

Door Wtp meer ruimte voor alternatieve beleggingen

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Onder het nieuwe pensioenstelsel zullen veel beleggingscategorieën toegankelijker worden. Zo ook direct lending en andere sub-strategieën. Sinds de financiële crisis zijn veel alternatieve kredietstrategieën overgegaan van banken naar private kredietverstrekkers. Tegelijkertijd zijn de producten geprofessionaliseerd, met betere structuren en risicobeheer.

Kunnen jullie kort toelichten op welk deelgebied, welke sub-strategie, jullie je concentreren?

Sachin Patel: 'Ik begin met 'point of sale'-leningen. Dat zijn bepaalde leningen aan consumenten voor het doen van aankopen. Het specifieke karakter is belangrijk, want de eerste variant hiervan was de creditcard, een nogal bot instrument dat door iedereen voor van alles gebruikt kan worden. De 'point of sale'-leningen zijn daarentegen veel specifiek, waardoor je het kredietrisico, de verstrekking en het beheer veel gericht kunt inrichten. Ze hebben doorgaans een zeer korte looptijd, van vier weken tot zes maanden, leveren een hoog rendement en zijn relatief klein van omvang. Het gemiddelde leenbedrag kan zo klein zijn als honderd dollar, wat leidt tot zeer gespreide en fijnmazige portefeuilles.'

Guy Brooks: 'Onze 'working capital finance'-strategie is het verstrekken van financiering aan middelgrote en grote bedrijven in Europa en de Verenigde Staten die vastzittend werkkapitaal willen vrijmaken door hun vorderingen, schulden en voorraden te financieren. De leningen die we verstrekken hebben een looptijd van een maand tot een jaar en zijn van nature laag gecorreleerd met andere vastrentende posities. De portefeuille bestaat uit 40 leningen met duizenden onderliggende facturen, waardoor deze extreem gediversifieerd is met een beperkt risico op wanbetaling of verliezen.'

Hoe verschillen deze leningen van reguliere consumptieve leningen?

Patel: 'Het belangrijkste verschil is de

omvang. Zoals gezegd, deze leningen kunnen zo klein zijn als honderd dollar, terwijl een gewone consumptieve lening bijvoorbeeld tienduizend dollar kan zijn. Ook het doel is anders, 'point of sale'-leningen zijn bedoeld voor een specifieke aankoop. Het tweede verschil zit in de samenstelling van de portefeuille: 'point of sale'-leningen zijn veel gedetailleerder, wat je ook in staat stelt om te kiezen welk deel van het kredietspectrum je aanspreekt.'

Brooks: 'We verstrekken financiering tegen zeer kortlopende vorderingen en schulden aan bedrijven met een gemiddelde omzet van meer dan één miljard Amerikaanse dollar. Dit zijn grote en in sommige gevallen bekende namen – we verstrekken geen financiering aan kleine en/of middelgrote ondernemingen, of aan consumenten.'

Terug naar het toelichten van de sub-strategieën.

Lalantika Medema: 'Te beginnen met residentieel krediet. Dat zijn leningen die gedekt worden door woningen. We richten ons op assets in zowel de Verenigde Staten als Europa. Deze assets hebben goed gepresteerd qua risico-rendement. We garanderen ze een yield zonder leverage van midden tot hoge single digit. Met leverage kom je uit op lage tot gemiddelde percentages. Qua securitisatie is dit een asset class die beleggers goed kennen. Wij zijn een van de marktleiders op het gebied van securitisatie. We hebben ongeveer 160 securitisaties gedaan van residential mortgage backed securities (RMBS) en treden daarbij vaak zelf op als sponsor. Het biedt dus veel mogelijkheden om de illiquiditeitspremie te verzilveren in de private markt en deze later te gelde te maken in de publieke markt. Wat betreft andere sub-strategieën gaat het op het gebied van consumentenkrediet om een breed scala aan onderliggende assets: van studieleningen tot autoleningen en creditcardvorderingen. Wij zijn hier actief in het opkopen van 'legacy holders' – meestal banken – en werken daarnaast samen met originators en servicers om nieuwe assets aan te kopen. Tot slot omvatten luchtvaart- en equipment-financieringen assets die gedekt worden door fysiek onderpand. In beide segmenten zien we dat de originators – vaak gebruiken luchtvaartmaatschap-

Voorzitter:

Menno van den Elsaker,
APG Asset Management

Deelnemers:

Leticia Ferreras Astorqui,
Allianz Global Investors
Guy Brooks,
Pemberton Asset management
Paul Henriot,
HSBC Asset Management
Lalantika Medema,
PIMCO
Sachin Patel,
Neuberger Berman
Kevin Simons,
AF Advisors



VOORZITTER

Menno van den Elsaker

Menno van den Elsaker is Head of Alternative Credits en Hypotheken bij APG Asset Management. Sinds 2017 heeft hij zich beziggehouden met de oprichting en uitbreiding van beide beleggingscategorieën als aparte strategische allocatie binnen de klantportefeuilles. Daarnaast is hij bij APG lid van het management team van Fixed Income en het beleggingscomité voor private en kapitaalmarktbeleggingen.



Leticia Ferreras Astorqui

Leticia Ferreras Astorqui is Senior Portefeuillemanager in het Development Finance & Impact Credit-team van Allianz Global Investors, waar zij zich heeft gericht op het uitbreiden van AllianzGI's impactvolle private kredietaanbod in emerging markets, inclusief blended finance. Daarvoor werkte zij bij Macquarie Capital, gericht op aandelenbeleggingen in hernieuwbare energie in Latijns-Amerika. Zij werkte ook in Project Finance bij MUFG en Export Finance bij Citi.



Guy Brooks

Guy Brooks is a Managing Director and Head of Distribution in the Working Capital Finance team at Pemberton. He is responsible for coverage of non-institutional clients and asset managers together with providing product support for the institutional client coverage teams. Prior to joining Pemberton in 2021, Brooks was a Managing Director at Deutsche Bank and Global Head of Distribution & Credit Solutions.



Paul Henriot

Paul Henriot is Managing Director in de Capital Solutions Group (CSG) bij HSBC Asset Management en werkt sinds 2005 in de financiële sector. CSG is belast met het werven van fondsen en het creëren van op maat gemaakte aanbestedingen in particuliere en duurzame assets voor beleggersklanten van zowel institutionele als vermogensklanten van HSBC Asset Management.



Lalantika Medema

Lalantika Medema is Executive Vice President en Alternative Credit Strategist bij PIMCO, verantwoordelijk voor credit alternatives en strategieën met betrekking tot hypotheek en onroerend goed. Eerder werkte ze in het portfolio management-team en richtte ze zich op Mortgage-Backed Securities en residentiële leningen. Voordat ze in 2006 bij PIMCO kwam, werkte ze bij Deutsche Bank, waar ze zich specialiseerde in collateralized debt obligations (CDO's).



Sachin Patel

Sachin Patel trad in augustus 2022 in dienst bij Neuberger Berman als Managing Director van het Specialty Finance-team. Daarvoor richtte hij de Global Capital Markets-groep op bij Funding Circle Holdings Plc. Eerder werkte Patel bij de Insurance & Pensions ALM Solutions-divisie van Barclays Capital, waar hij Europese verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen adviseerde en private credit-investeringen structureerde.



Kevin Simons

Kevin Simons is Senior Consultant bij AF Advisors en heeft een sterke academische en professionele achtergrond in de financiële sector. Hij behaalde zijn master Financiële Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en is Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA). Simons richt zich op Investments-projecten met betrekking tot alternatieve beleggingen, met een speciale focus op private debt en Nederlandse woning-hypotheek. Simons is sinds 2018 werkzaam bij AF Advisors.

pijen een asset-light model – de assets liever niet op hun eigen balans houden.'

Leticia Ferreras Astorqui: 'Mijn team richt zich specifiek op private credit-strategieën in opkomende markten. De sub-strategie die ik wil toelichten is blended finance. Het idee is om institutionele beleggers toegang te geven tot opkomende markten, maar dan mét risicobeperking, zodat de beleggingsmogelijkheden in overeenstemming zijn met hun risicobereidheid van investment grade. Blended finance werkt met een vehikel – bijvoorbeeld een fonds – waarin kapitaal uit de private sector (vaak institutionele beleggers) in het algemeen een seniorpositie inneemt en profiteert van een first loss-laag van kredietrisico-bescherming. Die eerste verlieslaag wordt gefinancierd door publieke partijen zoals ontwikkelingsbanken of multilaterale instellingen (denk aan de Wereldbank, de African Development Bank, of FMO in Nederland). Deze instellingen nemen de eerste verliezen van de onderliggende portefeuille, zodat private beleggers in de senior tranche beter beschermd zijn tegen het onderliggende kredietrisico. Het idee achter blended finance is dat institutionele beleggers toegang krijgen tot emerging markets op een risicoloze en toch aantrekkelijke manier en tegelijkertijd een positieve impact creëren in doelmarkten. Deze oplossingen voorzien hen van diversificatie in de portefeuille, zonder hen direct bloot te stellen aan het volledige risico van opkomende markten. Dankzij de blended fondsstructuur, met inbegrip van

'Blended finance voorziet institutionele beleggers van diversificatie in de portefeuille, zonder hen direct bloot te stellen aan het volledige risico van opkomende markten.'

de first loss-laag, hebben institutionele beleggers exposure naar een risicoprofiel dat overeenkomt met investment grade.’

Paul Henriot: ‘Ik begin met RCF, oftewel Revolving Credit Facilities. Dat is een vorm van direct lending, maar dan specifiek gericht op deze revolving faciliteiten. Om het simpel te zeggen: het lijkt op een bankschuld voor bedrijven. Ze krijgen een kredietlijn waar ze flexibel gebruik van kunnen maken: opnemen en aflossen naar behoefte. De bedrijven in onze portefeuille hebben een EBITDA van tussen de 150 miljoen en 2 miljard, dus we zitten in het large cap-segment. Wat betreft risico-rendement: we richten ons vooral op senior secured financing voor bedrijven met een single-B rating. Momenteel zitten we rond de 15% netto IRR voor deze strategie. Een belangrijk punt is dat bijna 50% van onze IRR voortkomt uit de original issue discount, OID. We kopen deze leningen met korting aan, in een zeer illiquide markt – banken willen verkopen, kopers zijn er weinig. Onze tweede strategie is NAV Lending, dus financiering op fondsniveau voor private equity. We focussen op een lage Loan to Value bij aanvang – 10% tot 20% – bij fondsen met tien à vijftien onderliggende participaties. We verstrekken dan een lening op fondsniveau, met de assets als onderpand. Het is belangrijk om te zeggen dat we uitsluitend NAV-leningen doen waarvan de opbrengst opnieuw in het fonds wordt geïnvesteerd, en niet wordt uitbetaald aan de LP’s. Dat is cruciaal voor ons: we willen dat de LP’s, GP’s en wijzelf gelijkgericht zijn.’

Hoe passen de verschillende strategieën in een portefeuille van een LP? Hoe overtuig je beleggers om in te stappen?

Kevin Simons: ‘Je ziet duidelijke verschillen bij Nederlandse beleggers in hoe ver ze zijn met alternatieve kredietstrategieën. Met name bij kleine en middelgrote pensioenfondsen zie je dat ze nu pas beginnen met direct lending. Door de Wtp-transitie wordt meer ruimte voor alternatieve beleggingen verwacht, en direct lending kan daarvan profiteren. Voor het bredere segment alternative credit zie ik iets meer terughoudendheid, of liever gezegd: voorzichtigheid. De kleinere beleggers wachten vaak af wat de grotere

‘Door de pensioenhervorming wordt meer ruimte voor alternatieve beleggingen verwacht. Direct lending kan daarvan profiteren.’

beleggers gaan doen, mede door beperkte trackrecords of gebrek aan ervaring tijdens crisisperiodes. Om beleggers van iets te overtuigen, is kennisdeling cruciaal. Zorg dat iedereen weet wat er beschikbaar is, hoe het werkt, wat de risico’s zijn en hoe het past binnen een portefeuille.’

Patel: ‘Bij gesprekken met LP’s proberen we ze eigenlijk niet echt te overtuigen. We presenteren vooral onze oplossing voor een probleem dat zij zélf herkennen. Onze klanten zijn langetermijnbeleggers: verzekeraars, pensioenfondsen, stichtingen, staatsinvesteringsfondsen. Ze hebben doorgaans al exposure naar mid-market direct lending, en daar zijn ze tevreden over. Het probleem is dat hun hele private credit-allocatie bestaat uit corporate lending in allerlei smaken. Zelfs ‘special situations’ zijn vaak gewoon een andere variant van corporate lending. Onze oplossing is: producten met hogere rendementen, kortere duration en geen correlatie met corporate credit risk. Zo kunnen LP’s op twee manieren hun private credit-portefeuille diversifiëren: weg van corporate credit, kortere looptijd. >



‘Bij gesprekken met LP’s proberen we ze eigenlijk niet echt te overtuigen. We presenteren vooral onze oplossing voor een probleem dat zij zélf herkennen.’

Een typische zakelijke lening heeft een looptijd van vijf tot acht jaar. Vaak met bullet-aflossing, waardoor je pas aan het einde volledig inzicht hebt in het kredietrisico. Bij specialty finance is onze gemiddelde duration achttien maanden, en gaat het om amortiserende leningen – elke maand rente en aflossing. Dus je hebt hoogrenderende assets met kortere looptijd, dus minder risico. Bovendien kunnen we, doordat we maandelijke aflossingen ontvangen, het kapitaal doorlopend herinvesteren. Wij zijn een van de langst bestaande specialty finance-fondsen, gestart in 2017. Veel van de besproken sub-strategieën werden voorheen op de bankbalansen gehouden. Tot de financiële crisis. Sindsdien zijn ze overgegaan naar private kredietverstrekkers. Tegelijkertijd zijn de producten geprofessionaliseerd, met betere structuren en risicobeheer.’

Heeft de verschuiving van banken naar alternatieve krediet-verstrekkers én de toenemende behoefte aan diversificatie bij LP’s de interesse in deze

strategieën de afgelopen vijf jaar flink vergroot?

Medema: ‘Zeker. Maar ik zou niet zeggen dat we banken vervangen, eerder dat we samenwerken. Banken zijn nog steeds sterk in wat ze doen, ze willen de klantrelatie behouden en hebben de infrastructuur om leningen te origineren. Wat ze niet meer kunnen, is deze leningen op hun balans houden. De meeste klanten hebben al een goed opgebouwde direct lending-portefeuille. Ze willen hun direct lending-investeringen niet verkopen, maar zoeken naar aanvulling. Asset-based finance biedt die flexibiliteit via meerdere subsegmenten. Asset-based finance of speciality finance roept vaak het idee op van iets complex, maar het gaat echt om financiering van de reële economie. Dus we besteden veel tijd aan educatie: uitleggen hoe we aan die assets komen, hoe we ze beoordelen, hoe we ze beheren. Dat geeft beleggers een helder beeld van het risico dat ze lopen. Met betrekking tot trackrecords gaat het niet alleen om hoe lang wij als manager actief zijn, maar om de historische prestaties van de onderliggende asset class. Voor sommige strategieën is die geschiedenis kort (bijvoorbeeld vijf jaar), en die tijd was economisch relatief rustig. Dus we kijken altijd naar hoe lang de datageschiedenis is. Wij gebruiken bijvoorbeeld veertig miljard datapunten over consumenten.’

Brooks: ‘De asset classes trade finance en working capital finance verschillen niet van andere particuliere kredietstrategieën, waarbij de eisen van banken om meer kapitaal aan te houden voor niet-investeringswaardige kredieten na de financiële crisis ertoe hebben geleid dat ze zich meer richten op investerings-kredieten, waardoor een financieringsgat is ontstaan. Het gebruik van trade finance door institutionele beleggers is de afgelopen jaren echt op gang gekomen. De acceptatie en goedkeuring door enkele van de grootste consultants heeft dit proces aanzienlijk geholpen.’

Leticia, jij werkt met Emerging Market Debt (EMD). Hoe positioneren LP’s dit: binnen private credit, of binnen EMD? Hoe overtuig je hen om ten aanzien van deze sub-strategie stappen te zetten?



Ferreras Astorqui: 'Als wij met LP's spreken, horen we meestal twee bezwaren. Ten eerste het gepercipieerde risico: veel beleggers zien opkomende markten als zeer risicovol. Ze komen vaak uit een conservatief profiel. In de meeste gevallen gaat het om verzekeraars en pensioenfondsen met 97% van hun balans in Europa of andere OESO-landen. Ten tweede toegankelijkheid. Voor wie wél wil diversifiëren richting emerging markets, rijst de vraag: hoe dan? Buiten kapitaalmarktindices is er vaak weinig directe toegang tot emerging markets. Bij het positioneren van blended finance leggen we de nadruk op twee dingen: de aanwezige risicobeperkende maatregelen die zorgen voor een aantrekkelijk risicorendementsprofiel, en de voordelen van samenwerking met instellingen in de publieke sector als het gaat om originitie en kennis ter plaatse. Daarnaast vertellen we over de lage correlatie met andere EM-exposures en het feit dat het gaat om een sterk gespreide portefeuille. Omdat blended finance funds vaak geen externe rating hebben, kost het meer werk om met beleggers te praten over risico's, prestaties en de kracht van de data, wat soms een uitdaging is bij het aantrekken van een brede pool van instituties. Echter, voor beleggers met duurzaamheidsambities, zoals klimaat of net zero-doelstellingen, helpt deze strategie hen om deze commitments ook echt waar te maken. Steeds meer beleggers willen dat hun beleggingen een positieve impact maken, maar dan wel met duidelijke KPI's en in de context van de bestaande duurzaamheidsregulering (denk aan artikel 8 of 9). Een grote uitdaging is: waar plaats je deze strategie in de portefeuille? Sommige institutionele beleggers hebben een impact bucket, waar blended finance goed in past. Maar velen hebben die niet. In de praktijk valt het meestal onder het fixed income segment, of het alternative credit-gedeelte.'

Hoe positioneren Nederlandse LP's dit soort strategieën binnen credit?

Simons: 'Dat hangt erg af van de structuur van de portefeuille en van welke buckets er al zijn. Veel pensioenfondsen hebben een EMD bucket, dus blended finance zou daar logisch in passen. Maar in de praktijk is het vaak wel heel anders dan wat men daar gewend is. Hoewel het op het eerste gezicht

'Ik zou niet zeggen dat we banken vervangen, eerder dat we samenwerken. Banken zijn nog steeds sterk in wat ze doen.'

logisch lijkt, blijkt het in de praktijk toch vaak lastig. Bij grotere beleggers is het iets makkelijker, zeker als ze een impact bucket hebben, wat steeds gangbaarder wordt. Maar bij kleine tot middelgrote pensioenfondsen moet nog veel werk worden verricht om hun fixed income-segment te verbreden. Ze zijn nu vooral bezig met de eerste stap: diversificatie richting direct lending. Daarna volgt hopelijk meer ruimte voor de strategieën die we hier bespreken. Buitenlandse beleggers lijken al meer voortgang te hebben geboekt op dit vlak. Zij beleggen doorgaans al langere tijd in direct lending. Hierdoor is uitbreiding met alternative credit meer voor de hand liggend.'

Medema: 'Bij wereldwijde beleggers zie je dat private credit-allocaties nog steeds worden gedomineerd door direct lending. Maar de afgelopen twee jaar is asset-based finance echt de focus geworden. Zelfs als een klant nog niet precies weet wat het is, heeft die er genoeg over gelezen om te vragen: 'Vertel eens, wat doe je op dat gebied?' Sommige beleggers zijn steeds vaker op zoek naar een multi-sector benadering, dus niet óf direct lending óf asset-based finance, maar één vehikel waarmee je toegang krijgt tot meerdere private credit-strategieën.'

Ferreras Astorqui: 'Dat is een goed punt. Veel beleggers hebben nog geen impact-gerichte sub-strategie en zijn misschien niet zo bekend met deze investeringen, dus wij vergelijken het met iets dat ze wel kennen. In mijn geval: veel beleggers zijn niet bekend met blended finance. Als onderdeel van de introducties die we doen, vergelijken we daarom vaak de onderliggende assets met infrastructuurschulden, aangezien veel van onze fondsen investeren in infrastructuur of andere real assets en beleggers vaak al bekend zijn met infra debt of zelfs infra equity. Die vergelijking werkt goed, de performance kan even robuust zijn en >

investeringen in real assets zijn vrijwel hetzelfde ongeacht het land, dus we kunnen een vertrouwde basis leggen en vervolgens voortbouwen op de nuances van de opkomende markten.’

Henriot: ‘We zien dat de kennis onder beleggers enorm is toegenomen. Private markets zijn eerst opengesteld via private equity, daarna via direct lending. Nu horen we tijdens meetings steeds vaker dat direct lending verzadigd aanvoelt, zeker in het midden- tot large-cap segment. Diversificatie is dus een sleutel-thema. Beleggers zijn op zoek naar een andere looptijd, een ander risicoprofiel, andere onderliggende assets. RCF (revolving credit facility) is bijvoorbeeld grotendeels een liquiditeitsproduct met minder financiering, terwijl trade finance assets (zoals Factoring) worden ondersteund door een commerciële transactie, en geen financiële. Daardoor zit er automatisch een de-correlation in ten opzichte van klassieke kredietmarkten. Dat vinden beleggers aantrekkelijk. Wat betreft het trackrecord: ja, bij de meeste strategieën kunnen we daarop vertrouwen. Maar bij sommige, zoals NAV lending, is dat moeilijker. Dit soort strategieën bestaat nog niet zo lang en er is minder dan tien jaar aan betrouwbare statistieken beschikbaar. Daarom halen we er een externe rating bij, zodat beleggers een kader hebben om de strategie te positioneren vanuit een risicoperspectief, ook zonder lange historische data.’

Brooks: ‘Onze strategie kan op verschillende manieren worden bekeken. De lage wanbetalingspercentages van de asset class en het verbeterde rendement voor het risico betekenen dat het elke kredietstrategie kan complementeren, door het bieden van zero duration, lage volatiliteit en diversificatie. De korte looptijd van de

onderliggende assets betekent ook dat het een gunstige Solvency II-behandeling heeft.’

Hoe leg je NAV-leningen uit aan LP's? Die hebben zelf vaak ook exposure naar private equity.

Henriot: ‘Er is wel wat uitleg nodig. Sommige beleggers denken in eerste instantie dat dit private equity-risico is. Maar als wij met een BBB-rating werken, is het rendement doorgaans rond de 8% tot 9%, niet 15% tot 20%. Het is in de kern een investment grade-achtig kredietprofiel. Ja, de onderliggende assets zijn private equity (PE), maar door de enorme diversificatie en lage LTV is het risico heel anders. Bijvoorbeeld: een NAV-leningenfonds heeft tien tot twintig lines of investment (dat wil zeggen leningen aan een PE-fonds). Elk van deze PE-fondsen bevat weer tien tot twintig bedrijven in hun portefeuille. Dus met tien NAV-leningen heb je exposure naar 200 bedrijven, met lage LTV's. Zelfs in een zwaar scenario, zoals tijdens de financiële crisis, is de portefeuille aantoonbaar goed houdbaar. Als een private equity-bedrijf failliet gaat, wat zeldzaam is, blijft er vaak nog iets van waarde over. Zelfs als je op een distressed-niveau verkoopt, haal je vaak nog 40% van de oorspronkelijke waarde, dat wil zeggen twee keer coverage op je NAV-lening. Daarom krijgen we meestal een BBB-rating van een gerenommeerd bureau. Het is gewoon een veilig profiel.’

Wat valt er te zeggen over de slechte pers die NAV-financiering de laatste tijd krijgt?

Henriot: ‘Er zijn eigenlijk twee soorten NAV-leningen. De lage LTV-bankvariant (LTV van 10% tot 20%, lage risico's) en de deep LTV-variant (met LTV's van 50% tot 70%, en dat voelt meer als equity-risico). Bij onze fondsen richten we ons op de eerstgenoemde, waar het alignment of interest sterk is. En gelukkig heeft de International LP Association onlangs duidelijke richtlijnen voor NAV-leningen opgesteld, net zoals ze dat jaren geleden voor 'cap calls' deden. Er zijn nu dus duidelijke spelregels. NAV-leningen zijn een vorm van leverage, goedkoper dan funding op bedrijfsniveau, en kunnen potentieel veel waarde creëren, mits goed

‘De lage wanbetalingspercentages en het verbeterde rendement voor het risico betekenen dat onze strategie elke kredietstrategie kan complementeren.’

gestructureerd. Als een fonds al het kapitaal heeft opgevraagd, maar er toch meer nodig is om groei te stimuleren op hun portfolio company level, is NAV-lending een eenvoudig en goedkope manier om extra kapitaal in de portfolio-bedrijven te injecteren. Iedereen profiteert ervan. De kredietverstrekker ziet dat het geld wordt herbelegd, dus het onderpand groeit mee. De LP ontvangt mogelijk een iets hoger rendement. De GP kan meer waarde creëren, en dus ook meer carry verdienen. Het systeem werkt, en sinds er richtlijnen zijn voor NAV-leningen, is de toon van het debat compleet veranderd. Iedereen voelt zich nu veel comfortabeler met NAV-financiering.

Veel regelgeving over duurzaamheid richt zich op corporate credit en term loans, maar veel minder op gesecuritiseerde consumentenkredieten. Hoe gaan jullie daarmee om in jullie sub-strategieën?

Patel: 'Daar ben ik het mee eens. ESG-regelgeving is gericht op corporate credit. Voor specialty finance en asset-based lending is dat niet goed toepasbaar. Maar je kunt natuurlijk wel dezelfde principes hanteren. Bij ons ligt de focus vooral op de S (social) en de G (governance). Ja, we hanteren milieugerelateerde uitsluitingen, zoals geen kolenfinanciering. Maar de echte impact zit in hoe je leningen verstrekt aan consumenten of kleine bedrijven. Financiële inclusie is een belangrijk thema in onze portefeuille. Er zijn groepen mensen die moeilijk toegang krijgen tot krediet tegen redelijke tarieven. We hebben een portfolio bedrijf dat zich richt op leningen aan Latijns Amerikaanse inwoners in de Verenigde Staten, die vaak geen eerlijke rente kregen. Doordat de kredietverstrekker deze doelgroep goed kent, kunnen ze het risico beter inschatten en dus ook eerlijk prijzen. Vanuit governance-perspectief kijken we, net als bij bedrijfsleningen, naar hoe het bedrijf is georganiseerd. Hoe gaan ze om met personeel en klanten? Welke procedures hebben ze. Een groot probleem is het volgende: als je een fonds met honderdduizenden leningen hebt, is het bijna onmogelijk om op loan-level te rapporteren zoals vereist voor artikel 8. En dat staat de promotie van strategieën als duurzaam in de weg.'

Hebben jullie hierover contact met toezichthouders?

Patel: 'We spreken daarover met toezichthouders. Die begrijpen het probleem wel, maar er is nog weinig actie ondernomen omdat asset-based finance nog relatief klein was. Maar dat verandert: onze sector groeit snel en kan niet meer genegeerd worden. Zodra beleggers zelf om duidelijke regels vragen, zal de regulering volgen. Vraag komt vóór actie.'

Medema: 'In asset-based finance – of je nu kijkt naar woninghypotheken, consumentenkrediet, luchtvaartleasing of equipment finance – zie je dat elke sub-strategie zijn eigen ESG-nuances heeft. Je kunt dus niet een universeel framework gebruiken. Wij werken daarom nauw samen met onze portefeuillemanagers, zowel in ESG als in private credit, om per sub-strategie te bepalen welke ESG-factoren relevant zijn.'

Wat is de rol van technologie en AI bij de ontwikkeling en het risicomanagement van de sub-strategieën?

Ferreras Astorqui: 'Wij denken nog steeds na over manieren waarop AI ons meer kan helpen. Het wordt nu vooral ingezet voor data-analyse en KPI-monitoring. Een echte centrale database is er vaak niet, dus eerst moet je alle data verzamelen en AI gebruiken voor de analyse en identificatie van trends. Afgezien van data, zien we veel technologische vooruitgang in climate risk analysis. Er komen steeds meer platforms en datasets die inzicht geven in klimaatrisico's van specifieke locaties of bedrijven. Vele daarvan gebruiken ook AI.'

Henriot: 'Bij RCF en NAV hebben we maar twintig tot dertig leningen in een portefeuille. AI is daar nog niet echt relevant, want de database is beperkt en de informatie grotendeels privé. Bij trade finance wordt het wel interessanter. Denk aan supply chain finance of factoring. Het aantal debiteuren is vaak beperkt, maar de onderliggende facturen zijn talrijk. Hier zie je technologische verbeteringen-platforms ontstaan die iets van de documentatie automatisch kunnen verwerken, wat vooral handig kan zijn voor banken. We zien ook dat er platforms >

opkomen die vormen van trade finance kunnen bieden aan kleinere bedrijven, waarbij banken minder present zijn.’

Simons: ‘Ook voor kleinere partijen, zoals mijn consultancybureau met veertig mensen, zijn AI en data analytics waardevol. We bieden bijvoorbeeld benchmarks aan voor Nederlandse hypotheekbeleggingen op basis van loan-level data. Vroeger had je daar een heel quant-team voor nodig. Nu kunnen we dat veel efficiënter en daarmee ook goedkoper.’

Wat is jullie outlook voor de verschillende sub-strategieën? Groeit het belang? Welke trends zien jullie?

Patel: ‘De vraag vanuit LP’s is sterk gegroeid. We zijn nu op het punt dat we dat kapitaal ook echt kunnen absorberen. Als je vandaag een nieuwe private credit-portefeuille zou opbouwen, zou je waarschijnlijk niet beginnen met direct lending, maar eerder met asset-based finance. De Verenigde Staten zijn al langer leidend in deze markt. Europa begint nu echt te volgen, mede door regulatorische druk. Zelfs banken verkopen tegenwoordig ‘super prime’ consumptiekredieten aan private partijen.’

Medema: ‘De markt voor specialty finance is enorm, ongeveer twintig biljoen dollar. Als we met klanten spreken, benadrukken we vier zaken: 1. diversificatie, 2. complementariteit met bestaande allocaties, 3. harde assets als onderpand, 4. lage correlatie met bredere marktrisico’s. Als private credit-portefeuilles groeien, wordt dit een logische vervolgstap.’

Ferreras Astorqui: ‘Voor blended finance is samenwerking tussen overheid en private sector cruciaal. Er zijn wel zorgen over de bezuinigingen op de budgetten voor overheidssteun, zeker vanuit de Verenigde Staten, maar de conclusie is duidelijk: we moeten strategieën creëren die institutioneel kapitaal aantrekken om opkomende markten te financieren, vooral als het gaat om klimaatverandering. We kunnen de klimaatcrisis, die ons allemaal raakt, niet oplossen door ons alleen te richten op Europa of Noord-

‘NAV-leningen zijn een vorm van leverage, goedkoper dan funding op bedrijfsniveau, en kunnen potentieel veel waarde creëren, mits goed gestructureerd.’

Amerika. De interesse groeit, ook vanuit verzekeraars en pensioenfondsen. En ondanks politieke onzekerheid blijven veel beleggers hun duurzaamheidsdoelen trouw en onderzoeken ze manieren om dit te bereiken, inclusief blended finance.’

Henriot: ‘Er is veel concurrentie in de mid- tot large-cap direct lending-markt. Margins zijn scherp gedaald, van 5% tot 3,5% in twee jaar aan het lange einde van de markt – Broadly Syndicated Loans to TLB. Dat betekent dat er veel interesse is in diversificatie en differentiated origination. Ook aan de aanbodkant zien we een voortdurende verschuiving. Banken kijken nog steeds naar het pro-actief managen van hun balans, vanwege regelgeving, kapitaaldruk, en mismatch tussen deposito’s en langlopende rekeningen.’

Simons: ‘Vanuit Nederlands perspectief betekent de pensioenstelselherziening dat het oude systeem met risicopremies verdwijnt. In het nieuwe stelsel kunnen veel beleggingscategorieën toegankelijker worden, dus ook direct lending en sub-strategieën zoals deze. Maar de overgang duurt nog twee à drie jaar. In de tussentijd moeten we werken aan kennisdeling.’

Brooks: ‘Buiten de bankenwereld beginnen de kenmerken van de asset class trade finance als beleggingen nog maar net bekend te worden. We denken dat we aan het begin staan van de reis om een enorme markt te ontsluiten. Omdat beleggers blijven zoeken naar diversificatie en lage volatiliteit, zal de vraag naar deze assets blijven groeien. We hebben de afgelopen twaalf maanden een enorme toename in interesse gezien en hebben geen redenen om aan te nemen dat dit zal veranderen. De huidige marktvolatiliteit zal deze groei alleen maar ten goede komen.’ ■

IN HET KORT

Er zijn duidelijke verschillen tussen Nederlandse beleggers in hoe ver ze zijn met het implementeren van alternatieve kredietstrategieën. Met name kleine en middelgrote pensioenfondsen beginnen nu pas met direct lending.

Het gebruik van de asset class trade finance door institutionele beleggers is pas de laatste jaren op gang gekomen.

Veel pensioenfondsen hebben een EMD-bucket, dus blended finance zou daar logisch inpassen.

ESG-regelgeving is gericht op corporate credit. Voor specialty finance en asset-based lending is dat niet goed toepasbaar. Maar je kunt wel dezelfde principes hanteren.

In asset-based finance heeft elke sub-strategie zijn eigen ESG-nuances. Een universeel framework is niet bruikbaar.