

Risico-rendements-verhouding van private credit heel aantrekkelijk

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



De zogeheten private kredieten die verstrekt worden door private managers zijn inmiddels een hoeksteen van moderne beleggingsportefeuilles aan het worden. Sectoren als huisvesting en digitale infrastructuur, gebieden met een veerkrachtige vraag en structurele kapitaalbehoeften, bieden een duurzaam inkomen en de kans om alpha te genereren.

Hoe groot is de markt in Europa ten opzichte van de Verenigde Staten? En is er sprake van private credit in de opkomende markten?

Cyrus Korat: 'De real estate debt-markt, en dan met name commerciële hypotheek, bedraagt ongeveer \$ 1,25 tot 1,5 biljoen. Maar het gaat om een markt die nogal ondoorzichtig is en dus kampt met een gebrek aan goede statistieken.'

Sam Foster: 'Wij gaan momenteel uit van \$ 1,7 biljoen aan private credit AUM wereldwijd, waarvan ongeveer 1,1 biljoen in de VS, 500 miljard in Europa en 100 miljard in de rest van de wereld. Het grootste deel daarvan betrof tot nu toe corporate direct lending, maar we beginnen nu een verschuiving naar andere gebieden te zien, zoals asset-based finance, waarvan we denken dat die de komende jaren een sterke groei kunnen stimuleren.'

Over welke subsegmenten hebben we het? Wat zijn de nieuwste nichemarkten?

Robert Scheer: 'Je kunt het opsplitsen zoals je wilt. In de markt van direct corporate loans kan je bijvoorbeeld segmenten hebben op basis van de omvang van de doelbedrijven, risicotolerantie van de strategie, geografische focus, sectorfocus enzovoort. Je kunt ook kijken naar nieuwere vormen van private credit, zoals ABL.'

Foster: 'Wij onderscheiden drie gebieden: corporate credit, asset-based finance en commercieel vastgoedkrediet. Asset-based

finance is eigenlijk alles wat buiten het meer traditionele corporate of commercieel vastgoedkrediet valt: van hypotheek voor woningen tot consumentenleningen, financiering van vliegtuigen en digitale infrastructuur, maar ook immateriële zaken als abonnementslijnen, muziekrechten en royalties.'

Shelley Morrison: 'De wereldwijde markt voor Fund Finance wordt geschat op ongeveer anderhalf biljoen dollar. Wij omschrijven dit vaak als de grootste asset class waar beleggers nog nooit van hebben gehoord. Er is nog veel ruimte voor institutionele beleggers om hun marktaandeel te vergroten.'

Jorg Sallaerts: 'Bepaalde asset classes groeien sneller dan andere. Vanuit het perspectief van private credit houdt de overgrote meerderheid zich nog steeds bezig met senior direct lending, maar er zijn ook een paar aanvullende strategieën opgedoken. We hebben ook meer opportunistische of complexere senior lending-strategieën op de markt zien verschijnen.'

Rajesh Sukdeo: 'We hebben de asset class hypothecaire kredieten de afgelopen jaren aanzienlijk zien groeien. De omzet in volume in een jaar bedraagt meer dan honderd miljard, dus het is een vrij grote markt. De banken spelen op dit gebied nog een zeer grote rol, maar de niet-bancaire kredietverstrekkers zijn inmiddels gevestigde partijen in dit segment en worden steeds belangrijker.'

Wat is de typische (fonds) structuur in private credit? Wat is jullie mening over evergreen-structuren?

Boris Harmsen: 'Direct lending is een minder liquide beleggingscategorie en was voorheen alleen beschikbaar via gesloten fondsen. De laatste jaren zijn er echter nieuwe structuren ontwikkeld die aansluiten op de wensen van verschillende beleggers en soms (beperkte) liquiditeit bieden.'

Korat: 'Schuld is heel geschikt voor evergreenstructuren vanwege de vaste looptijd. Onroerend goed is een schoolvoorbeeld van wanneer open-end fondsen >

Voorzitter:

Harry Geels
Auréus

Deelnemers:

Sam Foster
PIMCO
Boris Harmsen
Pemberton Asset Management
Jos Kalb
Cardano/Mercer
Cyrus Korat
DRC Savills Investment Management
Louay Mikdashi
Neuberger Berman
Shelley Morrison
Aberdeen Investments
Cyril Roblin
AXA IM Alts
Jorg Sallaerts
Arcmont Asset Management
Robert Scheer
M&G Investments
Rajesh Sukdeo
Achmea Mortgages



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is werkzaam bij Auréus als Senior Investment Adviseur. Hij is daar medeverantwoordelijk voor de research naar en selectie van beleggingsfondsen. Ook is hij Adjunct-Hoofdredacteur van Financial Investigator. Hij is verder parttime Docent bij het Actuariële Instituut. Geels behaalde in 1994 zijn Master Financiële Economie aan de VU Amsterdam. Hij schrijft zijn columns voor Financial Investigator op persoonlijke titel.



Sam Foster

Sam Foster is Vice President en Product Strategist bij PIMCO in Londen, met een focus op PIMCO's alternatives-strategieën. Hij werkt sinds 2018 bij de organisatie. Hij heeft zeven jaar ervaring en heeft een BSc in Economie van de University of Bath. Hij is CFA-charterhouder.



Boris Harmsen

Boris Harmsen is Managing Director, Head of Origination, Europe bij Pemberton Asset Management. Voor zijn start in 2019 werkte hij bij Deutsche Bank, waar hij verantwoordelijk was voor leveraged finance en sponsor coverage in de Benelux. Hij heeft meer dan 15 jaar ervaring in leveraged loans, kredietverlening en private equity, en vervulde senior functies bij Egeria, Deutsche Bank en ABN AMRO. Harmsen behaalde een MSc Rechten aan de Rijksuniversiteit Groningen.



Jos Kalb

Jos Kalb is Senior Portfolio Manager Impact Investing bij Cardano/Mercer. Hij houdt zich bezig met onderzoek en due diligence met betrekking tot impactmanagers die zich richten op een breed scala aan strategieën voor private markten. Kalb heeft een MSc in Technische Informatica van de Universiteit Eindhoven en een MSc in Econometrie van de Universiteit van Tilburg. Hij is CFA- en CAIA-charterhouder.



Cyrus Korat

Cyrus Korat heeft meer dan 29 jaar ervaring in real estate en debt capital markets. Voorafgaand aan zijn tijd bij DRC Capital (nu DRC Savills Investment Management), was hij Managing Director bij Merrill Lynch & Co. Daar was hij werkzaam als senior risk taker binnen verschillende disciplines, waaronder ABS/mortgage trading, credit exotics trading en illiquids. Hij behaalde een BSc in Banking & Finance aan Loughborough University.



Louay Mikdashi

Louay Mikdashi trad in 2022 in dienst bij Neuberger als Head of Multi-Sector Private Credit. Hij leidt portfolio management-, business- en strategische activiteiten voor multi-sector private credit opportunities. Hiervoor bekleedde hij functies als Head of Opportunistic Alternatives bij BlackRock EMEA en als Global CIO of Alternatives bij Santander Asset Management. Mikdashi is alumnus van Harvard Business School, Boston College, Babson College en HEC.



Shelley Morrison

Shelley Morrison is Hoofd Fund Finance bij Aberdeen en verantwoordelijk voor het investeren van institutioneel kapitaal in schuldfaciliteiten op fondsniveau. Zij kwam in 2019 bij Aberdeen werken vanuit RBS, waar ze de functie van Director Funds Banking bekleedde. Morrison is lid van het uitvoerend comité van de Fund Finance Association EMEA en maakt deel uit van Women in Fund Finance.



Cyril Roblin

Cyril Roblin is Director in het Capza Artemid Private Debt-team van AXA IM Alts, dat zich richt op de (duurzame) financiering van kleine en middelgrote ondernemingen in Europa. Eerder werkte hij onder meer bij Société Générale, Ardian Private Debt en Aforge Degroef Finance.



Jorg Sallaerts

Jorg Sallaerts is Hoofd Benelux bij Arcmont Asset Management. Hiervoor werkte hij bij Ares Management om de Benelux-franchise uit te breiden. Daarvoor werkte hij bij ING in verschillende functies, voornamelijk in leveraged finance in Amsterdam en Londen. Sallaerts heeft een MSc in Finance van de VU Amsterdam en een BSc in Bedrijfskunde van de Radboud Universiteit te Nijmegen.



Robert Scheer

Robert Scheer trad in 2022 in dienst bij M&G Investments als co-Hoofd Private Credit Origination. Hij richt zich op het initiëren en uitvoeren van directe credit-beleggingen in het middensegment van de markt in continentaal Europa, met een bijzondere focus op de DACH-regio. Scheer heeft een BSc in Bedrijfskunde van de Frankfurt School of Finance & Management, een Msc in Financiering van INSEAD in Singapore en is alumnus van het IMD in Lausanne.



Rajesh Sukdeo

Rajesh Sukdeo is sinds 2006 Portfolio Manager Mortgages bij Achmea Mortgages, verantwoordelijk voor strategie, portefeuillebeheer en klantrelaties binnen de commerciële en residentiële hypotheekfondsen. Eerder werkte hij bij OHV Capital Markets in fixed income-sales en bij SNS Securities op de fixed income-desk. Hij behaalde MSc-titels in Finance, Monetaire Economie en Real Estate Finance aan Erasmus Universiteit en Universiteit van Amsterdam.

niet werken. Als schuldbeheerder van een evergreenfonds hoeven we niet actief te beslissen over wat we in het fonds moeten verkopen om liquiditeit voor bepaalde beleggers te genereren. Dat probleem hebben vastgoedbeheerders wel.'

Morrison: 'Ik ben een fan van evergreen-structuren voor private kredieten. Sommige van de zorgen die worden gemeld over belangenconflicten in evergreens zijn overdreven. Veel van deze vermeende belangenconflicten of zorgen rond bijvoorbeeld liquiditeitsmatch kunnen, denk ik, gemakkelijk worden vermeden door een creatievere of innovatievere fondsstructuur.'

Foster: 'Over het algemeen zijn wij van mening dat goed gestructureerde evergreenvehikels aantrekkelijke, gestroomlijnde oplossingen kunnen bieden voor klanten die op zoek zijn naar volledig gefinancierde exposure naar gediversifieerde portefeuilles, zonder dat er capital calls nodig zijn. Hierdoor kunnen ze op lange termijn blijven beleggen en hun rendement laten groeien, terwijl ze tegelijkertijd potentiële toegang blijven houden tot liquiditeit. Het is echter van cruciaal belang dat managers zich richten op het behalen van resultaten voor deze beleggers, in plaats van alleen maar toegang te bieden of assets te verzamelen. In dit verband zien we drie belangrijke risico's: het handhaven van discipline op het gebied van omvang en capaciteit, het waarborgen van een gezond asset-liability management, en het beheren van waarderingen, met name wanneer beleggers kunnen inschrijven en terugkopen tegen NAV.'

Louay Mikdashi: 'Een illiquide asset kan niet worden omgezet in een liquide asset en beleggers moeten voorzichtig te werk gaan. Het doel is om de mismatch tussen assets en verplichtingen te verkleinen, terwijl alle beleggers efficiënte toegang krijgen. Wij verwachten dat de evergreenstructuur de komende ongeveer tien jaar een belangrijke motor voor groei binnen de asset class zal zijn.'

Jos Kalb: 'De waardering is belangrijk omdat die bepalend is voor de in rekening gebrachte kosten. Als de waardering te hoog is, is dat niet alleen van invloed op de

'Wij verwachten dat de evergreenstructuur de komende tien jaar een belangrijke motor voor groei binnen de asset class zal zijn.'

beleggers die willen uitstappen, maar ook op de beheerkosten. Er moet dus goed toezicht zijn op hoe de waarderingen worden vastgesteld.'

Zijn er typische partnerschappen, bijvoorbeeld met banken en private equity, bij het structureren van deals? Wat zijn de drijfveren voor deze samenwerkingen?

Mikdashi: 'De relatie tussen banken en private credit-managers is geen zero-sum spel. Hoewel de concurrentie op gebieden zoals traditionele zakelijke kredietverlening is toegenomen, blijven er aanzienlijke mogelijkheden voor samenwerking bestaan. Zo blijven banken bijvoorbeeld opslagfaciliteiten aanbieden die private credit-transacties in verschillende sectoren ondersteunen. Nu banken steeds vaker open-architectuurmodellen gaan gebruiken, denken we dat zowel banken als private credit-kapitaal samen kunnen groeien en succesvol kunnen zijn.'

Harmsen: 'Als je als institutionele belegger in private credit wilt investeren, moet je ervoor zorgen dat je kiest voor een manager die kapitaal lokaal kan inzetten en fysiek aanwezig is in de verschillende landen. Je moet kijken naar de omvang van het team in verhouding tot de hoeveelheid kapitaal die wordt opgehaald én in verhouding tot de omvang van de investeringskansen. Als die drie elementen in balans zijn, heb je waarschijnlijk te maken met een aantrekkelijke waardepropositie. Om een waardevolle partner te zijn voor private equity en voor de limited partner, zou een private credit-manager alles zelf moeten kunnen doen. Je moet in staat zijn om je eigen kapitaal aan te trekken, zelf deals te sourcen en dat kapitaal ook gedurende de looptijd van de lening te beheren, in goede en minder goede tijden. Ik denk dat de markt inderdaad volwassen begint te worden. Je ziet dat managers grotere fondsen ophalen. >

Inmiddels wordt meer dan 80% van de mid-market gefinancierd door private kredietverstrekkers, en niet langer door banken. Overigens is de terugtrekking van banken uit deze markt al jaren aan de gang.’

Sallaerts: ‘Ik denk dat zowel banken als directe kredietverstrekkers een rol te spelen hebben als we het hebben over de Europese private credit-markten, die inderdaad minder efficiënt zijn dan die in de Verenigde Staten. Dat blijkt nog steeds uit de aantrekkelijke rendementen die we vandaag de dag in Europa kunnen behalen in vergelijking met de Amerikaanse markt. Maar je ontkomt er niet aan dat de private credit-markt een enorme groei heeft doorgemaakt in de afgelopen vijftien jaar, omdat private equity-fondsen de flexibiliteit, snelheid en kapitaalkrachtigheid van onze oplossing kunnen waarderen.’

Scheer: ‘Vanuit het perspectief van een investeerder zou ik mijn twijfels hebben of ik zou investeren in een fonds dat afhankelijk is van banken als origination channel. Potentiële belangenconflicten liggen op de loer. Laat de bank mij de beste deals zien die zij als bank genereert?’

Cyril Roblin: ‘Ongeacht de rol die banken spelen bij syndicated loans, is het van cruciaal belang dat de sourcing op een onafhankelijke manier gebeurt. Wij hebben de mogelijkheid om zelf financiering voor onze transacties te regelen of mede te regelen. We hebben zelfs eigen, exclusieve sourcing, wat een belangrijk onderdeel is van onze activiteiten. Het is echt van fundamenteel belang om ervoor te zorgen dat we niet afhankelijk zijn wat betreft sourcing en dat we de beste kansen kunnen vinden.’

Wat noemen institutionele beleggers als belangrijkste redenen om in private kredieten te beleggen en wat zien zij als de belangrijkste algemene risico's?

Korat: ‘Beleggers denken dat deze markt iets te bieden heeft wat ze niet op de openbare markten kunnen krijgen, namelijk extra rendement en toegang tot onderliggende assets die niet direct beschikbaar zijn. Ze proberen meer rendement te halen uit illiquiditeit dan uit het nemen van absoluut risico.’

Kalb: ‘Pensioenfondsen en verzekeraars alloceren inderdaad naar de private credit-markten omdat dat meer rendement oplevert. Private kredieten zijn nog relatief nieuw en ze zijn ook op zoek naar manieren om te zien waar ze zich binnen private credit op moeten richten. Wat ook belangrijk is, is dat private kredieten de ruimte bieden om impact te maken.’

Morrison: ‘Beleggers voelen zich aangetrokken tot het potentieel van superieure voor risico gecorrigeerde rendementen dat de asset class biedt. Het gaat om diversificatie van het kredietrisico, om beleggen in een vorm van krediet die niet correleert met iets anders. Het gaat om het isoleren van hun meer liquide portefeuilles tegen marktvolatiliteit.’

Korat: ‘Ik denk dat de grootste zorg van beleggers waarschijnlijk de waardering en de transparantie betreft. Beleggers willen het gevoel hebben dat ze het risico dat ze hebben genomen kunnen monitoren en kunnen detecteren wanneer de investering in kwaliteit achteruitgaat. Dat is nog steeds vrij moeilijk te doen.’

Foster: ‘De vraag die denk ik steeds vaker naar voren zal komen, is of beleggers wel voldoende worden gecompenseerd voor het liquiditeitsrisico dat ze nemen. Omdat wij een grote actieve beheerder van fixed income en private credit zijn, denken we altijd na over de relatieve waarde en streven we ernaar om beleggers een passende vergoeding te bieden voor de risico's die ze nemen.’

Morrison: ‘Eén ding waar beleggers zich steeds meer zorgen over maken, is zelfgenoegzaamheid op het gebied van

‘Beleggers willen het gevoel hebben dat ze risico's kunnen monitoren en kunnen detecteren wanneer een investering in kwaliteit achteruitgaat.’

acceptatie- en kredietnormen en discipline. Omdat er meer liquiditeit naar de asset class private credit is verschoven en er institutioneel kapitaal is gekomen in deze door banken geleide markt, zien we een algemene versoepeling van de kredietvoorwaarden in de hele asset class, met veel minder strenge juridische due diligence dan voorheen.’

Private credit-ratings worden voornamelijk verstrekt door kleinere ratingbureaus. Hoe goed is de kwaliteit van hun ratings?

Roblin: ‘Er is geen openbare informatie, maar we kunnen wel gedetailleerde informatie verzamelen, meestal in nichemarkten. We kunnen bijvoorbeeld over due diligence-materiaal beschikken, we kunnen gesprekken voeren met het management, we kunnen Q&A-sessies houden. We hebben enerzijds veel meer op maat gemaakte kredietanalyses nodig en anderzijds is er ook het aspect met betrekking tot de structurering van transacties, wat betekent dat we robuuste managers nodig hebben die in staat zijn de transacties correct te structureren. Onze interne ratingmethodologie is het resultaat van alle kredietanalyses die we hebben gemaakt en wordt meer gebruikt als benchmark.’

Sukdeo: ‘In de meer gevestigde asset classes, zoals hypotheek, is er een lange historie van data. Modellen zijn getest tijdens verschillende recessies. Dat is enigszins geruststellend, maar je weet natuurlijk niet hoe deze modellen zich

‘De kwaliteit van ratings varieert, maar naar onze mening kan geen enkele rating een vervanging zijn voor een robuuste bottom-up kredietbeoordeling.’

zullen houden als je in een ernstige recessie terechtkomt.’

Harmsen: ‘Wij werken met een externe ratingmethodologie die specifiek is afgestemd op de Europese mid-market, een segment waarvan we de defaults al tientallen jaren monitoren. We beheren kapitaal voor veel Europese verzekeraars en bieden hen volledige transparantie, die mogelijk gemaakt wordt door deze ratingmethodologie.’

Foster: ‘De kwaliteit van ratings varieert, maar naar onze mening kan geen enkele rating een vervanging zijn voor een robuuste bottom-up kredietbeoordeling. Met meer dan vijf decennia ervaring op de publieke markten erkennen wij dat ratings van ratingbureaus vaak achterhaald zijn en dat onafhankelijk onderzoek kan leiden tot een genuanceerder beeld. Investeerders structureren transacties om aan ratingvereisten te voldoen in plaats van puur op basis van economische merites, wat de prijsstelling kan verstoren en sommige investeringen minder aantrekkelijk kan maken. In plaats van te concurreren op te duur gewaardeerde assets, willen we profiteren van deze dynamiek door private, niet beoordeelde assets aan te kopen, die vanwege het ontbreken van een rating een hoger rendement bieden. Vervolgens structureren we ze tot beoordeelde (rated) instrumenten, die kunnen worden verkocht aan beleggers die ratings vereisen. Hierdoor kunnen we de ratingpremie binnenhalen en tegelijkertijd de controle behouden over underwriting en structurering.’

Kalb: ‘Voor onze klanten voeren we graag een scenarioanalyse uit om de totale portefeuillecontext te bekijken. Dat helpt hen om na te denken over de risico’s die ze daadwerkelijk lopen. En het geeft hen inzicht in welke assets het beste of >

‘Als bedrijfsmanagers het positieve effect van een ESG-strategie zien, bijvoorbeeld een vermindering van het personeelsverloop, dan wordt ESG zakelijk gezien een noodzaak.’

slechtste presteren en naar welke asset classes ze meer of minder moeten alloceren.’

Wordt het wanbetalingspercentage in private debt onderschat door non-accrual loans en payment-in-kind, PIK loans? Wat is het werkelijke wanbetalingspercentage en hoe voorkomen we verliezen?

Scheer: ‘De markt is erg ondoorzichtig. Ik denk dat het percentage wanbetalingen iets hoger ligt dan algemeen wordt gedacht. Het is terecht om je daar zorgen over te maken. In tegenstelling tot vroeger, toen de documentatie op bepaalde gebieden van de markt strenger was, is het nu alsof het risico op wanbetaling behoorlijk naar de toekomst kan worden verschoven. Het moment waarop je als kredietverstrekker kunt ingrijpen, kan ver weg zijn.’

Harmsen: ‘Beleggers kunnen het beste kiezen voor managers die duidelijk kunnen laten zien hoeveel defaults er zijn geweest en hoe de leverage zich ontwikkeld heeft. Bij ons leidt elke renteverhoging of verslechtering van de leverage tot een verlaging van de interne rating. De asset class is de afgelopen jaren flink op de proef gesteld door stijgende rentes, inflatie en politieke instabiliteit. Hoe managers met die uitdagingen zijn omgegaan, laat duidelijk zien wie het vak echt beheerst.’

Veel beleggers houden rekening met een relatieve waardering. Hoe werkt dat in de praktijk?

Mikdash: ‘De vuistregel is simpel: als je dezelfde prijs of hetzelfde kunt krijgen op de publieke markten, is er geen reden om voor private te kiezen. Prijsdiscipline is essentieel, maar vaak moeilijk te realiseren. Lange verbintenisperiodes in private markets kunnen managers onder druk

zetten om ‘gedwongen kopers’ te worden binnen hun sector, waardoor hun vermogen om de relatieve waarde te beoordelen, wordt beperkt. Een meer flexibele, resultaatgerichte beleggingsstrategie – een strategie die verder kijkt dan rigide sectorlabels – zou deze beperking kunnen helpen aanpakken. We noemen dat de flexibiliteitspremie.’

Hoe kunnen (private) credit-verstrekkers bedrijven ondersteunen in hun groeitraject?

Roblin: ‘Ten eerste kunnen wij geld bieden met bullet financing, wat geschikt is voor bedrijven die zich willen ontwikkelen door hun cashflows te gebruiken om te investeren, in plaats van om schuld terug te betalen. Maar we hebben ook de mogelijkheid om kennis, goede praktijken en een uitgebreid netwerk te delen met de bedrijven die we ondersteunen en waarmee we samenwerken. Dit netwerk vormt meestal de basis voor zakelijke kansen.’

Harmsen: ‘Ik denk dat het voor een bedrijf nuttig is om één kredietverstrekker te hebben, een partij die als werkelijke partner optreedt, die je bedrijfsmodel begrijpt en die je onderweg kan steunen. Dat maakt de besluitvorming sneller in moeilijkere situaties, waardoor meer waarde behouden blijft.’

Wat zijn de belangrijkste uitdagingen voor beleggers bij het verkrijgen van toegang tot het spectrum van private credit?

Foster: ‘Beleggers zijn tegenwoordig erg geneigd om te beleggen in corporate direct lending, een asset class met een variabele rente die steeds populairder wordt en in een zwakkere macro-economische omgeving onder druk kan komen te staan, zowel door dalende basisrentes als door stijgende wanbetalingen. Bij public credit is diversificatie al langer de norm. Slechts weinigen zouden alleen bankleningen aanhouden zonder deze aan te vullen met investment grade of gesecuritiseerde kredieten. Wij zijn van mening dat hetzelfde principe van toepassing is op private markets. Asset-based finance biedt een aantrekkelijk alternatief, waarbij vaste en variabele rentevoeten worden gecombineerd met harde assets als onderpand, aflossingsgerelateerde

‘De markt is erg ondoorzichtig.
Ik denk dat het percentage
wanbetalingen iets hoger ligt
dan algemeen wordt gedacht.
Het is terecht om je daar zorgen
over te maken.’

kasstromen en toegang tot minder drukke segmenten waar spreads en voorwaarden aantrekkelijker kunnen zijn.’

Scheer: ‘De eerste uitdaging die we moeten overwinnen, is het besef dat er verschillende nuances zijn, zelfs binnen de kleinere wereld van zakelijke kredietverlening. We moeten er zeker van zijn dat we bij gesprekken met investeerders of klanten dezelfde taal spreken. Vaak raken we de draad kwijt omdat iedereen andere woorden gebruikt voor hetzelfde.’

Mikdashi: ‘Ik ben het ermee eens dat kleine tot middelgrote private loans doorgaans gevoeliger zijn voor de economische cyclus. Daarentegen kunnen sommige sectoren binnen de breed gedefinieerde asset-backed lending-sector een andere beta hebben ten opzichte van de economische cyclus, waardoor beleggers bredere diversificatievoordelen kunnen behalen.’

Korat: ‘Commercieel vastgoedkrediet heeft nog steeds moeite om een plek te vinden binnen de vermogensallocatie. Vastgoedbeleggers zien het vaak als een kredietproduct, terwijl kredietbeheerders het beschouwen als onderdeel van vastgoed. Daardoor kan het in portefeuilles over het hoofd worden gezien, terwijl het juist goed scoort met een aantrekkelijker spread en relatief weinig risico.’

Hoe zit het met de omvang en flexibiliteit van de deals? Hebben we grote managers nodig of (sector)gespecialiseerde nicheplayers?

Sallaerts: ‘Private credit is een gevestigde asset class waarin inmiddels een vlucht naar schaalgrootte is ontstaan. De top-5 managers, waaronder wij, beheren op dit moment bijna de helft van het totale beheerde kapitaal in de markt. Het gaat erom kansen te vinden waar je waarde kunt toevoegen, waarbij de omvang van je team en je staat van dienst je in staat stellen om adequaat te handelen. Het is makkelijker om dat te doen als je een groter team hebt en als je daarnaast beschikt over een lokale invalshoek in alle regio's waarin je actief bent. Dat is niet alleen belangrijk in Nederland en België, maar door heel Europa. Ons netwerk is alles. Het gaat

‘De grootste managers krijgen de meeste allocaties en dat is logisch, want de kwaliteit van hun netwerk is essentieel om goede deals te kunnen sluiten.’

daarbij niet om wie jij als persoon bent, maar wie je kent en wat je daarmee doet. De klant, in deze de belegger, staat altijd op nummer 1.’

Harmsen: ‘De sleutel tot het succes van een manager ligt in het creëren van waarde door een evenwicht te vinden tussen de grootte van het origination- en portfolio-managementteam, de investeringskansen in een bepaalde markt en de hoeveelheid kapitaal die beleggers aan de manager toevertrouwen. Het selecteren van de juiste investering is mensenwerk. De manager moet precies weten wat er met de investering gebeurt en dat laat zich tot op heden niet automatiseren.’

Scheer: ‘Ik denk dat er ruimte is voor zowel grote managers als kleinere spelers. Je kunt kleinere, gespecialiseerde spelers hebben die zich richten op een bepaalde niche, een bepaald deel van de capital stack, bepaalde landen, maar dan zijn ze natuurlijk niet voor elke belegger geschikt. Grotere managers zijn natuurlijk meer gediversifieerd. Naarmate de markt verder consolideert en een beperkt aantal spelers die markt controleert, maken beleggers zich meer zorgen over het feit of ze geen vergoedingen aan een manager betalen die uiteindelijk alleen maar de marktbeta koopt.’

Kalb: ‘Over het algemeen geldt: the winner takes all. De grootste managers krijgen de meeste allocaties en dat is logisch, want de kwaliteit van hun netwerk is essentieel om goede deals te kunnen sluiten. Maar nichespelers kunnen ook een voordeel hebben, namelijk dat ze meer impact kunnen maken.’

Is private credit geschikt voor ESG of het maken van impact?

Korat: ‘Ja. Voor commercieel vastgoedkrediet zien we een aanzienlijk potentieel voor impact, gezien de grote CO₂- >

‘Het gaat om diversificatie van het kredietrisico, om beleggen in een vorm van krediet die niet correleert met iets anders.’

voetafdruk van de vastgoedsector. Real estate debt kan een krachtige manier zijn om verantwoord te investeren. Onze focus ligt dan ook op de financiering van herontwikkelingen en renovaties die gebouwen efficiënter en duurzamer

maken. Zonder aan rendement in te boeten, kunnen we positieve veranderingen stimuleren.’

Harmsen: ‘Vooral in het middensegment van de markt hebben kredietverstrekkers de mogelijkheid dicht bij hun kredietnemers te staan en in die relatie daadwerkelijk invloed uit te oefenen. Zo kun je kredietnemers stimuleren hun ESG-

strategie te verbeteren en afspraken te maken om meetbare impact te bewerkstelligen.’

Roblin: ‘Het gaat erom hoe we als manager bedrijven kunnen helpen om hun ESG-traject te verbeteren en echte transformaties teweeg te brengen. Dat kan bijvoorbeeld via onze ESG-teams, het geven van ESG-trainingen en het organiseren van duurzaamheids-evenementen.’

Sallaerts: ‘Naast ons senior credit-fonds, ons vlaggenschip, hebben we eerder dit jaar een speciaal Europees impactfonds gelanceerd. Daarbij maken we gebruik van externe, onafhankelijke, non-profit consultants om de investeringen die in het fonds gaan te verifiëren en elke vorm van greenwashing tegen te gaan, zo ook randgevallen van wat impact is en wat niet. In de documentatie nemen we ook impactgerichte KPI's op, omdat wij daarmee private equity-fondsen kunnen

stimuleren en motiveren tot het doen van de juiste dingen.’

Morrison: ‘Essentieel is dat de geselecteerde KPI's relevant zijn voor de bedrijfsstrategie en daadwerkelijk effect hebben op het teweegbrengen van positieve veranderingen. Het moeten ambitieuze en uitdagende doelstellingen zijn, die niet gemakkelijk te behalen zijn. Ik ben nogal cynisch geworden over de ESG-marge-ratches waarbij de manager alleen voor het laaghangende fruit gaat.’

Wat is de drijvende kracht hierachter? Zijn het de beleggers, of zijn het de bedrijven zelf die duurzamer willen zijn?

Sukdeo: ‘Ik denk dat de samenleving hier in feite de drijvende kracht is.

Hypothecaire kredietverstrekking geeft je meer mogelijkheden om een rol op het gebied van duurzaamheid te spelen, omdat je directer contact met de consument hebt om deze te beïnvloeden.’

Morrison: ‘De private credit-markten zien goed dat het nemen van ESG-risico's uiteindelijk een wezenlijke financiële impact heeft op het rendement van de investering. Ongeacht of een private kredietverstrekker een impactstrategie nastreeft of artikel 8 of 9 van het Parijs-akkoord volgt, zien we bij het verstrekken van leningen aan private marktfondsen een groeiende trend onder beleggers om ESG in hun hele beleggingsproces te integreren. Daarin zijn ze succesvol en lopen ze voorop in de sector in termen van best practices.’

Kalb: ‘Sommige pensioenfondsen en verzekeraars willen impact maken en ook een marktconform rendement behalen. Private credit-managers moeten zich richten op de intenties van de kredietnemers. Willen die echt een verandering met betrekking tot hun duurzaamheid, of willen ze alleen maar bepaalde ESG-doelstellingen behalen?’

Wat kan helpen om meer impact te maken? Andere of betere regulering en wetgeving, betere ratings, betrokkenheid van DFI's, of misschien naar opkomende markten gaan?

Kalb: ‘De meeste impact kan natuurlijk

‘Hypothecaire kredietverstrekking geeft je meer mogelijkheden om een rol op het gebied van duurzaamheid te spelen, omdat je directer contact met de consument hebt.’

worden gerealiseerd in opkomende markten, omdat de financieringskloof om de SDG-doelstellingen te bereiken daar het grootst is.’

Roblin: ‘We zien dat er vooral in bepaalde regio’s sprake is van een politieke terugslag, die kan voortkomen uit onzekerheid over de regelgeving of culturele terughoudendheid. Het kan ook om economische druk op de korte termijn gaan. Overigens is Europa in het algemeen voorstander van ESG en begrijpen Europese vermogensbeheerders beter dat het noodzakelijk is om het aspect van duurzaamheid aan te pakken. Misschien is de beste manier om tegenwind te vermijden te laten zien dat een ESG-aanpak werkt. Als bedrijfsmanagers het positieve effect van een ESG-strategie zien, bijvoorbeeld een vermindering van het personeelsverloop, dan wordt ESG zakelijk gezien een noodzaak.’

Wat zijn de laatste ontwikkelingen in private debt en hoe ziet de toekomst er mogelijk uit?

Morrison: ‘Binnen de private credit-markt eisen beleggers steeds meer maatwerk. Ze vragen beheerders om op maat gemaakte portefeuilles samen te stellen die zijn afgestemd op hun specifieke doelstellingen, zodat alles kan worden gedekt vanuit een specifiek risiconiveau, beoogd rendement, liquiditeitsniveau, beleggingstermijn, enzovoort. Deze trend zal de komende jaren toenemen.’

Foster: ‘Private debt markets veranderen snel, met een toenemende convergentie

‘Ik denk dat private debt een hoeksteen van moderne beleggingsportefeuilles aan het worden is: er stroomt voortdurend meer kapitaal naar de markt.’

‘Vooral in het middensegment van de markt hebben kredietverstrekkers de mogelijkheid dicht bij hun kredietnemers te staan en in die relatie daadwerkelijk invloed uit te oefenen.’

tussen public credit en private credit en een verschuiving naar meer gediversifieerde, actief beheerde strategieën. Terwijl traditionele direct lending onder druk staat door krappere spreads en stijgende wanbetalingen, wenden beleggers zich steeds vaker tot asset-based finance. Wij zien een sterk langetermijnpotentieel in sectoren zoals huisvesting en digitale infrastructuur, gebieden met een veerkrachtige vraag en structurele kapitaalbehoeften. Deze segmenten bieden een duurzaam inkomen en de kans om alpha te genereren door middel van gedisciplineerde acceptatie en doordachte structurering.’

Mikdashi: ‘Private credit is niet langer ‘het land van saaiheid’. Het is nu een van de meest dynamische sectoren op de financiële markten, met een snelle groei, toenemende specialisatie en grotere flexibiliteit.’

Scheer: ‘De markt voor directe leningen zal steeds technischer en efficiënter worden. Een van de gevolgen daarvan is dat de premie die je krijgt, vooral bij leningen aan grote bedrijven, steeds lager wordt. Beleggers zullen twee voor hen belangrijke zaken in overweging nemen: biedt de strategie waarin ik investeer voldoende alpha ten opzichte van de marktbeta en biedt die strategie een bepaalde onderscheidende factor?’

Sallaerts: ‘Ik denk dat private debt een hoeksteen van moderne beleggingsportefeuilles aan het worden is: er stroomt voortdurend meer kapitaal naar de markt. De allocatie, die voor veel beleggers nu tussen de 8% en 18% ligt van hun totale portefeuille, zal denk ik verder toenemen omdat de risico-rendementsverhouding ongelooflijk aantrekkelijk is.’ ■

IN HET KORT

De grootte van de private credit-markt wordt geschat op ruim \$ 1,5 biljoen wereldwijd. Er is echter een gebrek aan betrouwbare statistieken.

Als je als institutionele belegger in private credit wilt investeren, moet je kiezen voor een manager die kapitaal lokaal kan inzetten en fysiek aanwezig is in de verschillende landen.

Beleggers voelen zich aangetrokken tot het potentieel van aantrekkelijke voor risico gecorrigeerde rendementen dat private credit biedt.

Private credit is een van de meest dynamische sectoren op de financiële markten, met een snelle groei, toenemende specialisatie en grotere flexibiliteit.

Verstrekters van private credit kunnen hun klanten stimuleren om hun ESG-strategie te verbeteren en meetbare impact te bewerkstelligen.