

# DE UITDAGINGEN VAN DIRECT LENDING WORDEN LANGZAAM OVERWONNEN

Door Harry Geels

Binnen het segment van private debt wint direct lending, oftewel het verstrekken van leningen aan middelgrote en kleine bedrijven, langzaam terrein.

Er zijn weliswaar uitdagingen, maar de hogere yields en de flexibiliteit om er een specifiek duurzaam beleggingsbeleid mee vorm te kunnen geven, zijn aantrekkelijk. Dat geven Martine Vissers (AF Advisors), Philip Tan (Polestar Capital) en Hans de Ruiter (Pensioenfonds TNO) aan in een mini-Ronde Tafel over direct lending.

## Direct lending valt onder private debt. Welke sub-asset classes kunnen we binnen direct lending onderscheiden?

**Martine Vissers:** 'Als we binnen het spectrum van private debt specifiek naar direct lending kijken, hebben we het over directe leningen aan middelgrote en kleine bedrijven. Dit zijn 'gewone' bedrijfsleningen, oftewel 'corporate lending', die bestaan uit senior, mezzanine en junior loans, dit alles met of zonder onderpand. Daarnaast zitten er in het private debt-spectrum ook nog consumentenleningen, denk aan hypotheek, autoleningen, creditcards en beleggingen in de reële economie, zoals infra debt en real estate debt. De leningen bij MKB direct lending bedragen

meestal tussen de € 3 tot € 25 miljoen en bij middle market direct lending loopt dit op tot circa € 150 miljoen. Er is tot slot nog een groot verschil met de publieke obligatiemarkten, namelijk dat het om niet-gestandaardiseerde leningen gaat.'

**Hans de Ruiter:** 'Er zijn ook grote direct lending-partijen die deals met nog grotere tickets uitzetten, soms in samenwerking met andere partijen (de zogenaamde club deals). Er is nog een goede casus te maken om ook hypotheek onder direct lending te scharen. Dit is voor Nederlandse pensioenfondsen een belangrijke sub-asset class, met meer gestandaardiseerde contracten. Het beleggen in direct lending gaat bij Nederlandse pensioenfondsen, op enkele grote na, altijd middels beleggingsfondsen. In het verleden hebben verzekeraars zelf portefeuilles gebouwd.'

**Philip Tan:** 'We zijn een aanbieder van een direct lending fund. Binnen dit fund bouwen we op basis van een specifiek risicorendementsprofiel van een klant of groep klanten een portefeuille van leningen op. Vanwege de vaak bijzondere financieringsbehoefte van middelgrote en kleine bedrijven hebben fund managers specifieke kennis over dit soort bedrijven nodig. Hier beschikken de meeste pensioenfondsen zelf niet over. Zo kan je van kleine jonge bedrijven niet hetzelfde niveau aan deliverables verwachten als je in de grootzakelijke markt ziet. Dat vormt een uitdaging bij het verstrekken van een financiering. Wij richten ons overigens alleen op duurzame initiatieven en ondernemingen, met financieringstickets tussen de € 2 en € 20 miljoen.'

## Zijn er belangrijke verschillen tussen de direct lending-markten van de Verenigde Staten en Europa? En zijn er verschillen binnen Europa?

**De Ruiter:** 'Tussen Europa en de VS zit een wereld van verschil. De Amerikaanse markt is veel groter dan die van Europa. Daarnaast is die laatste van oudsher altijd een bankenmarkt is geweest. In de VS gaat



Foto: Archief AF Advisors

Martine Vissers

nog maar zo'n 30% van de bedrijfsfinancieringen via de banken. In Europa ligt dat percentage eerder op de 70%. De VS maakt ongeveer 80% van de wereldmarkt uit. In Europa zagen we een kantelpunt in de kredietcrisis. Daarna hebben banken steeds meer regelgeving over zich heen gekregen, wat de disintermediatie wat heeft versneld, vooral wat betreft de financiering van kleinere bedrijven.'

**Vissers:** 'Wat betreft fund raising is er in 2020 in totaal \$ 119 miljard aan kapitaal opgehaald, waarbij er in de VS meer dan twee keer zoveel is opgehaald als in Europa. Het gat wordt wel kleiner, maar is inderdaad nog erg groot. Of het gat ooit gedicht gaat worden? Nee, Europa blijft een echte bankenmarkt. In de VS is de disintermediatie door de Dodd-Frank Act nog eens in een stroomversnelling terechtgekomen. Specifiek voor Nederland geldt dat de toezichthouder nog steeds terughoudend is als het om direct lending gaat. Voor hypotheek is dat anders, waarschijnlijk vanwege de meer gestandaardiseerde contracten.'

**Tan:** 'Veel bedrijven die bij ons aankloppen, kregen eerst nul op het rekest van de banken. Ze weten dat ze bij ons duurder uit zijn, in de vorm van een hogere rente, en dat ze een grondiger due diligence mogen verwachten. Maar daar staat meer maatwerk tegenover, daar waar banken eerder met standaardcontracten werken. Private equity-partijen zijn nog duurder: voor hen is het niet mogelijk de benodigde financiering geheel in eigen vermogen te verstrekken. Daarom vullen wij het financieringsgat tussen de banken en de private equity-partijen.'

### Wat is er nodig om direct lending echt geschikt te maken voor de institutionele markt?

**Vissers:** 'Pensioenfondsen zouden eerst moeten bedenken welke plek direct lending in de portefeuille inneemt. De uitdagingen zijn dan bijvoorbeeld wat voor risico-rendementsprofiel en welke benchmark er kan worden gebruikt. Verder ontbreekt een lang en betrouwbaar trackrecord, of beter geformuleerd: het trackrecord is niet publiek. Banken en verzekeraars zullen dit trackrecord niet openbaar maken. De beleggingscategorie heeft bovendien nog niet een volledige opwaartse en neerwaartse cyclus doorgemaakt. Tot slot ontbreekt het bij veel pensioenfondsen nog aan kennis. De markt moet dus nog volwassener worden.'

**De Ruiter:** 'Eens. Het is belangrijk dat pensioenfondsen kunnen vertrouwen op een gunstiger risico-rendementsprofiel dan dat van de publieke obligatiemarkten. Dit gunstigere profiel wordt vaak toegeschreven aan de illiquiditeits- en complexiteitspremie, maar dat zijn ten dele vooral academische begrippen, om maar een theoretische verklaring te hebben voor het rendementsverschil. Beide premies zijn nauwelijks eenduidig vast te stellen. Ik denk overigens dat wanneer een institutionele belegger een belegging te complex vindt, hij er dan niet in belegt. Althans, dat hoop ik. Er zit eigenlijk nóg een beloning in de markt voor direct lending, namelijk de origination fee. Deze fee, die zo'n 2-3% bedraagt, verdwijnt bij financiering via de bank in de zakken van de bank. Bij direct lending gaat dit naar de investeerder. Het is verder ook belangrijk dat de markt een bepaalde omvang krijgt, zodat

Foto: Archief Polestar Capital



Philip Tan

grote pensioenfondsen daar gemakkelijk in kunnen opereren. Tot slot hebben veel fund managers in deze markt nog niet zoveel ervaring met de eisen, bijvoorbeeld op het gebied van juridische structureringen en rapportages, die professionele beleggers stellen. Ook dat moet nog groeien. Dit laatste geldt met name voor de kleinere fund managers.'

**Tan:** 'Leningen in een direct lending-portefeuille zijn vaak niet homogeen: bijvoorbeeld voor een deel senior, een deel unitranche en een deel mezzanine. Veel institutionele beleggers kunnen daar niet goed mee uit de voeten. Ik zou de complexiteitspremie dus anders willen omschrijven: institutionele beleggers vinden deze markt zo complex, dat ze er een premie voor eisen. Er zijn nog weinig standaarden, wat natuurlijk niet helpt. Het is inderdaad ook nog zoeken naar een goede benchmark. Volgens mij gaat de discussie niet zo zeer over de vraag of er een vergelijkbare liquide benchmark is – een high yield- of syndicated loan-index voldoet al snel – maar wat dan de premie is die we bovenop die benchmark kunnen plakken. Daar is weinig onderbouwing voor, zeker voor mezzanine. De instituten waarmee wij praten, komen ook allemaal weer met een ander verhaal.'

### Hoe verhoudt zich bij institutionele beleggers in Nederland de allocatie van private debt met die van private equity?

**De Ruiter:** 'Als we naar het hele spectrum van private debt kijken, dus inclusief direct lending en hypotheek, is private debt ondanks alle besproken uitdagingen door institutionele beleggers meer omarmd dan private equity. En dat is op zich bijzonder, omdat private equity al jaren een volwassen markt is. Slechts een minderheid van de Nederlandse pensioenfondsen belegt in private equity en als ze het al doen, is de allocatie niet zo groot. Direct lending is nog wél een nichemarkt, om de eerdergenoemde redenen.'

**Vissers:** 'Private debt is ontstaan als gevolg van de disintermediatie. Private equity bestaat al veel langer en is van de disintermediatie ook niet afhankelijk geweest. Over vijf jaar zullen we een ander gesprek over private debt voeren. Dan zal deze markt verder ontwikkeld zijn. Tegen die tijd is ook de uitwerking van het nieuwe pensioenakkoord en de uitwerking op beleggingsportefeuilles bekend.'

**Tan:** 'Tot nog niet zo lang geleden kregen we vaak van beleggers te horen dat ze of in private equity belegden, of in de standaard obligatiecategorieën. Tegenwoordig hebben steeds meer beleggers wel een idee bij private debt en waar het in de portefeuille past. Er zijn twee redenen waarom de beleggingscategorie steeds meer omarmd zal worden: een fundamentele reden, zeg maar de extra premie, en de mogelijkheid er maatschappelijk verantwoord beleggen in te integreren. Natuurlijk zijn er de green bonds, maar met private debt kunnen beleggers veel specifiekere en meetbaardere duurzame criteria inbouwen.'

### Wat kan de rol van direct lending zijn binnen een institutionele beleggingsportefeuille?

**Vissers:** 'Direct lending heeft overeenkomsten met vastrentende waarden, maar wordt onder andere door het buy-and-hold-karakter (beperkte liquiditeit) en de waarderingsmethodiek (market-to-model) vaker in de totale portefeuille als een aparte allocatie opgenomen. Wel wordt deze allocatie vaak door het team Vastrentende Waarden uitgevoerd.'

**De Ruiter:** 'Hypotheeken zetten wij in de matchingportefeuille. Onze direct lending-leningen zijn meestal 'subordinate' en worden in de returnportefeuille geplaatst. In het kader van direct lending in de returnportefeuille is het interessant om op te merken dat de meeste leningen een variabele rente kennen. Dat biedt bescherming tegen een stijgende rente en tegen een oplopende inflatie. Dat is voor een pensioenfonds best interessant.'

### Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB) wordt steeds belangrijker. Hoe past direct lending in deze ontwikkeling?

**Tan:** 'Dit is de essentie van onze dienstverlening. Direct lending leent zich bij uitstek om met die bedrijven zaken te doen die passen bij een bepaald duurzaamheidsplaatje dat een belegger nastreeft. Vervolgens borrelt dan wel snel de kostendiscussie op. Vergeleken met de vastrentende portefeuille is het natuurlijk een vrij dure beleggingscategorie, wat kosten betreft een bijna private equity-achtige

oplossing. We moeten beleggers ervan zien te overtuigen dat de extra kosten opwegen tegen het maatwerk dat geleverd wordt, in zowel financieel als maatschappelijk rendement. Dat lukt steeds beter.'

**Vissers:** 'Institutionele beleggers hebben steeds meer aandacht voor MVB. Dat wordt nu nog meer versneld door de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). De volgende vraag is dan welke beleggingscategorieën hier al voldoende ontwikkeling op hebben doorgemaakt. In eerste instantie natuurlijk de green bonds en daarna volgen de illiquide beleggingen. Pensioenfondsen willen hiermee vooroplopen en durven daar zelfs ook risico in te nemen. Dat kan direct lending helpen in zijn ontwikkeling, enerzijds omdat zo direct invloed kan worden uitgeoefend op welke MKB-bedrijven worden gefinancierd, anderzijds omdat deze beleggingscategorie zich zo op lokale MKBs richt. Het lokale financieringsprobleem oplossen mét aandacht voor duurzaamheid past prima binnen een MVB-kader.'

### Wat is de mogelijke impact van het nieuwe Pensioenakkoord op de aantrekkelijkheid van direct lending?

**De Ruiter:** 'Het gaat hier over de vraag of er meer ruimte komt voor illiquide beleggingen. In het nieuwe Pensioenakkoord ontstaat meer ruimte voor de langeretermijnambitie. Daarmee ontstaat ook meer ruimte om te beleggen in 'assets' met een langere horizon. Daar passen illiquide beleggingen prima bij. Het gaat de communicatie met deelnemers ook helpen. Ze zullen veel meer worden betrokken in de weg naar het einddoel toe. Illiquide beleggingen zijn minder sentimentsgevoelig en geven aldus rustigere beleggingsresultaten, wat de gemoedrust van deelnemers ten goede komt. De route naar het einddoel wordt immers minder volatiel.'

**Vissers:** 'Voor een van onze klanten hebben we onderzocht hoe hun deelnemers het liefste zouden beleggen. Duurzaam beleggen blijkt heel belangrijk te zijn. In het nieuwe Pensioenakkoord wordt de verbinding met duurzaamheid veel groter en private markten lenen zich goed om daar een invulling aan te geven. Directe leningen aan bepaalde soorten bedrijven, bijvoorbeeld een duurzaam agrarisch bedrijf, of een bedrijf dat met zonnepanelen energie opwekt, zijn ook heel tastbaar.'

### Welk rendement levert direct lending op en wat zijn de vooruitzichten?

**Tan:** 'De markt heeft nog veel potentie om te groeien, zonder dat dit direct druk zal geven op de rendementen. Wij mikken op bruto-rendementen van 10% of meer per jaar. Gecorrigeerd voor kosten komen we dan tussen de 6 tot 7% uit. Dat is een conservatieve schatting in een gecontroleerd risicoprofiel tussen senior loans en private equity in.'

**Vissers:** 'Bij middle market direct lending zien we de rendementen wel wat dalen door de grote concurrentie en de hoeveelheid 'dry powder'. Maar voor MKB direct lending is een rendement tussen de 7 en 12% bruto haalbaar, afhankelijk van waar je zit in de kapitaalstructuur.' «



Foto: Ruben Eshuis Fotografie

Hans de Ruiter