers het moeilijk vinden om de ESG-principes in de praktijk goed te vertalen.'

Van den Elsaker: 'Wat betreft de fee, dat is bij ons het eerste waarnaar gevraagd wordt. Er zijn verschillende manieren om fees te verlagen. Groot zijn helpt, maar ook co-investments kunnen fees aanzienlijk verlagen.'

Kindert: 'Een aanvulling is verder een goede invulling van de ESG-principes in het beleggingsproces. Hierin moet ook private equity betrokken worden. Beheerders die dit niet goed regelen, zullen het op de Nederlandse markt moeilijk hebben.'

Sugiarto: 'Direct lending is een beleggingscategorie die een uitgebreider platform vereist dan syndicated loans of high yield. We praten over het hele proces van dealsourcing tot -structurering met regelmatig dure lokale aanwezigheid. Soms zijn die dure platformen noodzakelijk om een goede manager te

> **Menno van den Elsaker** is Head of Alternative Credits bij APG. Met 16 jaar aan beleggingservaring is hij, met zijn team van 5 senior portfolio managers, verantwoordelijk voor alle illiquide en private credit beleggingen. Vóór zijn huidige rol was Van den Elsaker verantwoordelijk voor de Europese securitisatie en hypotheek portefeuilles. Hij is lid van het globale strategie en management team van Developed Markets Debt. Van den Elsaker is in 2002 afgestudeerd in Financiële Econometrie aan de Universiteit van Amsterdam en is CFA charterholder sinds 2006.





> **Dirk van de Geer** is sinds 2012 Senior Investment Manager bij pensioenfonds Hoogovens. In die hoedanigheid is Van de Geer verantwoordelijk voor de creditportefeuille van het pensioenfonds. De creditportefeuille richt zich enkel op subinvestment grade credits en is volledig uitbesteed bij externe managers. Zijn verantwoordelijkheid betreft het opzetten van de strategie van de portefeuille, de managerselectie en monitoring. In voorgaande functies is hij vooral actief geweest op het gebied van hedge fund selectie en monitoring.

zijn. Beknibbelen op de kosten, door bijvoorbeeld een dure lokale aanwezigheid te vermijden, leidt meestal niet tot betere prestaties.'

Waar staan we met direct lending in de kredietcyclus en wat kan er gebeuren als we in de dalende fase terechtkomen?

Walter: 'De glazen bol! We zien veel interesse en dalende spreads. Het is belangrijk gedisciplineerd en selectief te blijven en alleen deals te doen bij voldoende risicocompensatie en adequate protecties. Er is geen echte rechtvaardiging waarom een ziekenhuis of snelweg nu minder risicovol zou zijn om te bouwen dan vijf jaar geleden. Daarom vraag ik me af waarom structuren en convenanten vandaag de dag lichter moeten zijn.'

Kirstein: 'Uit een studie die wij deden bleek dat de VS al over de top zijn. Vanzelfsprekend lopen ze wat betreft de cyclus ook voor op ons. Maar er is nog steeds rendement mogelijk, ook in de VS. Wij hebben de Internal Rate of Return (IRR) uitgerekend voor de verschillende vintages van direct lending, vanaf 2000. Wij hadden gedacht dat de jaren 2006 en 2007 lage of zelfs negatieve IRR's zouden hebben opgeleverd, maar zelfs in een periode met een zware kredietcrisis was de gemiddelde IRR in de VS nog 6% per jaar. Dit toont de veerkracht van de beleggingscategorie aan.'

Van den Elsaker: 'Hetzelfde geldt voor de CLO-markt die in de kredietcrisis ook zwaar in de problemen kwam, maar daarna snel herstelde. Maar wat als we een langdurigere neergang krijgen? De financiële crisis moet niet de enige richtlijn zijn voor een neerwaarts scenario. In een scenario van minder, maar langdurigere stress kunnen bedrijven ook in de problemen raken.'

Direct lending staat gelijk aan leningen verstrekt aan middelgrote bedrijven, bedrijven die niet naar de syndicated loan market willen of kunnen.

Managerselectie is dan cruciaal: welke convenanten hebben ze gesloten en welke ervaring hebben ze om geld terug te krijgen bij defaults?'

Walter: 'De voorwaarden zijn inderdaad cruciaal. In de Schuldschein-markt bedragen de voorwaarden maximaal twintig pagina's en deze markt zit wat volume betreft op recordniveaus. We moeten afwachten, als we daadwerkelijk een neergang krijgen, hoe dit de markten in het algemeen en de leningnemers in het bijzonder gaat beïnvloeden.'

Kindert: 'Het is belangrijk hoe de producten gestructureerd zijn. CLO's kwamen uiteindelijk niet in de problemen omdat ze werden aangeboden in closed-end fondsen, zeker bij CLO's en syndicated loans. Bij een crisis kunnen open-end structuren in de problemen komen. De discipline wat betreft de juiste structuren in Europa verslapt nu. Bij direct lending zijn de meeste structuren overigens nog wel closed-end, dus hier zitten we wel veilig.'

Zijn goed gestructureerde illiquide beleggingen vanuit dat perspectief dan eigenlijk juist minder risicovol? Ze geven in crisistijden immers niet de volatiliteit die open-end fondsen of ETFs geven.

Van den Elsaker: 'Direct lending is wat betreft kredietrisico vergelijkbaar met high yield. Als deze markt omver wordt geblazen, krijgen we spill-over effecten naar direct lending. In tijden van stress hebben correlaties de neiging omhoog te gaan. Als high yield onder druk staat, gaan ook de accountants zeker vragen stellen over de waardering van private loans.'

Van de Geer: 'Er is een hele schakering van liquiditeit, en in het verlengde daarvan volatiliteit. Direct lending is daarom zo interessant. Het geeft een illiquiditeitspremie, maar het is ook weer niet zo illiquide omdat de effectieve looptijd van zo'n lening zo'n drie jaar bedraagt. Daarmee verschilt het van infrastructure of real estate debt of private equity.'

Sugiarto: 'Meer volatiliteit zou ook een zegen voor direct lending kunnen zijn. Bij meer beweeglijkheid in de traditionele publieke

vormen van financiering, zoals high yield, kunnen bedrijven weleens sneller naar direct lending als een financieringsvorm kijken, wat weer tot een betere dealflow kan leiden.'

Bosman: 'Ik merk dat liquiditeit of illiquiditeit vaak als iets binairs wordt gezien, terwijl het zou moeten gaan om een range waarbij er binnen een bepaalde asset class veel te bereiken is door de juiste vorm waarin de investering gemaakt wordt mee te nemen. Investeer ik via een fonds, een obligatie of direct in de vorderingen en, daarbij belangrijk, heb ik toegang tot de achterliggende portefeuille met leningen om een exit te realiseren?'

Kindert: 'Er is veel irrationaliteit. Spreads op diverse vormen van alternative fixed income liggen tussen de 50 tot 200 basispunten. Hogere yields verkrijgt de belegger alleen met hogere risico's, dus met risicovollere bedrijven. Er is zoveel geld dat zijn weg zoekt naar yield. En banken zijn ook weer terug in het spel. We moeten er scherp op zijn hoe we nog steeds waarde voor onze beleggers kunnen creëren en vasthouden.'

Sugiarto: 'We moeten het deal per deal bekijken. Kan er, rekening houdend met het risicoprofiel van het bedrijf, een waardevolle financieringsdeal geconstrueerd worden? Het dry powder van private equity hoeft niet in te houden dat leverage per se hoger kan worden. In de syndicated loan-markt zien we LTV-ratio's lager en leverage stabiel worden. Private equity betaalt hogere multiples voor aandelen. Ik zie niet een direct verband tussen de dry powder van private equity en de risiconiveaus van private loans.'

Van de Geer: 'Het probleem bij het vaststellen of de risico's van de private loans stijgen, is dat er geen goede marktinformatie bestaat. We kunnen alleen naar de individuele deals in de portefeuilles van managers kijken. Hieruit blijkt dat voorwaarden wel iets verslechteren, maar niet in verhouding tot wat we in de liquide markt hebben gezien.'

Bosman: 'Er wordt vooral gesproken over de yield die beleggers kunnen oogsten, maar hoe kunnen wij zowel de leners als de uitleners betere condities geven? Wij kijken per marktsegment waar er verbeteringen mogelijk zijn. Voor hypotheekleningen zijn



institutionele beleggers, vanwege de lange looptijden, eigenlijk veel betere 'partners' voor consumenten dan banken. Voor SME, of nog kleinere leningen, kunnen voordelen behaald worden met het standaardiseren van bijvoorbeeld leningendocumentatie. Als via slimme platforms volumes stijgen, kunnen fees vervolgens dalen en yields verbeteren.'

Zijn er, kijkend naar een mogelijk aanstaande 'downturn', reeds veranderingen in beleggingskeuzes bij institutionele beleggers waar te nemen?

Kirstein: 'Ja, beleggers kijken meer naar senior loans. Voorheen zagen we bij pensioenfondsen meer interesse voor mezzanine, distressed en opportunistisch.'

Walter: 'Veel vermogensbeheerders hebben negatieve visies op second-lien, mezzanine en vergelijkbare exposures. Er is dus een gemene deler naar meer defensief. Dit is interessant, want second-lien van een goed bedrijf kan nog steeds een goede propositie zijn.'

Van den Elsaker: 'Voor senior direct lending gelden nu yields van 6-7%, en voor mezzanine en second-lien 10-12%. Daar moeten nog eventuele defaults vanaf. Veel hangt af van de ervaring van

> **Gabriella Kindert (MA, MBA)** is Head of Alternative Credit bij NN Investment Partners (NN IP). Ze geeft leiding aan de verschillende beleggingsteams die verantwoordelijk zijn voor het beheren van NN IP's illiquide fixed income strategieën, zoals bijvoorbeeld Nederlandse hypotheekleningen, project finance, commercial real estate leningen en exportleningen met overheidsgaranties (ECA leningen). Het Alternative Credit team beheert momenteel ongeveer € 20 miljard aan assets voor institutionele beleggers. Kindert heeft meer dan 20 jaar internationale ervaring op het gebied van banking, alternative credit en private equity.





> **Jesper Kirstein** is oprichter en bestuurslid van Kirstein, een gespecialiseerd financieel adviesbureau gevestigd in Kopenhagen. De afgelopen 10 jaar heeft Kirstein strategisch advies gegeven aan lokale en internationale vermogensbeheerders met betrekking tot markt- en bedrijfsontwikkeling in de Benelux. Voorafgaand aan de oprichting van Kirstein A/S in 1993 vervulde hij posities als Algemeen Directeur bij verschillende Deense financiële instellingen en als Econoom bij de Centrale Bank van Denemarken. Kirstein heeft een MSc. in Economie behaald aan de Universiteit van Kopenhagen, aangevuld met Educatie aan de Stanford University en INSEAD in Parijs.

de manager in de eventuele neergang, die natuurlijk steeds dichterbij komt.'

Kindert: 'Het betreft zo'n vijftig verschillende deelmarkten, in waarschijnlijk evenveel verschillende landen. Het is lastig te generaliseren. Ik ben nog altijd redelijk positief, hoewel veel van de liquiditeit komt van fondsen die hun eigen liquiditeit 'entertainen', door aan elkaar te verkopen.'

Walter: 'Het is in de private krediet sfeer inderdaad belangrijk dat we precies weten over welk deelsegment we praten. Wij denken afhankelijk van de actuele marktsituatie vaak nieuwe strategieën uit.'

Sugiarto: 'De neiging is naar meer veiligheid, maar de prestatie van second-lien hangt echt van de individuele transactie af. Het is erg lastig om te generaliseren dat second-lien nu goed of slecht is op dit punt van de cyclus. Het gaat meer om de strategie die de manager toepast dan om market timing in de cyclus.'

Kindert: 'Wat helpt om het complexiteitsrisico te adresseren, zijn gelijkgeschakelde belangen.'

Van de Geer: 'Gelijkgeschakelde belangen zijn inderdaad belangrijk en kunnen op verschillende manieren worden gerealiseerd: back ended performance fees, co-investments, 'skin in the game' door privébeleggingen van teamleden en 'golden handcuffs'. Het lijkt hiermee eigenlijk op private equity.'

Sugiarto: 'Er zijn tegenwoordig veel direct lending-fondsen en de vraag is hoeveel er over vijf jaar nog over zijn. Beleggers moeten nadenken over de levensduur van hun manager. Gelijke belangen zijn hierbij een belangrijk issue.'

Bosman: 'Het is belangrijk om je te realiseren dat gelijke belangen op meerdere manieren gerealiseerd kunnen worden. Voor de crisis kenden we het 'originate-to-distribute' model, nu zien we steeds meer 'originate-to-manage' modellen die bijdragen aan de gelijke belangen. Een ander voorbeeld: als bestuurders persoonlijk aansprakelijk zijn, hecht ik daar in bepaalde structuren meer waarde aan dan bijvoorbeeld een 5% skin in the game.'

Kirstein: 'Bij private debt zullen grosso modo meer gelijke belangen zijn tussen beheerder en belegger dan bijvoorbeeld bij een open-end high yield-fonds. Beleggers kunnen bij private debt ook meer controle krijgen door bijvoorbeeld deelnames aan adviesraden en co-investments.'

Loopt Europa nog erg achter op de VS? En is Europa vanwege het waarschijnlijke inhaaleffect een interessantere markt dan de VS?

Van de Geer: 'Kijkend naar de spreads is er niet veel verschil tussen beide markten, deze zijn vergelijkbaar. Beleggen in illiquide beleggingen in de VS geeft wél het nu dure afdekprobleem van de dollar en daarbij meer complexiteit ten aanzien van collateral management.'

Bosman: 'Als assets commodities worden dan neemt de liquiditeit toe. Standaardisatie, beschikbaarheid en kwaliteit van data zijn daarvoor een vereiste. De VS zijn veel verder ontwikkeld en gestandaardiseerd dan Europa. Wij proberen de liquiditeit van direct lending assets te verhogen door die standaardisatie op gang te brengen en de beschikbaarheid en kwaliteit van data te maximaliseren en zo veel mogelijk aan te laten sluiten bij beschikbare marktstandaarden.'

Sugiarto: 'Investerders vragen vaak of er te veel geld wordt opgehaald voor direct lending in Europa. Echter, als Europa doorgroeit naar de status van de VS, zijn er veel opportuniteiten voor direct lending-fondsen om geld te investeren. Ik verwacht dat dit ook zal gebeuren.'

Kirstein: 'Het komt op de managers aan. Het is duidelijk dat hoe onvolwassener Europa is, hoe onvolwassener de managers daar zullen zijn. Sommige managers in de VS hebben meer dan twintig jaar track record, in verschillende cycli van de markt. Teams zijn diverser, groter en ontwikkelder. Zou de belegger niet moeten kiezen voor de markt met de beste managers?'

Kindert: 'Het klopt dat er in Europa nu te veel geld wordt opgehaald. Het is daarbij opvallend dat er door midmarket direct lending-fondsen nog steeds rendementsverwachtingen van

> **Harry Sugiarto** is sinds 2005 werkzaam bij ICG en is een Managing Director met een focus op multi-asset krediet strategieën. Hij beheert de Total Credit strategie sinds 2012 en heeft het raamwerk achter de strategie ontwikkeld. Sugiarto is lid van het beleggingscomité voor de Europese liquide lening en obligatie portefeuilles. Voor ICG heeft hij 3 jaar bij PRICOA Capital Group gewerkt als analist in Europese private placements. Hij heeft een graad in de Economie van de Universiteit van Cambridge en is een CFA Charterholder.



tussen de 6 en 8% worden afgegeven. Waarom gaat een solide Europees bedrijf 6% rente op een private loan betalen, terwijl dat via de bank of publiek geld voor de korte termijn 1-2,5% moet betalen? De yields van 6-8% zijn niet houdbaar.'

Walter: 'Vooral als je bedenkt dat de yield op infrastructure equity en debt al op die lage niveaus staat. De verwachtingen van beleggers moeten inderdaad realistisch gemanaged worden.'

Sugiarto: 'Er zijn wel redenen te bedenken waarom private loans meer yield bieden. Bedrijven zijn bijvoorbeeld bereid meer rente te betalen als de financiering snel, efficiënt en op goede condities voor zowel leningnemers als leninggever tot stand kan worden gebracht. De snelheid kan bij direct lending hoger zijn omdat we per deal te maken hebben met slechts enkele partijen.'

Van den Elsaker: 'Inderdaad. De syndicated loan market kost bedrijven veel meer tijd en gedoe. Op dit moment weten de direct lending managers nog redelijk hun marges vast te houden; deze zouden door toenemende concurrentie wat kunnen gaan dalen. Daarnaast zien we wel dat de leverage ratio's licht gestegen zijn in de afgelopen periode, met andere woorden: er moet dus niet alleen naar marges gekeken worden'.

Van de Geer: 'De basis is inderdaad de liquide leningenmarkt. Daarboven krijgen we met private loans extra betaald voor

snelheid, uitvoering, flexibiliteit, et cetera. De absolute yield is de afgelopen jaren licht gedaald, maar de beloning voor het risico is nog steeds acceptabel. Bovendien is de aantrekkelijkheid versus liquide alternatieven juist groter geworden.'

Kindert: 'Vanuit het perspectief van het bedrijf is er zoveel liquiditeit en bedrijven hebben diverse financieringsopties. We moeten ons realiseren dat de risico's voor direct lending niet helemaal transparant zijn, omdat er geen sprake is van publieke verhandeling en ratings.'

Wat zijn de risico's en toegevoegde waarde van de snelle technologische ontwikkelingen achter de digitale alternative lending platformen?

Kindert: 'Dit is een segment waar een beheerder toegevoegde waarde kan leveren, zeker voor leningen met kortere looptijden. Platformen als Funding Circle, Zopa en Assets Capital groeien en deze markten leveren toegevoegde waarde voor beleggers, vooral wat betreft efficiënte financieringen van kleinere SME's en consumenten. Het is dus een trend die we niet kunnen ontkennen voor de toekomst.'

Walter: 'Funding Circle is een peer-to-peer platform met een gemiddelde ticket van slechts 7000 pond, begrijp ik? Hoe kunnen beleggers hier goed kredietrisico's beoordelen? En kunnen beleggers hier wel goed hun portefeuilles diversifiëren?'

> **Benjamin Walter** is Vice President Infrastructure Debt bij AllianzGI. Voordat Walter hier in mei 2017 in dienst trad, werkte hij vier jaar bij BlackRock, waar hij kort na het begin van het Infrastructure Debt-team lid werd om de opbouw van het platform te ondersteunen. Zijn verantwoordelijkheden omvatten het aantrekken van investeringskapitaal en het opzetten, de due diligence, het uitvoeren en monitoren van infrastructuur- en energie-investeringen in een groot aantal sectoren en Europese jurisdicties ten behoeve van vooraanstaande institutionele beleggers. Hij startte zijn carrière bij het Infrastructure & Energy-team van Deutsche Bank.



Kindert: 'Het is een ander segment, een grijze zone. Beleggers moeten ze als 'beta play' beschouwen. Overigens kan de belegger in kredietrisicomodellen met twee of drie scenario's al 89% van het kredietrisico bepalen. Deze platformen bieden modellen die dit efficiënt kunnen uitrekenen, daar waar dit handmatig niet meer mogelijk is. Ze brengen kosten naar beneden. Beschouw deze leningmarkt als complementair aan de normale SME-portefeuille.'

Bosman: 'Due diligences zijn hier belangrijk. Veel van dit soort platformen is actief in dat deel van de markt waar banken niet meer actief zijn. We zetten zelf liever platformen op die direct in competitie met de bank gaan, omdat wij menen dat we efficiënter dan banken kunnen opereren en zo leninggevers en -nemers toegevoegde waarde kunnen bieden. Er zijn enkele succesverhalen, maar ik verwacht dat er weinig platformen zijn die een winstgevend bedrijfsmodel hebben. Daarom verwacht ik binnen enkele jaren een 'fallout' in deze markt.'

Walter: 'Het is interessant hoe zich dit door de kredietcyclus heen gaat ontwikkelen. Ik zie de toegevoegde waarde van technologie voor kleinere deals, maar in de dagelijkse praktijk vereisen de meeste direct lending deals vooral veel handmatig werk, zeker bij grotere deals. Ik ben wél benieuwd naar de standaardisaties die nieuwe technologieën als blockchain kunnen opleveren.'

Kijk bij de beoordeling van een manager of hij consistent is in alle deals en vraag goed na waarom er eventueel wordt afgeweken van de standaardwerkwijze.

Wat maakt een manager een goede direct lending-manager?

Van de Geer: 'Er zijn grofweg drie groepen managers: managers afkomstig uit private equity of distressed debt en managers met een sub-investment grade-achtergrond. Bij onze managerselectie concentreren wij ons voornamelijk op de laatste groep. Verder is sourcing vanwege het private karakter belangrijk. Wij prefereren grote managers met een sterk netwerk en een langjarig track record, alsmede ervaring met herstructureringen, omdat we verwachten dat managers hier in de toekomst onderscheidend zullen zijn. Tot slot concentreren wij ons op managers die zich focussen op senior secured debt, waarbij gelijkgeschakelde belangen zo groot mogelijk zijn. En fees zijn natuurlijk ook belangrijk.'

Walter: 'Een goede manager heeft een stevig divers team dat vooral ook op de downside let. De manager moet verder de wil hebben teams aan te passen aan veranderende omstandigheden of als nieuwe segmenten worden aangeboord die eenzelfde 'skillset' vereisen.'

Kirstein: 'Er moeten voldoende vaardigheden en expertises in het team zijn. Ervaring is ook belangrijk, vooral in verschillende marktomstandigheden. Kijk bij de beoordeling van een manager verder of hij consistent is in alle deals en vraag goed na waarom er eventueel wordt afgeweken van de standaardwerkwijze.'

Sugiarto: 'Het onderscheidend vermogen van managers ligt in het platform dat ze bieden en of ze deals kunnen doen die de meeste andere niet kunnen doen. Zo zijn de €100+ miljoen deals voor weinige weggelegd.'

CONCLUSIE

Uit onderzoek van een van de deelnemers aan deze ronde tafel blijkt dat Nederlandse beleggers steeds meer aandacht krijgen voor direct lending en dan met name voor private loans. De belangrijkste reden hiervoor is het kunnen oogsten van een illiquiditeits- en complexiteitspremie. Ook de diversificatievoordelen worden genoemd als voordeel voor het beleggen in direct lending. Uitdagingen zijn er ook. Het zijn doorgaans complexe producten waar het bestuur van het pensioenfonds in brede lijnen kennis van moet hebben. Educatie van besturen is daarom belangrijk. De juiste 'skill-set', cashflowmanagement, fees en de integratie van ESG-criteria worden als aandachtspunten genoemd. Uit de discussie bleek verder dat de beleggingscategorie direct lending verschillend wordt ingevuld door de deelnemers. Sommigen schakelen het gelijk aan directe leningen aan bedrijven, als natuurlijke aanvulling van leveraged loans

en high yield. Anderen beschouwen vooral de defensieve segmenten van direct lending, bijvoorbeeld de senior-secured loans, als onderdeel van de matchingportefeuille. Verder wordt de illiquiditeit eerder als voordeel dan als nadeel gezien. In tijden van stress kan het minder snel verkocht worden, zodat er juist minder volatiliteit zou ontstaan. Wat betreft de cyclus staan we eerder aan het begin van het opgaande deel van de cyclus. Maar de meeste deelnemers zijn niet bang voor een eventuele 'downturn', tenminste zolang de convenanten en juridische constructies goed zijn. Wat betreft het laatste moet eigenlijk alleen belegd worden in closed-end funds. De meeste deelnemers zijn het eens over de karakteristieken van een goede direct lending manager: hij moet zelf meebeleggen, het beheerd vermogen dient groot te zijn en de manager moet leidend zijn bij de deals en een goed track record hebben, ook voor 'recoveries' als het misgaat.