

Private debt zal mainstream blijven

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



De afgelopen jaren waren positief voor private debt. Maar met een recessie op komst is het nu de vraag hoe beleggers de risico's en de illiquiditeit van private debt in de toekomst zien. Gaan beleggers zich richten op de minder risicovolle en meer gediversifieerde strategieën binnen de private debt markt?

Wat verstaan jullie onder private debt? Welke categorieën vallen eronder, welke stakeholders participeren erin en wat is hun rol?

Stuart Hitchcock: 'Private debt is meestal niet beursgenoteerd. Het betreft beleggingen die overwegend worden aangehouden in de vorm van obligaties of leningen, in de meeste gevallen tegen een vaste rente, hoewel een variabele rente ook mogelijk is. Ze worden bijna altijd gekocht door buy-and-hold-beleggers, zoals verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. Er is geen minimale transactieomvang. De omvang varieert van een paar honderd-duizend tot meerdere miljarden dollars, afhankelijk van de aard van de lener en zijn kredietkwaliteit. Je kunt de financiering afstemmen op het gewenste cashflow-profiel, de beoogde valuta en de gezochte looptijd. De tegenprestatie van private financiering is het bieden van structurele bescherming in de vorm van financiële convenanten. De financiering kan al dan niet gedekt zijn, hetgeen afhankelijk is van de asset class en de uitgever. Elke type emittent heeft toegang tot de markt, van kleine private sub-investment grade bedrijven tot de allergrootste investment grade multinationale organisaties.'

Hikmet Sevdican: 'Ik denk dat eigenlijk alles wat een liquiditeitspremie biedt ten opzichte van publieke kapitaalmarkten, voor beleggers private debt is.'

Ronald Verhagen: 'Ik zie debt in zijn algemeenheid als een spectrum. Aan de ene kant heb je de bekende publieke categorieën zoals high yield of investment grade, aan de andere kant zijn er de bekende voorbeelden van private debt, zoals direct lending en SME-loans. Daartussenin

liggen bijvoorbeeld mortgage-backed securities en CLOs. Die zijn in wezen onderliggend opgebouwd uit illiquide leningen en tot stand gekomen tussen private partijen. Vervolgens zijn deze leningen verpakt in liquide verhandelbare effecten in publieke markten.'

Gianpaolo Pellegrini: 'Een ander kenmerk van wat over het algemeen als private debt wordt beschouwd, is dat de leningen gewoonlijk worden verstrekt door institutionele beleggers, in tegenstelling tot de balansschulden van een bank. Eigenlijk is ook de markt van bankleningen privaat en zijn co-investeringen tussen banken en private debt-fondsen mogelijk in wat wij parallelle leningen noemen.'

Salim Jaffer: 'Private markets beleggers moeten nadenken over de verschillende segmenten van de private debt-markt en over de vraag naar en het aanbod van kapitaal in elk segment daarvan. Dit is des te belangrijker gezien het feit dat privaat kapitaal is ingesprongen waar banken zich terugtrokken op het gebied van zakelijke kredietverlening. Maar in de meer esoterische delen van de private debt-markt hebben traditionele kredietverstrekkers, niet alleen banken, zich na de wereldwijde financiële crisis in groten getale teruggetrokken, waardoor er financieringsgaten ontstonden.'

Guy Israel: 'Private debt representeert de niet-publieke kant van de markt. Binnen de private debt-markt zijn de banken goeddeels verdwenen, terwijl het markt-aandeel van institutionele kredietverstrekkers op de particuliere debt-markt daarentegen aanzienlijk is toegenomen. In de huidige markt is de lenerskant, en dus uiteindelijk het kredietrisico, het belangrijkste.'

Cécile Mayer Lévi: 'Private debt is ontstaan als gevolg van positieve en negatieve factoren. Een positieve factor was de groeiende behoefte aan een alternatieve financieringsbron, wat gezien kan worden als een onderdeel van een wereldwijde trend om ondernemingen met privaat geld te financieren. Maar negatief was dat private debt natuurlijk ontstond toen banken zich begonnen terug te trekken na de Global Financial Crisis van 2007-2008. Private debt werd aanvankelijk gezien als schaduw->

Voorzitter:

Marthe Tuinstra,
Shell Asset Management
Company

Deelnemers:

Stuart Hitchcock,
Legal & General Investment
Management
Guy Israel,
MV Credit (onderdeel van
Natixis Investment Managers)
Salim Jaffer,
PIMCO
Cécile Mayer Lévi,
Tikehau Capital
Gianpaolo Pellegrini,
Muzinich & Co
Hikmet Sevdican,
Rabo Fund Management
Ronald Verhagen,
AF Advisors



VOORZITTER

Marthe Tuinstra

Marthe Tuinstra is sinds oktober 2021 Senior Portfolio Manager External Mandates bij Shell Asset Management Company. Daarvoor werkte zij als Senior Portfolio Manager Alternative Fixed Income binnen het External Mandates Team van PGB Pensioendienst (voorheen Timeos). Eerder bekleedde zij commerciële functies bij AXA en GSAM. Tuinstra behaalde een Bachelor of Economics en een Master of Financial Economics aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.



Stuart
Hitchcock

Stuart Hitchcock is Head of Portfolio Management Private Credit bij LGIM. Voordat hij daar begin 2018 in dienst trad, richtte hij voor New York Life Investors het internationale kantoor voor beleggingsbeheer op. Hij behaalde onder andere een PhD aan de Universiteit van Southampton en een Executive MBA aan de Judge Business School (University of Cambridge).



Guy
Israel

Guy Israel is Directeur bij MV Credit, een onderdeel van Natixis Investment Managers. Hij trad daar in 2014 in dienst als lid van het investeringsteam. Eerder werkte hij in het UK Mergers and Acquisitions Team bij Barclays Capital in Londen, met de nadruk op private en publieke transacties in EMEA. Hij behaalde een BSc (First Class) in Accounting & Finance aan de Universiteit van Warwick.



Salim
Jaffer

Salim Jaffer is een Senior Vice President en Productstrateeg gericht op de alternatieve beleggingsstrategieën bij PIMCO. Eerder was hij onderdeel van het accountmanagementteam voor de institutionele klanten in het Verenigd Koninkrijk en Ierland. Daarvoor was hij Productspecialist op het gebied van investment grade, high yield en multi-sector credit.



Cécile
Mayer Lévi

Cécile Mayer Lévi is sinds 2013 in dienst bij Tikehau Capital als Hoofd Private Debt. Zij werkte eerder bij Ardian (voormalig AXA Private Equity) en begon haar carrière in 1988 bij Merrill Lynch (Corporate Finance en M&A). In 1991 trad ze toe tot Elig, een private equity fund in Frankrijk. In 2001 verschoof haar focus richting mezzanine debt en werd zij benoemd tot Investment Director bij Omnes.



Gianpaolo
Pellegrini

Gianpaolo Pellegrini is Managing Director Private Markets bij Muzinich & Co. Hij is verantwoordelijk voor de investeringen en het beheer van de Parallel Lending-strategie en maakt deel uit van de investeringscomités voor zowel de Parallel Lending- als de Capital Solutions-strategieën. Hiervoor werkte Pellegrini bij Mediobanca, meest recentelijk als Hoofd UK Debt Origination in Londen.



Hikmet
Sevdican

Hikmet Sevdican is CEO van Rabo Fund Management en is verantwoordelijk voor het beheer en beleggingen in Nederlandse woninghypotheken. Hij heeft in 2018 Vista Hypotheken opgezet om woninghypotheken beschikbaar te stellen voor institutionele beleggers. Sevdican is in 2001 begonnen in de fixed income vermogensbeheerindustrie bij APG en Robeco, waarna hij Co-Founder en Managing Partner was bij Dynamic Credit Partners Europe.



Ronald
Verhagen

Ronald Verhagen is een Senior Consultant bij AF Advisors. Hij houdt zich voornamelijk bezig met projecten op het gebied van investment consultancy en duurzaamheid. Verhagen heeft een MSc International Finance van de Universiteit van Amsterdam. Hij is sinds 2021 werkzaam bij AF Advisors en heeft zeven jaar ervaring in de sector.

‘In een omgeving van stijgende rentes worden de strategieën met de langste looptijden het hardst geraakt. Andere strategieën, die met een lage duration en variabele rente, zijn beter beschermd in zo’n omgeving.’

bankieren en kwam geleidelijk in de schijnwerpers te staan om mainstream te worden. Private debt verwijst, in tegenstelling tot bankfinanciering, meestal naar de middellange tot lange termijn en naar bulletfinanciering, aangehouden door private debt-fondsen, die worden beheerd door managers met een beleggersmentaliteit, in tegenstelling tot een meer silo-achtige aanpak zoals bij een bank.

Is de interactie tussen lener en kredietverstrekker veranderd doordat er mogelijk een recessie aankomt? Gaat de belegger een dominerende rol spelen in de toekomst?

Hitchcock: ‘Recessieomstandigheden brengen kansen met zich mee, maar ook risico’s. In de loop der jaren heb ik tijdens moeilijker economische omstandigheden onder meer gezien dat institutionele beleggers meer waarde hechten aan het soort structurele bescherming dat bij private debt-beleggingen wordt geboden.’

Lévi: ‘Ja, de onderhandelingsmacht is weer in het voordeel van de kredietverstrekkers als gevolg van de schaarste aan beschikbare financiering en van hung syndicats.’

Wat zijn de voordelen en risico’s van beleggen in private debt?

Jaffer: ‘Beleggers die alloceren naar private debt, zoeken doorgaans toegang tot niet-traditionele bronnen van rendement als bron van diversificatie van hun beleggingsportefeuille, met name ten opzichte van het aandelenrisico.’

Verhagen: ‘Sommige alternatieve credit- of private debt-strategieën hebben voor spelbare kasstromen die kunnen worden afgestemd op de verplichtingen van een institutionele belegger. Specifieke sub-asset classes, bijvoorbeeld hypotheek, hebben een langere looptijd. Die passen daarmee typisch bij de verplichtingsstructuur van pensioenfondsen.’

Hitchcock: ‘Het liquiditeitsrisico is op dit moment heel relevant door de gebeurtenissen in de wereld. Op portefeuillebasis kan het liquiditeitsrisico goed worden gemanaged, kijkend naar de looptijden en de aard van de assets waarin wordt belegd. Bovendien zijn private beleggingen, met name op het gebied van investment grade, meer liquide dan men denkt.’

Sevdican: ‘Gebrek aan beschikbare assets om te investeren in illiquide markten is zeker iets waar je aan moet denken, vooral ook wanneer de spreads krap zijn.’

Jaffer: ‘Naast het liquiditeitsrisico houdt private debt een complexiteitsrisico in, aangezien het gaat om niet-publiek verhandelde assets die een onafhankelijke kredietbeoordeling en -acceptatie behoeven. In sommige gevallen kan private debt ongedekt zijn. Op de markt voor consumptiekredieten kunnen posities bijvoorbeeld de vorm aannemen van portefeuilles van ongedekte leningen aan kredietnemers. De toegang tot en de analyse van dit marktsegment vereist specifieke kennis en is data-intensief, hetgeen een complexiteitspremie oplevert.’

Lévi: ‘Als voordeel zie ik een risicopremie met een hoger verwacht rendement voor gedekte senior financiering, meestal met convenanten en een variabele rente. Als risico zie ik een liquiditeits- en waarde-risico, aangezien er per definitie nog geen harmonisatie is van de waarderingsmethodes en de interpretaties van de reële marktwaarde voor onderhandse leningen.’

Wat kan private debt doen in een verzekeringsportefeuille?

Hitchcock: ‘Private debt stelt je in staat te diversifiëren, onder andere per kredietnemer, asset class, sector, subsector, geografie en valuta. Binnen een verzekerings- of pensioenportefeuille kan private debt worden gebruikt voor cashflow-gedreven beleggingsstrategieën, waarbij de kasstromen van verplichtingen goed op elkaar aansluiten.’

Pellegrini: ‘Als je het voor risico gecorrigeerde rendement van private debt beoordeelt, is het voor verzekeringsportefeuilles zeer interessant in vergelijking met andere beleggingsstrategieën. Met name de Solvency Capital Requirements worden geminimaliseerd door een hoge mate van diversificatie, granulariteit van de portefeuille, een kortere gemiddelde looptijd en sterk ongecorrigeerde securities. Daarom zijn wij van mening dat de strategieën die zich binnen private debt op deze kenmerken richten – zoals parallelle leningen – bijzonder aantrekkelijke kapitaal-efficiënte rendementen bieden voor verzekeringsportefeuilles.’ >

Hoe is de markt van private debt in de afgelopen vijf jaar veranderd en welke rendementen hebben we gezien in de verschillende categorieën binnen private debt?

Lévi: ‘Private debt is nu, in tegenstelling tot de begindagen, echt mainstream geworden. Dat betekent dat er een heel netwerk en systeem achter zitten. Daarom komen er ook steeds meer investeerders en meer en meer vermogensbeheerders om transacties te creëren en te origineren. Er is een steeds efficiëntere markt ontstaan, waardoor de prijzen zijn gedaald.’

Sevdican: ‘De afgelopen vijf jaar waren positief voor private debt. Nu, met een recessie op komst, is het de vraag hoe beleggers de risico’s daarvan zien in de toekomst en hoe ze aankijken tegen illiquiditeit.’

Hitchcock: ‘Persoonlijk denk ik dat er vier belangrijke veranderingen zijn opgetreden. Ten eerste was er de infrastructuurhause, voorafgaand aan de COVID-19-crisis, die in feite al een decennium gaande was. Gezien de inhaalvraag naar deze assets en het feit dat aanzienlijke investeringen zijn uitgesteld vanwege de pandemie, zouden we binnenkort een nieuwe toename van activiteit op dit vlak kunnen zien. Ten tweede zien we de opkomst van ESG-overwegingen bij beleggingen, vooral in de afgelopen twee à drie jaar. De derde verandering is volgens mij de toename van Europese beleggers die kijken naar private debt in het algemeen. Ze zijn volgens mij over het algemeen meer gericht op lokale markten en sub-investment grade in plaats van op investment grade. Ten slotte denk ik dat er een toenemende bereidheid is om lager op de curve te gaan, wat een weerspiegeling is van de wens om de particuliere

markten te gebruiken voor een nog grotere rendementsverhoging.’

Sevdican: ‘Er is een verandering opgetreden in de relatieve effectiviteit van de hypotheekmarkt. Vanwege de extra vraag van Nederlandse pensioenfondsen en de concurrentie die ontstond, is de illiquiditeitspremie gedaald van honderd naar ongeveer vijftig basispunten. Dat was een goede zaak voor de hypotheekmarkt.’

Jaffer: ‘Ik ben het ermee eens dat private debt een mainstream asset class is geworden en ik verwacht dat dat in de toekomst zo blijft. De afgelopen tien jaar is echter vooral in bepaalde delen van de private debt-markt een aanzienlijke hoeveelheid kapitaal gevormd. In deze marktsegmenten zijn we getuige geweest van een verslechtering van het voor risico gecorrigeerde rendement, hetgeen onvermijdelijk is wanneer kapitaal concurreert om dezelfde leningsmogelijkheden. Verder moeten we onszelf eraan blijven herinneren dat we de afgelopen vijf tot tien jaar hebben gewerkt in een vrij laag en gunstig renteklimaat en dat we nu in een nieuw paradigma komen gezien de scherpe aanpassing van de rentevoeten.’

Pellegrini: ‘Het is waar dat we in een omgeving hebben gezeten die, ook wat het risico betreft, de laatste vijf tot tien jaar zeer gunstig was. De vraag is dus hoe de toekomstige omgeving eruit zal zien. Ik wil niet vooruitlopen, maar het is duidelijk dat er aan de extreem gunstige risico-omgeving voor private debt een einde zal komen. Daarom verwachten wij dat beleggers zich zullen richten op de minder risicovolle en meer gediversifieerde strategieën binnen de private debt-markt.’

‘Het is duidelijk dat er aan de extreem gunstige risico-omgeving voor private debt een einde zal komen. Daarom verwachten wij dat beleggers zich zullen richten op de minder risicovolle en meer gediversifieerde strategieën binnen de private debt-markt.’

Hoe gaat het op dit moment met private debt, vergeleken met voorgaande jaren, gezien de huidige renteverhogingscyclus?

Israel: ‘Private debt heeft het heel goed gedaan in 2022. We hebben gezien dat obligaties en leveraged loans uiterst moeilijk verkrijgbaar of te structureren waren. Er waren misschien wel mogelijkheden om ze uit te geven, maar voor emittenten is het niet eenvoudig om goed te timen en daardoor zekerheid over middelen te krijgen. We hebben het er al over gehad dat banken zich gedeeltelijk hebben teruggetrokken. Voor hen is het heel moeilijk marktaandeel

terug te winnen, want als directe kredietverstrekkers eenmaal gevestigde kredietverstrekkers zijn geworden, is het lastig hen te verdringen.’

Lévi: ‘Met betrekking tot private debt is er sprake geweest van een massale versnelling. We zijn in 2021, wat een piekjaar zou worden, als het ware overweldigd. De omvang van private debt is aanzienlijk toegenomen tot een bedrag in de orde van grootte van \$ 1,2 biljoen AUM, gebaseerd op AIMA-data. De accumulatie van negatieve factoren in 2022 heeft geleid tot een moeilijke en verwarrende markt.’

Verhagen: ‘We leven momenteel in inflatoire tijden, wat natuurlijk angstaanjagend is voor beleggers in vastrentende waarden. In een omgeving van stijgende rentes worden de strategieën met de langste looptijden het hardst geraakt. Andere strategieën, die met een lage duration en variabele rente, zijn beter beschermd in zo’n omgeving. Wat betreft het renterisico zijn strategieën met een variabele coupon goed beschermd. Aan de andere kant zullen onderliggende leningnemers onder druk komen te staan indien ze de stijgende rentekosten niet kunnen dragen of niet kunnen doorberekenen aan klanten. Alle managers zullen vandaag de dag zeggen dat ze conservatief opereren, maar we zullen de komende kwartalen moeten zien hoe dat uitpakt.’

Sevdican: ‘De markt heeft het op dit moment erg moeilijk. De spreads zijn veel groter geworden. Het is de vraag of voldoende emittenten bereid zijn om tegen de huidige tarieven te lenen in een tijd waarin ze zelf ook in een moeilijke situatie zitten. Veel van hun klanten zijn, gezien de inflatiecijfers, misschien niet in staat te betalen, en de eigen productie lijdt ook. In de markt van private debt is dus sprake van een dubbele dreiging: waar gaat dat heen?’

Jaffer: ‘De asset class private debt heeft dit soort omstandigheden in de afgelopen 10+ jaar nog niet meegemaakt en het valt nog te bezien hoe zij zal presteren. Gezien de lage rente in de afgelopen jaren hebben sommige bedrijven hun schuldniveau verhoogd en moeten zij hun kapitaalstructuur uitbreiden, wat een uitdaging zal zijn gezien de huidige economische omstandigheden. Bovendien kan de vraag van beleggers naar private debt op korte termijn

vertragen, vanwege het denominator-effect van lagere publieke waarderingen ten opzichte van stabielere posities op de private markets in de portefeuilles van beleggers. De scherpe herprijzing op de public debt markets kan ook aantrekkelijker relatieve risicogewogen rendementen opleveren voor vastrentende beleggers.’

Hitchcock: ‘In de afgelopen twintig jaar hebben we een paar grote marktgebeurtenissen gezien, waar het investment grade-deel van de private debt-markten doorheen is gezeild. Private debt omvat veel verschillende asset classes en delen van het kredietpectrum, maar ik denk niet dat we de sub-investment grade-delen van de private debt-markt eerder door een cyclus hebben zien gaan, dus dat wordt heel interessant.’

Pellegrini: ‘Aangezien de primaire markten voor sub-investment grade public debt tegenwoordig vrijwel gesloten zijn, koop je met je belegging in public debt in feite op de huidige secundaire markt. Dat is een heel andere investeringsbeslissing en met een ander risico dan een private debt-fonds dat vandaag wordt opgezet en dat nieuwe beleggingsstructuren zal omvatten op basis van de huidige beleggingsomgeving.’

Sevdican: ‘De spreads zijn toegenomen en in de huidige situatie aarzelen beleggers meer om hun geld te steken in de illiquide ruimte. De vraag is hoe het momentum zal zijn in de recessie-omgeving wanneer wanbetalingen beginnen plaats te vinden.’

Jaffer: ‘In een wereld van zwakke economische groei met hoge inflatieverwachtingen, die waarschijnlijk zullen aanhouden, zullen er naar verwachting herfinancieringen en herkapitalisaties van ondernemingen gaan plaatsvinden, waardoor mogelijkheden ontstaan voor flexibele kapitaalverschaffers. Hoewel dit misschien geen wanbetaling betekent, zullen sommige kapitaalstructuren van ondernemingen moeten worden aangepast.’

Lévi: ‘In het geval van wanbetalingen zijn de kredietverstrekkers verplicht maatregelen >

‘Het is de vraag of voldoende emittenten bereid zijn om tegen de huidige tarieven te lenen in een tijd waarin ze zelf ook in een moeilijke situatie zitten.’



CV

Natalie Howard

Natalie Howard has more than 30 years of real estate experience and is Head of Real Estate Debt at Schroders Capital. She has worked in various segments of the capital structure of various property classes, both on the sell side and the purchase side. Prior to joining Schroders, Howard held executive positions at DRC Capital, AgFe, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Charterhouse Bank and Paribas.

Financial Investigator presented Natalie Howard, Head of Real Estate Debt at Schroders Capital, with three questions:

What are the benefits of adding private debt to an investment portfolio?

‘Private debt offers investors access to floating rate income, contractual cash flows, lower mark-to-market volatility than public markets and less correlation to headline risks during volatile periods. Private debt also provides access to markets which are less easily accessible, increasing portfolio diversification. In our view, the best opportunity for risk adjusted returns can be found within European real estate debt. We can source transactions with a senior secured first mortgage position, full suites of covenants and with experienced sponsors which provide gross returns of 6-7%. Banks and other lenders are pulling back from providing debt financing, creating a market in which there are lender friendly terms.’

How attractive is private debt versus public debt, given yield levels have risen within public debt? In other words, is the search for yield still a valid argument for private debt?

‘Private debt remains attractive. The return pick up from private debt is very likely to persist over the longer term. Public markets volatility provides trading opportunities, but over longer time periods we expect investors to be compensated for illiquidity and complexity of a more difficult to access market. The control offered in private debt – control as the first mortgage, of being able to structure the transaction and having a long term relationship with the borrower, which can help manage transactions in times of stress, mean that private debt will remain attractive.’

How do you see private debt evolve (in your portfolio) in the next five years?

‘We expect the characteristics of the asset class to prove their worth during periods of macro uncertainty. As outlined above, the control elements of the asset class make is particularly attractive. Being the sole lender, and being able to work with the borrower to exit at par, make it attractive in uncertain times.’

‘Private debt offers investors access to floating rate income, contractual cash flows, lower mark to market volatility than public markets and less correlation to headline risks during volatile periods.’

te nemen om te proberen het businessmodel van de kredietnemer overeind te houden. Er moet tijd worden genomen om te herstructureren. Private debt kan een goede optie zijn vanuit het perspectief van het management of de aandeelhouder. Geholpen door een op maat gemaakt documentatieraamwerk met strakke convenanten kunnen private kredietverstrekkers eventuele moeilijkheden op de voet volgen en het management en de stake-holders helpen te anticiperen bij verwachte vertraging en achterblijvende performance.’

Hitchcock: ‘Wat betreft de kansen voor de toekomst denk ik dat infrastructuur aanzienlijk zal toenemen, terugkerend naar het niveau van vóór de COVID-19-crisis of nog zelfs hoger. We zullen ook veel duurzaamheidsgerelateerde financieringen blijven zien, bijvoorbeeld voor de renovatie van gebouwen, energiesystemen, upgrades, elektrificatie van vervoer enzovoort. Afhankelijk van wat er volgend jaar gebeurt met wanbetalingen, kunnen we denk ik rekenen op een betere differentiatie van het kredietrisico in de prijsstelling. Dat zou erop kunnen wijzen dat niet-cyclische sectoren op korte termijn beter zouden kunnen presteren, maar in het algemeen zouden we een beter evenwicht tussen risico en rendement kunnen zien. En dat zou positief zou zijn.’

Jaffer: ‘In de hele sector wordt veel aandacht besteed aan de verspreiding van private debt-strategieën onder beleggers die te weinig alloceren naar private markets en op zoek zijn naar hogere rendementen. Dit is een belangrijk aandachtsgebied voor veel alternatieve beleggingsplatforms die de toegang tot private debt-markten willen ‘democratiseren’ en ik verwacht dat dit de komende vijf jaar een belangrijke trend in de sector zal zijn. In de toekomst zal het interessant zijn om te zien welk effect deze nieuwe golf van beleggers heeft op de private debt-beleggingscategorie.’

Verhagen: ‘De komende vijf jaar worden moeilijker, omdat de toetredingsdrempels in de private debt-markt steeds hoger worden. Dat komt in de eerste plaats door de eisen van beleggers. Alles wordt steeds professioneler en volwassener in de markt. Als je kijkt naar het regelgevingskader, worden de eisen aan vermogensbeheerders almaar strenger. Het wordt ook steeds lastiger om alle noodzakelijke documen-

‘Voor private debt is ESG een geweldige kans om meer te gaan vragen op het gebied van rapportage en transparantie, zowel vanuit het oogpunt van de leners als van de beheerders.’

tatie en rapportageverplichtingen te verstreken. Dit werkt consolidatie en schaalvergroting in de sector in de hand.’

Lévi: ‘Wij zijn nu bijna vijftien jaar geleden begonnen met ons private debt-initiatief en we zien dat deze markt steeds dieper en gespecialiseerder wordt, maar ook rijp is voor consolidatie. Schaal is essentieel geworden in lijn met de groei van de financieringsbehoeften om te kunnen inspelen op een breed scala aan behoeften in het middensegment.’

Is ESG voldoende geïntegreerd in private debt in vergelijking met andere strategieën op de private markets? Kan private debt worden overwogen voor impactstrategieën? Hoe kan private debt impact creëren in de BV Nederland/BV Europa? Hoe kan private debt bijdragen aan de weg naar netto nul?

Israel: ‘ESG is voor alle beleggingscategorieën meer in zwang geraakt. Voor private debt is het een geweldige kans om meer te gaan vragen op het gebied van rapportage en transparantie, zowel vanuit het oogpunt van de leners als van de beheerders. Nu we in een moeilijker omgeving zitten, wordt ESG weer meer een punt van discussie. Maar omdat we nu eenmaal de ESG-kant op zijn gegaan, in de zin van het vaststellen van een rapportagenorm en het vaststellen van de doelstellingen die bedrijven proberen te halen, is het heel moeilijk om daar afstand van te nemen.’

Verhagen: ‘Ik ben van mening dat ESG in twee dimensies moet worden benaderd. Ten eerste is er de hygiënefactor, oftewel de reeks minimumnormen ten aanzien van bedrijven waaraan je geld wilt lenen. Dit kun je modelleren in een intern ESG-framework. Ten tweede, en misschien nog wel belangrijker, is de additionaliteit. Wat is de echte impact die je realiseert door een >

‘Private debt stelt je in staat te diversifiëren, onder andere per kredietnemer, asset class, sector, subsector, geografie en valuta.’

lening te verstrekken? Terwijl er de afgelopen jaren veel aandacht is geweest voor het eerste deel, gaan steeds meer investeerders richting het tweede deel. In toenemende mate worden er leningen verstrekt die

sustainability-linked loans worden genoemd, waarbij de leningen aan bedrijven zo zijn gestructureerd dat rentebetalingen worden gekoppeld aan de tevredenheid van een of meer vooraf gespecificeerde kwantificeerbare prestatiecriteria, de zogenaamde KPIs. Sommigen verwachten dat dit jaar bijna 50% van de verstrekte leningen uit sustainability-linked loans bestaan. Dat is een uitstekende trend, waar we in de toekomst meer van zullen zien.’

Sevdican: ‘De vraag is hoe je zinvolle KPIs kunt ontwikkelen. Als aan bepaalde KPIs wordt voldaan, zou je klanten een korting kunnen geven, waardoor ze misschien geprikkeld worden. In de huidige omgeving met verhoogde tarieven zou dat relatieve voordeel goed kunnen werken.’

Lévi: ‘Het rapporteren over ESG was de eerste stap. Nu zijn we aanbeland bij ESG 2.0, dat aan onze financiering is gekoppeld. Het voorstel om de spread voor de naleving van ESG-criteria te verlagen, was direct een succes, met een sterke betrokkenheid van ondernemingen die de noodzaak van ESG-metingen en het volgen van verbeterde prestaties inzien. Wij zijn van mening dat we als geldschieter een bedrijf kunnen stimuleren actieve maatregelen te nemen om bijvoorbeeld vervuilende activiteiten of CO₂-emissies terug te dringen. Omgekeerd, als bedrijven niet aan de gestelde duurzaamheidseisen voldoen, proberen wij een marktnorm vast te stellen die gepaard gaat met een grotere financieringslast als afschrikmiddel.’

Pellegrini: ‘Er zijn verschillende manieren om met ESG om te gaan. De meest elementaire is uitsluiting van een of meerdere sectoren, wat gewoonweg niet volstaat. De tweede stap is het opnemen van ESG-criteria in het beleggingsselectieproces door een eigen ESG-kredietbeoordelingssysteem te ontwikkelen. De meest geavanceerde

stap is om daadwerkelijk in gesprek te gaan met ondernemingen om verbeteringen van ESG-prestatie-indicatoren te stimuleren via prijsaanpassingsmechanismen en ESG-monitoringinstrumenten.’

Hitchcock: ‘ESG en duurzaamheidsoverwegingen dringen door in alles wat we doen – van de eerste screening tot de due diligence en de structurering om verandering teweeg te brengen. Wij controleren ook de activiteiten, zodat we daadwerkelijk kunnen zeggen dat een kredietnemer doet wat is beloofd. Echter, wat wij als industrie nodig hebben is consistentie en nauwkeurigheid van metriek en gegevens. De sector moet grip krijgen op de manier waarop ESG-variabelen worden gemeten en gerapporteerd. Vanwege de angst voor greenwashing moet de analyse echt waterdicht zijn. Om de stap naar netto nul te kunnen zetten, is het voor beleggers echt belangrijk om de ESG-impact op portefeuillebasis te analyseren en niet alleen op assets-niveau, en dan ook rekening te houden met de thematische verschuivingen en structurele veranderingen die zich op de lange termijn voordoen. Op die manier kun je de portefeuille effectief bijsturen om de meeste impact te genereren en te reageren op de veranderende ESG-omgeving.’

Om bewijs van vaardigheid (of gebrek daaraan) te vinden, is een passende benchmarking nodig. Hoe kunnen beleggers de prestaties evalueren zonder de beschikbaarheid van brede marktindices voor particuliere debt-beleggingen?

Verhagen: ‘Benchmarking is een echte uitdaging voor beleggers en het is noodzakelijk. Het is absoluut nodig om je managers te benchmarken, om te zien of ze echt vaardig zijn of gewoon geluk hebben. Institutionele beleggers gebruiken veel verschillende benchmarks en vaak zijn die op swaps gebaseerd met bepaalde spreads. Dat is niet echt de manier om adequaat te benchmarken, denk ik, maar er zijn helaas geen gemakkelijke, brede marktindices beschikbaar. Wij ontwikkelen momenteel een Nederlandse woninghypotheekindex om beleggers deze informatie te verstrekken. Het gaat erom de prestaties van de Nederlandse woninghypotheek adequaat te benchmarken. Maar het spectrum in private debt is uiteraard veel breder dan alleen hypotheek.’

Sevdican: ‘Voor de hypotheekmarkt is misschien wel een geschikte benchmark te maken, bijvoorbeeld op basis van feitelijke cijfers die worden gepubliceerd door de kredietverstrekkers. Voor andere private debt-markten is dat veel moeilijker.’

Lévi: ‘Veel consultants hebben een soort eigen database ontwikkeld, die wellicht als een alternatieve benchmark kan fungeren. Daar hebben beleggers toegang toe.’

Jaffer: ‘In sommige gevallen kunnen voor bepaalde soorten private debt-assets kredietratings van derden worden verkregen die inzicht geven in de kans op wanbetaling en het verlies bij wanbetaling. Dit biedt een vergelijkingsbasis voor verhandelbare credit assets met dezelfde rating en een evaluatie van het relatieve rendement ten opzichte van de risico's. Als het de bedoeling is de prestaties van individuele debt-managers te benchmarken, lijkt me dat een moeilijke opgave. Ik heb sympathie voor asset owners en voor adviseurs die dat proberen, want ik denk dat je dat alleen echt kunt doen als je voldoende inzicht krijgt in de portefeuilles van managers en passende en consistente KPIs formuleert om die managers te vergelijken.’

Pellegrini: ‘Bij bedrijfskrediet, leveraged loans en high yield-indices zijn er referentiepunten waarmee wij rekening kunnen houden en waarmee wij op basis van de onderliggende risico's of de rating een premie of korting kunnen toepassen en de prestaties voor soortgelijke kredietrisico's kunnen vergelijken.’

Hitchcock: ‘Veel beleggers hebben bewust gekozen om te investeren in private debt: om hun portefeuilles te diversifiëren, om toegang te krijgen tot betere structuren en om een premie te krijgen ten opzichte van vergelijkbare publieke alternatieven. Op het gebied van investment grade zijn de meeste beleggers niet echt bezig met benchmarking op indexbasis. Waar ze zich echt op richten is portefeuillediversiteit, ratingstabiliteit, het vermijden van verliezen en het genereren van rendement. De premie die zij ontvangen bij toetreding en de stabiliteit van de kredieten zijn belangrijk. Ik verwacht een toenemende belangstelling voor indexbenchmarking, maar dat is niet eenvoudig. Het kan wel, maar als je een multi-assetstrategie runt, moet je een index kunnen samenstellen die in grote lijnen vergelijkbaar is met de

‘Sommigen verwachten dat dit jaar bijna 50% van de verstrekte leningen uit sustainability-linked loans bestaan. Dat is een uitstekende trend, waar we in de toekomst meer van zullen zien.’

verwachte samenstelling van je portefeuille. Maar ik zie dit wel evolueren.’

Israel: ‘In de afgelopen paar jaar hebben we een toestroom van private debt gezien. Een ding om op te merken is dat private asset classes, of ten minste direct lending, niet gevoelig zijn voor de market-to-market-omgeving. Dat wil niet zeggen dat je je kop in het zand moet steken en moet doen alsof je portefeuille het goed doet. Het is gewoon zo dat sommige managers graag willen dat de waarderingsaanpak van de onderliggende beleggingen met name op kredietkwaliteit is gebaseerd. Beleggers hebben de neiging om te investeren in een portefeuille die een cyclus kan doorstaan en die ze kunnen uitzitten zonder bijvoorbeeld de waardevermindering binnen de waardering te hoeven nemen.’

Hoe belangrijk is regulerend toezicht op private debt-verstrekkers voor institutionele beleggers, zoals de regels rond Know Your Customer (KYC) en Customer Due Diligence (CDD)?

Sevdican: ‘Dat is heel belangrijk, niet alleen voor institutionele beleggers, maar ook voor private debt-verstrekkers en de toezichhouders. De kosten die verband houden met KYC en CDD stijgen, met name bij particuliere klanten, waar de aantallen het arbeidsintensiever maken om te bepalen of klanten voldoen aan het KYC-beleid. Alles wat met toezicht te maken heeft, wordt steeds belangrijker, ook voor het vermogensbeheerteam om daar adequaat over te communiceren naar de beleggers.’

Lévi: ‘Als wij geld uitlenen, doen we eerst een volledige set van due diligence. KYC draagt bij aan het thema CDD. Het doel van KYC is immers om de identiteit van de klant vast te stellen. Niets gaat zonder KYC. Wij hebben net, met betrekking tot deze kwestie, een retailplatform in de vorm van een app gelanceerd.’ ■

IN HET KORT

Private debt is meestal niet beursgenoteerd. Het betreft beleggingen die bijna altijd worden gekocht door buy-and-hold beleggers, zoals verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen.

Privaat kapitaal is ingesprongen waar banken zich terugtrokken op de zakelijke kredietmarkten.

Een voordeel van beleggen in private debt is een risicopremie met een hoger verwacht rendement. Het liquiditeitsrisico en het complexiteitsrisico vormen een aandachtspunt.

De asset class private debt is mainstream geworden. Naar verwachting zal dat in de toekomst zo blijven.

Wat betreft de kansen van private debt voor de toekomst, zal de activiteit met betrekking tot infrastructuur waarschijnlijk aanzienlijk toenemen, terugkerend naar een niveau van vóór COVID of zelfs hoger.

Voor private debt is ESG een geweldige kans om meer eisen te stellen op het gebied van transparantie en rapportage.