

# Is private debt schokbestendig?

Door Ronald Bruins Fotografie Cor Salverius



Dat de private debt-markt aan populariteit wint en groeiende is, hoeft de deelnemers aan deze Ronde Tafel niet te worden verteld. Toch is het de vraag wat de zorgen over het gestegen rentepercentage en de inflatie doen met die markt. Is private debt schokbestendig? Op die vraag antwoordden de deelnemers unaniem ja.

Wat zijn de belangrijkste trends en ontwikkelingen geweest in de private debt-markten, wil voorzitter Hans de Ruiter, CIO bij het pensioenfonds van TNO, weten. George Konings van Aegon Asset Management, reageert als eerste. 'De belangrijkste verandering in Europa is de voortdurende verschuiving van bancaire kredietverlening naar institutionele kredietverlening. Denk aan verzekeraars en pensioenfonds. Banken trekken zich meer en meer terug. Ook in de middenmarkt en in de markt van leningen voor het midden- en kleinbedrijf zien we die ontwikkeling. Er is een groeiend bewustzijn onder bedrijven dat er naast de bank alternatieven zijn om geld op te halen.'

Alexandra Tixier van Allianz Global Investors wijst op de snel gestegen energieprijzen en de inflatie. 'Deze elementen hebben bedrijven de afgelopen twee jaar hard getroffen. Dit leidde tot de vrees voor een wereldwijde recessie in 2022. Daarbovenop kwamen de hogere rentetarieven en het einde van het tijdperk van goedkoop geld. Als gevolg daarvan is ook de private debt-markt opnieuw geprijsd. Alleen gaat deze nieuwe prijsbepaling langzamer dan op de publieke markten. We zijn daarom veel selectiever en voorzichtiger geworden in onze kredietselectie en onze sectorale due diligences. We hebben ook investeringskansen afgewezen waar die nieuwe prijzen nog niet zijn verwerkt.'

### Correctie van waarde

'Er is een goed momentum voor private debt', vervolgt Tixier. 'De wereldwijde waardecorrectie biedt kansen. Bijvoor-

beeld in betere onderhandelingsvoorwaarden, strengere documentatie, geringere speelruimte in convenanten en een lagere netto leverage bij closing.'

Remko van der Erf van ICG: 'We zien zeker een markt waar de returns significant omhoog zijn gegaan. Bij onze senior debt business bijvoorbeeld behalen we nu percentages van 12%. Wij zien dat als subordinated returns voor senior risk.'

Daarnaast ziet Van der Erf dat partijen in de private debt-markt grotere deals aankunnen. 'We zitten nu aan tafel bij ondernemingen met een EBITDA van € 100 miljoen tot € 200 miljoen en kunnen hen een kapitaaloplossing bieden, zonder het risico te lopen van een concentratie. Kortom, ik denk dat het private debt-instrument echt institutioneel is geworden. Het is daarmee een grote concurrent voor de gesyndiceerde leningenmarkt. We kunnen nu betere deals sluiten en hebben een flinke stem in de uitleenmarkt. De competitie met de publieke markten is voor de toekomst interessant om te volgen. In de nieuwe dynamiek zullen we ook vaker clubdeals tussen direct lenders zien, net zoals dat in de Amerikaanse markt gebeurt. Want leningen groter dan € 750 miljoen zijn voor een enkele partij niet op te hoesten, rekening houdend met concentratierisico's.'

### Gediversificeerde leningen

Stuart Hitchcock van LGIM Real Assets wijst erop dat de IG-markt voor onderhandse leningen al tientallen jaren bestaat. En, in het geval van de Amerikaanse corporate-markten, al sinds het midden van de vorige eeuw. Volgens hem zijn er een paar belangrijke redenen voor de populariteit en groei van onderhandse leningen: 'De eerste komt vanuit de lener. De bekendheid met onderhandse markten is de afgelopen decennia aanzienlijk toegenomen. Daarnaast is er een grotere wens om te kunnen putten uit een gediversificeerde groep geldschieters. Immers, het is een verstandige financieringsstrategie om een institutionele groep geldschieters te hebben voor het langetermijnkapitaal en een bankgroep voor algemene operationele en kortetermijnkredietbehoeften. Ten tweede zien beleggers de waarde van diversificatie voor hun eigen >

### Voorzitter:

**Hans de Ruiter,**  
Pensioenfonds TNO

### Deelnemers:

**Remko van der Erf,**  
ICG  
**Stuart Hitchcock,**  
LGIM Real Assets  
**George Konings,**  
Aegon Asset Management  
**Murtaza Merchant,**  
MV Credit (an affiliate of  
Natixis IM)  
**Torben Skødeberg,**  
Capital Four  
**Alexandra Tixier,**  
Allianz Global Investors



### VOORZITTER

Hans de Ruiter

Hans de Ruiter is sinds 2012 CIO van Pensioenfonds TNO. Hij is daarnaast onder meer Bestuurslid bij Pensioenfonds Achmea en PMT, en Senior Lecturer Finance bij Nyenrode Business Universiteit.





Remko  
van der Erf

Remko van der Erf is Managing Director bij Intermediate Capital Group (ICG) en verantwoordelijk voor de Benelux-regio. ICG financiert sinds 1989 middelgrote Europese bedrijven en was in 2012 een grondlegger van de huidige Europese direct lending-markt. Van der Erf heeft in zijn carrière ruime ervaring opgedaan in alternative credit bij Robeco en Van Lanschot Kempen.



Stuart  
Hitchcock

Dr. Stuart Hitchcock is Head of Portfolio Management, Private Credit voor LGIM, waar hij sinds 2018 werkt. Hiervoor was hij Managing Director en Head of International Origination bij New York Life Investors. Eerder werkte hij 11 jaar bij RBS. Hitchcock heeft een PhD (Southampton), een MSt (Oxford), een Executive MBA (Cambridge) en een FCT (Association of Corporate Treasurers).



George  
Konings

George Konings is Senior Portfolio Manager in het Alternative Fixed Income-team van Aegon Asset Management. Voordat hij naar Aegon Asset Management kwam, was hij werkzaam bij Rabobank binnen Debt Capital Markets en Corporate Finance Advisory. Konings heeft een Master in International Law en Corporate Law (beide Universiteit Leiden) en een Executive MBA (Rotterdam School of Management, Erasmus University).



Murtaza  
Merchant

Murtaza Merchant is Managing Partner en Co-head of Business Development van MV Credit (onderdeel van Natixis Investment Managers), waar hij in 2006 begon. Tevens is hij lid van het Management Committee en het Investment Committee, waar hij bij MV Credit kwam, was Merchant Investment Manager bij IFIC in Koeweit en Senior Auditor voor BDO.



Torben  
Skødeberg

Torben Skødeberg is Portfolio Manager, President en Co-Founder van Capital Four. Hij is tevens lid van het Investment Committee voor Private Debt, Leveraged Loans en High Yield. Daarvoor was hij bij Nordea Investment Management verantwoordelijk voor het dagelijkse portefeuille-beheer van een aantal high yield/hedge fund-portefeuilles en was hij Research Analyst. Eerder werkte hij bij SEB Asset Management in Kopenhagen en Nordea Group Treasury.



Alexandra  
Tixier

Alexandra Tixier is sinds 2017 Director, European Private Debt team bij Allianz Global Investors. Ze geeft leiding aan de nieuwe impact private credit-strategie in ontwikkelde markten. Voordat ze bij AllianzGI kwam, werkte ze in het direct lending-team van Tikehau Capital. Ze begon haar carrière in herstructureringsadvies bij PwC.

portefeuilles, waardoor ze toegang krijgen tot een breed scala aan hoogwaardige kredieten en profiteren van structurele bescherming. Private illiquide assets vormen een flinke aanvulling op zowel bank- als overheidskapitaal. Investeerdere zijn steeds flexibeler geworden in de omvang en structuur van hun financieringen.'

Murtaza Merchant van MV Credit ziet de Europese markt meer naar zijn evenknie in de Verenigde Staten toegroeien. 'Dat is gebeurd in de afgelopen tien jaar. De VS hadden altijd een hogere penetratie van institutionele beleggers in de private markten dan Europa. Je ziet nu dat die regio's meer op elkaar gaan lijken.'

#### It fits them well

Merchant constateert ook dat de markt zich in de afgelopen twaalf maanden heeft ontwikkeld van een lenervriendelijke naar een uitlenervriendelijke markt. 'Natuurlijk, er heeft wat herbalancering plaatsgevonden in de prijzen en in de voorwaarden voor een leverage. Ook was het volume aan leningen in de afgelopen twaalf maanden lager vanwege de macro-economische situatie. Maar dan nog zijn de percentages van de returns vrij hoog en neemt de vraag naar private debt nog steeds toe als percentage van het totaal aan leningen.'

Torben Skødeberg van Capital Four reageert: 'De private debt-markt is volwassener geworden. We zien dat onze klanten meer van deze asset class willen hebben in hun portefeuille, omdat ze deze daarmee kunnen optimaliseren. Vanuit het perspectief van risico-returns en het perspectief van diversificatie is het een goede aanvulling. It fits them well.' Toch moeten we volgens hem de volwassenheid van de Europese private debt-markt in perspectief zetten. 'Het is ongeveer een vierde van wat nu de Amerikaanse markt is, terwijl de twee regio's qua bnp grofweg dezelfde omvang hebben. In Groot-Brittannië is de groei het grootste, terwijl die in de Benelux, Frankrijk, de Nordics en de DACH-regio achterblijft, hoewel de groei in de Benelux relatief gezien groot is. Je kunt zeggen dat we in Europa al een lange weg hebben afgelegd, maar het banktaandeel in private leningen is nog steeds vrij groot.'

### Niet meteen een voorkeur

Voorzitter De Ruiters wil weten of leners een voorkeur hebben voor de private of de publieke debt-markt? Hitchcock: 'Ik denk niet dat er een directe voorkeur is. Afhankelijk van de kredietwaardigheid van een lener, die bepalend kan zijn voor toegang tot de markt, en je specifieke financieringsbehoeften als bedrijf, kijk je waar de opties liggen. De publieke en private debt-markten zijn in dit opzicht complementair aan bankleningen. Als lenend bedrijf kun je een specifieke reden hebben om een private markt aan te boren. Je hoeft immers geen publieke credit-rating te hebben en je kunt op maat gemaakte aflossingsprofielen opstellen die misschien niet beschikbaar zijn op publieke of bankmarkten. Daarnaast kun je zowel het inkomen beter afstemmen als het herfinancieringsrisico beter beheersen. Je hebt ook minder last van de risico's van herfinanciering. En in private markten kun je de financiering beter afstemmen op je verplichtingen.'

Ook Merchant ziet voordelen. 'Je bent als onderneming niet afhankelijk van een bank en je hebt geen last van events op de financiële markten. Dat soort aspecten worden echt gewaardeerd door ondernemingen.'

### Vergelijking VS en Europa

Van der Erf vergelijkt de markten in de VS en Europa met elkaar. 'De Amerikaanse markt voor private debt heeft een lange historie en is daardoor volwassener. Maar daar heb je als investeerder dus ook veel concurrentie bij de deals. Bijna alle deals zijn gedeelde deals, waardoor je ook veel participanten hebt waar je mee moet afstemmen. De dynamiek in de EU gaat veel meer over directe leningen. De situatie van vraag en aanbod is in Europa gunstiger voor ons.'

Hitchcock: 'Financieringen nemen verschillende vormen aan. Van deals met één investeerder tot meer gesyndiceerde uitgiftes. De concurrentie voor private financiering van hoge kwaliteit kan hevig zijn. Maar dit is ook positief, omdat het een weerspiegeling is van de breedte van de markt. Voor beleggers die multi-asset-class-beleggingsstrategieën willen hantieren, kan de mogelijkheid om te beleggen in verschillende asset classes – bedrijven,

**'Het private debt-instrument is echt institutioneel geworden. Het is daarmee een grote concurrent voor de gesyndiceerde leningenmarkt.'**

infrastructuur, vastgoed en alternatieven – van grote toegevoegde waarde zijn. Je kunt namelijk kapitaal alloceren naar waar de beste kansen liggen. Je voelt niet de druk om te moeten beleggen in bepaalde sectoren waar te veel geld achteraan zit.'

Konings: 'Ja, specifieke nationale en lokale kennis is nodig om adequaat door moeilijke omstandigheden heen te navigeren. Het aantal deals dat je kunt doen is groot, maar het is van belang kwalitatief de juiste transacties te sourcen. Daarnaast kun je in deals waar minder concurrentie is, gunstigere voorwaarden structureren. Inderdaad, dan heb je een goede manager nodig om te bepalen welke voorwaarden er bij een deal haalbaar zijn.'

### Lokale kennis van managers

Welke mogelijkheden in private debt lijken het meest aantrekkelijk, wil voorzitter De Ruiters weten. Skødeberg: 'We kiezen voor die terreinen waar we het beste met de uitgevers van private debt kunnen samenwerken, om zo de beste resultaten voor onze cliënten te realiseren. Een groot deel van die mogelijkheden zien we in posities voor senior gedekte leningen met een lage schuldenlast. Dat is een eenvoudige, minder risicovolle en minder complexe beleggingsstrategie. Deze sluit goed aan bij veel pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen in Europa. Wat betreft rendement ziet het er zeer aantrekkelijk uit in vergelijking met andere illiquide asset classes in de private markt. We zien er momenteel rendementen van 11 tot 12%.'

Merchant: 'Veel van de performance wordt geleverd door de managers van fondsen en hun kennis van de lokale en regionale situatie. Geografisch gezien hebben bij ons ontwikkelde markten de >

voorkeur.' De Ruiter: 'Is het dan een top-down of een bottom-up spel?' Merchant: 'Het belangrijkste is de kredietsterkte en daarna volgt natuurlijk ook het macro-economische risico. Je hebt een ervaren manager nodig die beide elementen goed kan inschatten.'

Van der Erf raadt senior debt aan. 'Wij zien momenteel in de upper mid market de beste kansen, omdat dit segment voor veel kleinere direct lenders te uitdagend is om als sole lender op te treden terwijl sponsors dit segment steeds vaker opzoeken nu de gesyndiceerde leningenmarkt is stilgevallen. Minder aantrekkelijk voor ons is infra debt, omdat de kredietopslagen daar lager zijn doordat er veel aanbod van kapitaal is, onder andere van traditionele partijen zoals banken. Real estate debt vinden wij ook interessant, maar daar moet je goed kijken of het sterke assets zijn en of er sterke huurders in het vastgoed gevestigd zijn.'

### Megatrends

'Not losing money is the major game and the best deal is a repaid deal', beschouwt Van der Erf. 'Maar je kunt een faillissement nooit helemaal uitsluiten. Dat is onmogelijk.'

Hitchcock herkent het streven: 'Geld verliezen is het laatste wat je wilt. De mantra voor mij is krediet, structuur en prijsstelling. Oftewel: selecteer krediet van goede kwaliteit en in private markten kunnen beleggers profiteren van structurele beschermingen. Die kunnen helpen om de neerwaartse risico's te beheren als een belegging niet presteert zoals verwacht.'

Hitchcock ziet vier megatrends die private debt-investeerders kunnen gebruiken om hun beleggingen in de toekomst te sturen. 'Demografie, decarbonisatie, digitalisatie

en deglobalisatie: we moeten die megatrends analyseren en kijken waar de kansen en risico's liggen.'

### Markt voor duurzaam en impactgericht beleggen

Tixier ziet belangrijke kansen ontstaan aan de ESG- en impactkant. 'De kloof tussen de VS en Europa op het gebied van private debt is kleiner geworden aan de financiële kant, maar wordt groter aan de kant van duurzaam beleggen. Vooral door regelgeving hebben Europese limited partners en general partners een duidelijke voorsprong op het gebied van ESG en duurzaam beleggen. De grootste LP's en GP's hebben belangrijke, publieke toezeggingen gedaan om op net zero uit te komen. Een groeiend aantal duurzame en impactstrategieën ondersteunen het pad naar net zero. Deze stellen eindbeleggers in staat om hun doelstellingen voor decarbonisatie te behalen. We zien ook dat kredietnemers zich steeds meer bewust worden van ESG-kwesties. Ze zijn meer dan ooit bereid om hun informatiever-schaffing te verbeteren. Sommigen van hen verplichten zich tot jaarlijkse verbeteringsdoelen bij het ontwikkelen van duurzaamheidsgerelateerde leningen. Een van onze prioriteiten is dan ook om in te spelen op de groeiende vraag van onze klanten naar Artikel 8- en Artikel 9-fondsen. Op beide gebieden werken we aan de ontwikkeling van direct private credit duurzame en impactstrategieën.'

### Kansrijke sectoren

'Er zijn veel veelbelovende mogelijkheden in alle private asset classes', zegt Hitchcock. 'Allereerst is er een algemene beweging naar meer institutionele beleggingen in deze categorie. Dat op zich creëert al kansen. Maar als we nadenken over de megatrends die ik eerder noemde, kunnen we hoogwaardige kansen verwachten in veel sectoren. Bijvoorbeeld: bedrijfsmatige investeringen in huisvesting en gezondheidszorg om de demografische dynamiek te ondersteunen. Denk ook aan milieuverbetering in de infrastructuur door transport CO<sub>2</sub>-vrij te maken en verder te investeren in hernieuwbare energie. Ook digitalisering door de uitrol van glasvezelnetwerken is zo'n kans. We zien daarnaast een verdere ontwikkeling van milieu- en natuurgerelateerde finan-

'Demografie, decarbonisatie, digitalisatie en deglobalisatie: we moeten die megatrends analyseren en kijken waar de kansen en risico's liggen.'



ceringen zoals debt-for-nature. Daarbij ondersteunen investeerders lokale investeringen in milieubeschermingsmaatregelen. In de vastgoedsector komen er kansen in woningen en specifiek studentenhuisvesting. In de context van de globalisering zien we duidelijk kansen in de industriële en logistieke sector.’

Van der Erf wijst op het gevaar van managers in de private debt-markt met een korte staat van dienst. ‘Sommigen zijn minder dan vijf jaar op hun post en hebben dus nog nooit een recessie gezien. Hoe gaan zij onderkennen dat ondernemingen in zwaar weer verkeren en hoe acteren ze daarop? Hebben ze de expertise om een onderneming succesvol te kunnen herstructureren?’

### All weather-strategie?

Die vraag brengt voorzitter De Ruiter tot een vervolg. ‘Is private debt een all-weather-strategie?’ Tixier: ‘Ja, private debt moet een strategische allocatie in de portefeuille hebben. Afhankelijk van het tijdstip waar we ons in de kredietcyclus bevinden, kun je de allocatie verhogen of verlagen. Deze asset heeft nogal wat stormen doorstaan, zoals Covid-19 en Brexit. Echter, ook nu zijn er enkele donkere wolken aan de lucht. S&P verwacht een stijging van het wanbetalingspercentage op leningen als gevolg van de stijgende rente, de stijgende inkoopkosten en de vertragende groei. Wij verwachten dus dat de beleggingscategorie moeilijke tijden tegemoet gaat. Er is tot nu toe geen bewijs dat de turbulentie groter wordt dan in publieke markten. We verwachten ook dat het gat tussen vermogensbeheerders die hun kredietselectie wel en niet op orde hebben groter wordt.’

Ook Konings vindt het een all-weather-strategie. ‘Vanuit een investeringsperspectief heeft private debt specifieke voordelen tijdens een down-turn. Alternatieve kredietbronnen kunnen opdrogen waardoor je onderhandelingspositie versterkt. Dat opent de deur voor aantrekkelijke voorwaarden. Daarnaast worden in een economische recessie de prijzen van private leningen doorgaans minder beïnvloed. Het aardige is ook dat institutionele beleggers hun geld aan het werk kunnen zetten in vooraf gedefinieerde gebieden

## ‘Vooral door regelgeving hebben Europese limited partners en general partners een duidelijke voorsprong op het gebied van ESG en duurzaam beleggen.’

zoals de geografieën of sectoren waar hun eigen klanten actief in zijn. Zo kunnen zij indirect de eigen achterban helpen. Kortom, je bent als institutionele belegger aan het financieren in je eigen achtertuin. Dit benadrukt overigens nogmaals het belang van het selecteren van de juiste manager, gezien potentiële reputatie-issues dicht bij huis.’

### Kostenratio

‘Rechtstreeks lenen van private debt-investeerders is veel efficiënter. Het kent lagere totale kosten voor de maatschappij dan lenen via banken’, merkt Skødeberg op. ‘De kostenratio bij banken is ongeveer 50%. Voor een onderhandse lening met een rendement van 11 of 12% zijn de beheerkosten 1% of minder, omdat er veel minder frictie is. Tegelijkertijd heb je geen asset liability mismatch. Kortom, voor een relatief laag bedrag krijg je toegang tot een beleggingscategorie die vanuit maatschappelijk oogpunt zeer efficiënt geprijsd is.’

Hitchcock: ‘Daar ben ik het mee eens. De werkelijke kosten van het opzetten van >



private debt zijn, vooral aan de bovenkant van het kredietspectrum, relatief gezien heel laag. Als kredietverstrekker neem je in wezen de voorwaarden die je al hebt met bankkrediet en die vertaal je naar een lening. Mogelijk tot vijftig jaar voor een private leningovereenkomst.’

### Zeker een goede tijd

‘Is het een goed moment om de markt in te stappen?’ vraagt De Ruiter. ‘Of moeten we wachten?’ Konings: ‘Nu is het zeker nog steeds de tijd om in te stappen. Als er een economische neerwaartse spiraal komt, zijn er nog steeds aantrekkelijke gebieden om in te investeren. Private debt blijft groeien, is mijn overtuiging. Ook omdat banken zich blijven terugtrekken uit private debt. Dat biedt kansen voor institutionele beleggers. Ik denk dat meer aanbieders zich tot deze markt wenden, waarmee ook de keuze voor leners toeneemt. En dat maakt het instrument private debt weer populairder. Als ik naar ons eigen bedrijf kijk, dan zijn private debt- en het alternative fixed income-team twee pijlers onder onze beleggingsstrategie.’

Hitchcock: ‘Wij zijn buy and hold-beleggers die voor de lange termijn beleggen. We zullen dus door de economische cyclus heen blijven beleggen. Immers, we zijn op zoek naar beleggingen in kredieten van goede kwaliteit die een relatieve waardebasis hebben ten opzichte van alternatieve beleggingscategorieën zoals beursgenoteerde obligaties. Economische ruis op de korte termijn mag dus niet afleiden van een goede investering. Op dit moment ben ik, ondanks het risico van een recessie, bullish. Dat mede gezien de aantrekkelijke rendementen in niet-cyclische kredieten van hoge kwaliteit die we zien in de investment grade private credit.’

### Een mooie yield

Hitchcock benadrukt het belang van goede underwriting. ‘Wij zijn kredietin-

vesteerdens en willen investeren in schokbestendige assets voor onze klanten. Kredietanalyse van hoge kwaliteit, het opstellen van goede kredietdocumentatie met goede beschermingsmaatregelen en het behalen van een passend rendement zijn essentieel. Wat is dan het te verwachten rendement, vraagt De Ruiter zich af. Van der Erf: ‘Ik kan niet in de toekomst kijken, maar we hebben twaalf first lien, senior secured deals gedaan in Europa dit jaar. Deze zaten met hun rendement allemaal tussen de 11,5 en 12,5%. Ik denk dat dat een mooie yield is voor senior risk. We hebben ook teams die naar achtergestelde leningen kijken. Daar zie je nu zelfs rentes tussen de 15 en 18%. Maar daar moet je zo mogelijk nog beter je huiswerk doen, omdat je niet vooraan in de rij wilt staan bij een onverhoopt faillissement.’

Hitchcock: ‘In het investment grade-spectrum zien we momenteel returns van 5,5 tot 8%.’ Skødeberg: ‘Dit is een prachtige beleggingscategorie, vooral als je flexibel kunt zijn. In welke sectoren beleg je meer of minder? We zijn relatief sector-onafhankelijk, maar over het algemeen zijn we als kredietbeleggers huiverig voor sectoren die worden gedomineerd door enkelvoudige risicofactoren. Denk aan energie, grondstoffen, scheepvaart en vastgoed. In het huidige klimaat met meer prijsdruk op consumenten zijn we ook voorzichtig met consumentengoederen.’

### Neutraal tot licht negatief

De Nederlandse transitie van een defined benefit- naar een defined contribution-pensioensysteem komt aan bod. ‘Deze is meer gebaseerd op een life cycle-benadering’, legt De Ruiter uit. ‘Wat betekent deze verandering voor private assets en private debt in het bijzonder?’ Van der Erf: ‘We hebben het met onze cliënten over de gevolgen van die overgang. Het geluid dat ik daar krijg, is dat het neutrale tot licht negatieve gevolgen heeft voor deze asset class. Er is nog steeds ruimte voor collectief vermogensbeheer en illiquide beleggingscategorieën. Echter, je zult over die categorieën meer transparantie moeten betrachten richting de pensioenpotjes van de deelnemers van een pensioenfonds. Dat gaat bijvoorbeeld over de beheerkosten van de betreffende beleggingscategorie. Die kosten zijn over

‘Private debt is van een lenersvriendelijke naar een uitlenersvriendelijke markt gegaan.’

het algemeen hoger bij illiquide beleggingscategorieën dan bij liquide beleggingscategorieën. Simpelweg omdat het veel arbeidsintensiever is om in diverse Europese landen op zoek te gaan naar directe leningen dan instrumenten die direct op de beurs verhandelbaar zijn te kopen. Tegenover die hogere kosten staat dan wel een hoger rendement. Het is evenwel de vraag of het wordt begrepen als je de management fee van een ETF tegenover die van een private debt-manager zet. Zo bezien kan deze asset class als duur te boek komen te staan.’

### Assets moeten passen

Ook Tixier voorziet een verandering. ‘Onderzoek toont aan dat we gemiddeld een daling zien in investeringen in producten met een lange looptijd en een stijging in producten met een hoger rendement, zoals onderhandse leningen. Daarbij komt dat jongere mensen eerder willen beleggen in illiquide producten met een hoger rendement.’ Merchant: ‘Ik stuurde deze vraag naar mijn Nederlandse collega. Ik kreeg als antwoord: er is geen gemiddeld Nederland pensioenplan. Dat is vergelijkbaar met de Britse pensioenmarkt, waar ook een grote verscheidenheid is. Alhoewel ik de Nederlandse markt collectiever inschat.’

Amerikaanse pensioenfondsen beleggen doorgaans in private debt met leverage, constateert Van der Erf. ‘Daar waar institutionele beleggers in Europa die leverage juist niet willen. In Europa zijn de pensioenpotten redelijk gevuld en daardoor kan men met een lager rendement en risico genoeg nemen, terwijl in de VS de dekkingsgraden dusdanig laag zijn dat pensioenfondsen bereid zijn om hogere risico’s te nemen, om kansrijk te blijven om op de lange termijn aan hun verplichtingen te kunnen voldoen.’

### Creatieve markt

ESG mag niet ontbreken in de private debt-discussie. Het laatste blok van de Ronde Tafel is daarvoor ingeruimd. Tixier: ‘We zien een groeiende vraag van beleggers naar verbeterde transparantie en meer gedetailleerde rapportage, en een honger naar Artikel 8- en Artikel 9-SFDR-fondsen. Op het gebied van duurzaam beleggen is de markt zeer innovatief met

## ‘Rechtstreeks lenen kent lagere totale kosten voor de maatschappij dan lenen via banken.’

nieuwe instrumenten zoals sustainability linked loans. Deze instrumenten stimuleren de lener om vooraf bepaalde duurzaamheidsdoelstellingen te behalen. De marge wordt verlaagd als de lener de drempel voor duurzaamheidsprestaties haalt. Mocht deze het niet halen, dan gebeurt het omgekeerde.’

Ondanks de creativiteit blijft het verzamelen van gegevens op het gebied van ESG een uitdaging. Tixier: ‘Bedrijven zijn qua mensen en instrumenten nog niet volledig toegerust om de toenemende complexiteit van ESG adequaat aan te pakken. Sterker nog, de regelgeving op sommige gebieden is nog niet eens uitgekristalliseerd of consistent. Bovendien is er geen duidelijke definitie voor beleggers van wat een duurzame belegging is. Daardoor ligt greenwashing op de loer.’

### Specifieke manier van navigeren

Konings constateert dat grote ondernemingen vaker een flinke set aan data overleggen, maar dat middelgrote en kleine bedrijven minder gegevens hebben. ‘Dat maakt het moeilijker om die middelgrote en kleine bedrijven te analyseren vanuit ESG-perspectief. Een bottom-up kredietonderzoek kan beleggingskeuzes belonen, aangezien ESG-risico’s fundamentele risicofactoren zijn die doorgaans pas op de middellange of lange termijn naar voren komen. Vooral voor kredietverstrekkers met een langere horizon, zoals private kredietverstrekkers, is dit van cruciaal belang.’

De Ruiter reageert daarop met een conclusie. ‘ESG begon met het weghalen van slechte beleggingen uit de portefeuille. Nu ligt de focus veel meer op het bereiken van een positieve invloed. Dat zie je in de private markten terug bij private equity-fondsen die zich specifiek op impact richten. Verwachten jullie een dergelijke ontwikkeling ook bij private debt?’ Van der Erf: ‘Ja, ik denk dat we die ontwikke- >



ling ook door gaan maken. Bij private equity zijn er ongeveer tweehonderd fondsen die zeggen dat ze zich richten op het realiseren van impact. Dat cijfer geeft meteen het probleem aan. Sommige fondsen zeggen weliswaar dat ze impact hebben, maar bij hen ontbreekt het aan geloofwaardigheid. Er is ook geen uniform raamwerk of een eenduidige definitie waar je deze fondsen op kunt beoordelen. Iedere private debt-manager komt daarom met zijn eigen ESG-statistieken. Daarmee zit het onderwerp ook dicht aan tegen de integriteit van de fondsmanager die de criteria voor impact hanteert. Als belegger is het dus van belang om verder te kijken dan wat er op het label staat om niet in de valkuil van greenwashing te stappen. Echter, dat er een grote vraag is naar impactfondsen, dat is duidelijk.

### Nog voldoende upside?

Skødeberg grijpt terug naar de lessen van school. 'Daar leerden we dat in aandelen een portefeuille met 20 tot 25 namen genoeg is om het risico te spreiden en toch genoeg upside te hebben voor een mooi rendement. Hetzelfde principe geldt voor impactfondsen in private equity. Maar binnen private debt heb je als kredietbelegger meer diversificatie nodig om het gebrek aan opwaartse risico's te compenseren.' Hij zegt dat hij uitgebreid samenwerkt met zijn ESG-team om de onderliggende transacties te analyseren. 'Dat werk is ook een antwoord op ESG-verzoeken van klanten. Ze hebben veel vragen waarmee we ze helpen. Ze willen bijvoorbeeld weten in hoeverre deze beleggingen onder een artikel van de SDFR vallen. Daarvoor doen we al een assessment bij onze investeringstargets.' Merchant: 'Dat is dan nog niet zo eenvoudig, want er bestaat nog niet zoiets als een Moody's of een S&P voor duurzame beleggingen. Sowieso werkt het opgraven van ESG-data kostenverhogend. Als je ESG-advocaat of -adviseur bent, dan zijn dit mooie tijden. Je kunt een mooie boterham verdienen. Ook omdat de doelen en targets telkens bewegen, waardoor er telkens aanpassingen nodig zijn.'

### Schokbestendig

De Ruiter geeft de deelnemers de gelegenheid hun conclusies te delen. Konings trapt af: 'Voor de institutionele beleggers opent

## 'Vanuit een investeringsperspectief heeft private debt specifieke voordelen tijdens een down-turn.'

de private debt-markt zich meer en meer. Dat biedt veel kansen.'

Tixier: 'We moeten laten zien dat we ons inzetten voor duurzaam beleggen. Wat mij betreft gaan we nog een stap verder en leveren we tastbare impact in de echte wereld. Dat is mogelijk door middel van directe private debt. Daarnaast zie ik een behoefte aan harmonisatie van de definities van duurzame en impactinvesteringen.'

Van der Erf: 'Private debt is een all-weather-strategie. Schokbestendig. Maar dan nog draait het erom dat je het beste krediet eruit weet te pikken. Ik ben niet al te bang voor de macro-economie. We zijn ook eerdere moeilijke scenario's doorgelopen en zien zelfs bij sterke schokscenario's dat de ondernemingen in onze portefeuille voldoende kasstromen genereren om de rentelasten te kunnen blijven dragen.'

Skødeberg: 'Ja, we hebben hier een relatief rechttoe rechtaan beleggingscategorie die ongeveer 12% rendement maakt. We bieden onze beleggers veel transparantie, gegevens en rapportage over de onderliggende belegging. Inclusief bijvoorbeeld individuele kredietbeoordelingen door externe ratingdeskundigen.'

'Quite solid', concludeert Skødeberg dan ook. 'We besteden veel tijd aan het uitleggen en bespreken van de beleggingscategorie met institutionele beleggers. Veel van onze discussies gaan over de kansen die deze beleggingscategorie biedt en waar private debt thuishoort in de portefeuille.'

Merchant tot slot: 'Private debt is van een lenersvriendelijke naar een uitlenersvriendelijke markt gegaan. Dat is mijn take away. Naast het feit dat private debt door zijn stabiele kenmerken heel goed in de portfolio van institutionele beleggers past. Dit is hét moment om in private debt te investeren.' ■

## CONCLUSIE

In Europa is sprake van een voortdurende verschuiving van bancaire kredietverlening naar institutionele kredietverlening.

Er is een groeiend bewustzijn onder bedrijven dat er naast de bank alternatieven zijn om geld op te halen.

De hogere rente heeft de markt voor private debt opnieuw geprijsd.

De wereldwijde waardecorrectie in private debt biedt kansen.

De Europese markt groeit meer naar zijn evenknie in de Verenigde Staten.

Not losing money is the major game.

Private debt is een relatief rechttoe rechtaan beleggingscategorie, die ongeveer 12% rendement oplevert.