

VOORZITTER:

Martine Vissers, *AF Advisors*

DEELNEMERS:

Menno van den Elsaker, *APG Asset Management*

Natalie Howard, *Schroders*

Calum Macphail, *LGIM*

Steven Osborne, *Intermediate Capital Group*

James Reynolds, *Goldman Sachs Asset Management*

Foto: Cor Salverius Fotografie



# PRIVATE DEBT IS GOED OP WEG OM HELEMAAL MAINSTREAM TE WORDEN

Door Wim Groeneveld

Private debt staat steeds meer in de belangstelling van institutionele beleggers en is goed op weg om helemaal mainstream te worden. Wat maakt deze vorm van alternative fixed income zo interessant? En in welke richting ontwikkelt de markt zich? Experts geven hun kijk op de ontwikkelingen binnen private debt tijdens deze Ronde Tafel.



## Wat is het verschil tussen beleggen in private debt en beleggen in public debt?

**Calum Macphail:** 'Ik denk dat fundamentele kredietanalyse bij private debt in wezen hetzelfde is als bij public debt. Je moet een idee krijgen van de positie van de uitgever binnen zijn bedrijfstak of sector. Wat je op de private markten niet in dezelfde mate hebt als op publieke markten, is het voordeel van de analyses van ratingbureaus. Het werk van het interne creditteam is dus erg belangrijk bij het beleggen in private markten, om zodoende de kredietkwaliteit van het bedrijf of een project te beoordelen waaraan je uitleent. Ook denk ik dat je goed moet kijken naar en nadenken over de structuur van de transactie. In publieke markten is de documentatie op dat vlak doorgaans gestandaardiseerd. In private markten is die vaak veel meer maatwerk. Een zorgvuldige analyse van die documentatie is

onontbeerlijk om te kijken hoe goed je beschermd bent tegen downside risico's als je een minder liquide positie inneemt.'

**James Reynolds:** 'Waar je rekening mee moet houden, is de cashflow: de mogelijkheid om uit je investeringen te stappen. Dat is meestal wat moeilijker bij private debt. Voor het gebrek aan liquiditeit moet je betaald worden.'

**Steven Osborne:** 'In de markten voor public debt is de liquiditeit over het algemeen beter. Het gaat daar vaak vooral om timing en het beheren van grote portefeuilles. Bij private debt draait het veel meer om documentatie, convenanten, actief beheer en fundamentele kredietgegevens. Het is belangrijk dat beleggers werken met managers die deze fundamentele gegevens goed begrijpen en dat ze zich op hun gemak voelen om met die managers te werken.'

> **Martine Vissers** is Partner bij AF Advisors. Vissers heeft ruim 20 jaar ervaring in structurerings- en beleggingsvraagstukken op het gebied van alternatieve en duurzame beleggingscategorieën zoals private debt en impact investing. Zij heeft voor haar komst naar AF Advisors meer dan 10 jaar gewerkt op het snijvlak van publiek-private financiering met woningcorporaties, zorginstellingen, overheden en pensioenfondsen als haar klanten. Binnen AF Advisors is Vissers verantwoordelijk voor de uitbouw van de investment consultancy-activiteiten voor institutionele beleggers.



Foto: Cor Salverius Fotografie



Foto: Archief APG AM

> **Menno van den Elsaker** is Head of Alternative Credits bij APG Asset Management. Van den Elsaker is verantwoordelijk voor private/alternatieve creditbeleggingen in Europa en de Verenigde Staten, waaronder hypotheeken, specialty finance, structured credit, direct lending, non-performing loans en distressed debt-strategieën. Hij is lid van het Global Strategy & Management Team van Fixed Income bij APG en heeft ruim achttien jaar beleggingservaring. Van den Elsaker is afgestudeerd in Financiële Econometrie aan de Universiteit van Amsterdam en is CFA charterholder.

### Waarom bestaat de asset class private debt uit zoveel verschillende strategieën? En hoe gaan beleggers daar bij hun asset allocatie mee om?

**Natalie Howard:** 'Private debt biedt een aantal verschillende strategieën met uiteenlopende kenmerken. Op basis van de kenmerken waarnaar de investeerders op zoek zijn, bepalen beleggers hoe ze toegang tot die markt willen krijgen. Zo kan het bijvoorbeeld zijn dat een belegger financiering met leverage preferert of dat een belegger vanwege Solvency II juist secured lending aantrekkelijker vindt. Ook is het mogelijk dat de voorkeur wordt gegeven aan private debt met wat meer liquiditeit. Bij private debt bestaat er in feite een veelvoud aan smaken die tegemoet kan komen aan de eisen van beleggers.'

**Menno van den Elsaker:** 'Traditionele credits vormen op zichzelf al een brede asset class met veel verschillende segmenten. Dat zie je ook terug in de sfeer van private debt. Maar daarbovenop biedt private debt beleggingsmogelijkheden die bij de markten voor public debt niet zo gemakkelijk te vinden zijn. Denk aan infrastructure debt en real estate debt.'

**Osborne:** 'Eigenlijk is private debt een zeer generieke term. In de loop der jaren zijn er strategieën ontwikkeld die beleggers toegang geven tot verschillende delen van de kapitaalstructuur, met verschillende aspecten wat betreft de risico-rendementsverhouding. Het is van belang dat beleggers zich bewust zijn van de risico's die zij willen en bereid zijn te nemen en dat zij vervolgens hun managers aan een grondig onderzoek onderwerpen. Maar de keuzemogelijkheden zijn erg

**Private debt biedt beleggingsmogelijkheden die bij de markten voor public debt niet zo gemakkelijk te vinden zijn. Denk aan infrastructure debt en real estate debt.**

gegroeid als gevolg van het volwassen worden van de markt en de ontwikkeling van de producten.'

**Reynolds:** 'Private debt wordt meer en meer mainstream. Niet alleen zijn er verschillende segmenten en onderliggende strategieën te onderscheiden, maar ook worden de platforms voor private debt groter. Private debt is zo echt een alternatief voor de onder meer op publieke markten verhandelde high yield-obligaties of voor de activiteiten van banken. Dat zie je tegenwoordig trouwens ook terug in de omvang van sommige van de private financieringen: unitranches van meerdere miljarden dollars.'

### Hoe is het landschap van private debt veranderd in de afgelopen vijf jaar?

**Van den Elsaker:** 'De belangrijkste verandering is natuurlijk de groei van deze asset class in de beleggingsportefeuilles van institutionele beleggers. Private debt wordt meer geaccepteerd. Wij hebben in onze organisatie altijd al iets gedaan met alternative credit, maar het beleggen gebeurde meer op een opportunistische manier. Een paar jaar geleden hebben we echter besloten om een meer strategische allocatie te doen binnen onze assetmix van vastrentende waarden. Dat heeft natuurlijk ook te maken met de lage rendementsomgeving waarin we ons momenteel bevinden. Als je kijkt naar traditionele credits, dan rendeert een groot deel daarvan negatief. Dat helpt niet erg om je rendementsdoelstellingen te halen. Vandaar dat je als belegger moet kijken naar andere segmenten die wel een fatsoenlijk rendement bieden.'

**Reynolds:** 'Kijk, circa vijf jaar geleden moesten we veel tijd besteden aan uitleggen wat direct lending was. Vandaag de dag hoeven we hierover geen uitleg meer te geven. Als een bedrijf tien jaar geleden zijn weg niet kon vinden naar de public debt markt, of als banken de financiering niet wilden verzorgen, dan zocht het zijn heil op de private debt markt. Dit pakte erg stigmatiserend uit. Dat stadium zijn we voorbij.'

**Osborne:** 'Direct lenders wisten in deze periode marktaandeel van commerciële banken weg te halen. Ik zie dat de

marktstructuur zich intussen heeft gestabiliseerd. In de afgelopen jaren betrad een golf aan nieuwkomers de markt. Een handvol early movers op het gebied van kredietverstrekking heeft zich intussen echter losgemaakt van het peloton en domineert nu de markt in termen van deals en transactie-volumes. Deze grote partijen concurreren inmiddels ook met de liquide kapitaalmarkten. Dit heeft een vrij drukke middle market gecreëerd met veel nieuwe spelers die vrij agressief concurreren op prijs en voorwaarden.'

### **Wat zou de rol kunnen zijn van private debt binnen een institutionele beleggings-portefeuille?**

**Van den Elsaker:** 'Omdat ik betrokken ben bij een asset manager voor pensioenfondsen, kan ik waarschijnlijk een beetje vanuit een ander perspectief redeneren. We kijken binnen ons alternative credit product vooral naar de segmenten waar de minste concurrentie is. De Solvency II-segmenten zijn niet per se de segmenten waar we op in zullen spelen, omdat we niet het voordeel hebben van een gunstig Solvency II-kader. Het gaat met name om de risico-rendementsverhouding en hoe die uitpakt ten opzichte van de equivalenten op de publieke markten.'

**Reynolds:** 'Het is altijd heel moeilijk om op een bepaald moment te zeggen of een strategie interessant is of niet. Aan het begin van 2020 wisten we niet dat we te maken zouden krijgen met COVID-19-lockdowns en de daarop volgende volatiliteit. In het voorjaar was er weinig hoop dat de markt zo snel zou herstellen. Je kunt eigenlijk stellen dat in de huidige omstandigheden een all-weather strategie het meeste soelaas biedt.'

**Macphail:** 'Voor institutionele beleggers die zich hoofdzakelijk op publieke markten begeven, zijn er bij private debt diversificatievoordelen te behalen als we kijken naar geografische spreiding, sectoren, duration en de kwaliteit van het krediet. Ik vind dat een belangrijk punt en een kans voor beleggers nu de publieke markten weliswaar groter zijn geworden, maar tegelijkertijd qua diversificatie kleiner.'

## **Voor institutionele beleggers die zich hoofdzakelijk op publieke markten begeven, zijn er bij private debt diversificatievoordelen te behalen als we kijken naar geografische spreiding, sectoren, duration en de kwaliteit van het krediet.**

### **Hoe zien jullie de private debt-markt de komende vijf jaar evolueren?**

**Osborne:** 'Ik verwacht dat er een zekere consolidatie op de markt zal komen, met name in de middle market. Het is met de toestroom van veel nieuwkomers tamelijk druk geworden. De grote, gevestigde partijen zullen blijven groeien. De drukte op de markt leidt uiteindelijk tot een situatie die niet werkt voor fondsen die zich op private debt richten. De economische levensvatbaarheid kan worden aangetast vanwege de concurrentie. Al met al denk ik dat er wel weer mogelijkheden ontstaan voor nieuwe nichefondsen. Dat zal met name in de Verenigde Staten het geval zijn, omdat dat land een grotere en volwassener markt is.'

**Van den Elsaker:** 'Allereerst zie ik de assets under management flink groeien, maar behalve dat voorzie ik dat ESG-aspecten een belangrijke rol zullen gaan spelen. Bij public credits is dat al veel meer het geval. Het incorporeren van ESG-aspecten binnen private debt staat nog in de kinderschoenen, maar als we naar onszelf kijken, dan nemen onze eisen toe. Onze klanten willen dat ook.'

**Macphail:** 'Het is altijd moeilijk om in een kristallen bol te kijken en te proberen de toekomst te voorspellen. Maar ik ga ervan uit dat bestaande markten verder tot wasdom komen, aangedreven door de toevloed van kapitaal die daar binnenkomt. De marktstructuur verandert vervolgens mee om dat op

> **Natalie Howard** heeft meer dan dertig jaar ervaring met vastgoed en is sinds kort werkzaam bij Schrodgers Real Estate Investment Management als Hoofd van het Real Estate Debt-platform. Howard is werkzaam geweest in verschillende segmenten van de kapitaalstructuur van diverse vastgoedcategorieën, zowel aan de verkoopzijde als aan de aankoopzijde. Voordat Howard bij Schrodgers in dienst trad, bekleedde zij leidinggevende posities bij DRC Capital, AgFe, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Charterhouse Bank en Paribas.



te vangen. Er zullen ook andere delen van de markt opkomen. De aangescherpte regelgeving voor banken zal bijvoorbeeld de mogelijkheden voor asset managers vergroten. Denk aan gespecialiseerde fondsen of het opnemen van private debt in multi-assetstrategieën.'

**Howard:** 'Zoals vaak gebeurt wanneer er meer krapte op de markt komt, ontstaat er een natuurlijke beweging van beleggers naar grotere managers, omdat beleggers problemen beginnen te ondervinden met kleinere beheerders. De Greensill Capital-affaire in het Verenigd Koninkrijk laat dat bijvoorbeeld zien. De val van die schaduwbank zal een belangrijke push voor beleggers zijn om het bij grote organisaties te zoeken, omdat als daar dingen misgaan een gênante situatie kan ontstaan, met potentiële reputatieschade.'

### Wat zijn de specifieke risico's van private debt?

**Osborne:** 'Het voor de hand liggende risico is kredietverlies, dus het verlies van de hoofdsom of het volledige verlies van leningen. Hoe beperk je dat als belegger? Kies managers waarvan je denkt dat ze in staat zijn strenge kredietcontroles toe te passen en die trackrecords kunnen laten zien hoe ze dat doen, idealiter in meerdere fondsen en gedurende verschillende economische cycli.'

**Van den Elsaker:** 'Dat zit hem in de kwaliteit van de managers. Ik denk dat de periode waarin we nu zitten een interessante testcase kan zijn. In Europa is direct lending van de grond gekomen rond 2014. De asset class kreeg sindsdien de wind in de zeilen. Veel managers verging het goed. We zijn in een uitdagende tijd beland als we kijken naar de fundamentals. Het verschil tussen managers komt nu aan het licht. Nu zal

Financial Investigator legde Erik Leseman, Head of Investment Management bij Aegon Nederland, de volgende drie vragen voor:

### Welke private debt-strategieën voegen op dit moment de meeste waarde toe aan de beleggingsportefeuille?

'Bij private debt gaat het voor mij naast de risico-rendementsverhouding ook om de snelheid waarmee portefeuilles opgebouwd en afgebouwd kunnen worden. 'Originatiekracht' en de voorspelbaarheid van kasstromen spelen daardoor een grote rol. Bij ons geldt dat wij ons met name richten op hypotheekleningen, maar ook op bijvoorbeeld door overheden gegarandeerde leningen of (verzekerde) private placements. Wij blijven een grote allocatie houden naar hypotheekleningen en wij breiden momenteel actief uit in de twee andere categorieën.'

### Wat is of wat zou de rol moeten zijn van private debt binnen de beleggingsportefeuille van een verzekeraar?

'Private debt toevoegen aan een portefeuille verhoogt het rendement zonder dat men extra kredietrisico hoeft te lopen. Een verzekeraar krijgt via private debt een vergoeding voor het liquiditeits- en complexiteitsrisico. Deze risico's kunnen worden beheerst door de allocatie naar private debt te beperken. Een andere reden om de limieten op te stellen voor de allocatie naar private debt is de steeds veranderende omgeving waarin verzekeraars opereren. Financiële markten,

consumentengedrag, producten en het toezichtsregime zijn allemaal niet constant en kunnen wijzigen in de tijd. Om die reden heeft ook een lange termijn institutionele belegger als een verzekeraar behoefte aan flexibiliteit in de balanssamenstelling en beperkt een verzekeraar de omvang van de illiquide beleggingen.'

### Hoe selecteer je een private debt manager?

'Bij de selectie van een manager kijk ik naar de strategische match met Aegon, aangezien wij langetermijnrelaties aan wens te gaan. De originatiekracht en de kwaliteit van de assets zijn inhoudelijk de belangrijkste criteria. De kwaliteit van de assets bekijken wij vooral op basis van defaults en default losses, en (in mindere mate) door te vergelijken met een (illiquide) benchmark. Daarnaast dient een manager aantoonbaar te voldoen aan wet- en regelgeving en de bijbehorende rapportagevereisten. In ons geval betekent dat ook de bereidheid om de financiële gegevens van alle individuele beleggingen te delen, zodat wij in staat zijn om intern de kredietkwaliteit van de leningen te bepalen.'



Foto: Archief Aegon Nederland

blijken wie de juiste bedrijven heeft weten te selecteren en, nog belangrijker, wie de capaciteiten heeft om zich bezig te houden met herstructureringszaken en de nodige ervaring in huis heeft om problemen bij een bedrijf om te buigen.'

**Reynolds:** 'Het grootste risico schuilt in wanbetaling en kredietverlies. Daarom moet je gedisciplineerd te werk gaan en bedreven zijn in de selectie van assets en credit underwriting. Een goede toegang tot de markt is cruciaal. Concentratierisico is ook belangrijk om te noemen. Je moet voorzichtig zijn met sectoren waar misschien een regelgevend risico aan verbonden is. Dat is een reden dat wij die sectoren proberen te mijden. De financiële dienstverleningssector is een goed voorbeeld, omdat die onderhevig is aan veranderende regelgeving die alle spelers in die sector kan beïnvloeden.'

### Welke realistische rendementsverwachtingen zijn er in het private credit-spectrum?

**Macphail:** 'Afhankelijk van de strategie en in termen van creditspread gaat het waarschijnlijk om 70 tot 700+ basispunten. De vraag is natuurlijk wat private credit biedt boven de alternatieven. Dat kan ook variëren per markt, per tijdstip en per jaar. Zo zul je zien dat veel beleggers die nieuw zijn op de markt aanvankelijk zullen instappen omdat ze worden aangetrokken door de mogelijkheid om een illiquiditeitspremie te ontvangen. Ik denk dat dit kan variëren van 20 tot 30 basispunten in sommige van de hogere kwaliteit investment grade-achtige strategieën, tot meer dan 100 basispunten naarmate je lager in het creditspectrum komt of de complexiteit van de transactie toeneemt en het soort risico's dat wordt genomen.'

**Howard:** 'Aangezien het woord complexiteit wordt aangehaald, denk ik dat het nu meer gaat over de complexiteitspremie die je kunt verdienen, in plaats van alleen de illiquiditeitspremie, want het voelt alsof die de laatste paar jaar is weggespeeld. Ik verwacht dat private debt, waarbij die complexiteitspremie geboden wordt, aantrekkelijker wordt voor beleggers. Ik vermoed dat investeerders op dit moment niet hoger op de

## Het grootste risico schuilt in wanbetaling en kredietverlies. Daarom moet je gedisciplineerd te werk gaan en bedreven zijn in de selectie van assets en credit underwriting.

risicocurve willen gaan zitten en dat ze op zoek zijn naar die complexiteitspremie om hen dat beetje extra rendement te geven.'

**Van den Elsaker:** 'Het hangt er erg van af naar welk segment je kijkt. Voor ons is het belangrijk dat het verwachte rendement in de juiste context wordt geplaatst. Dus als een partij een mandaat voor direct lending heeft gekregen en, laten we zeggen, goed is voor 6 tot 7% verwacht rendement, maar we ontdekken dat er 30 tot 50% mezzanine debt of preferente aandelen in zitten, dan verandert de hele context. Dat kun je niet vergelijken met een zuivere senior lending-strategie. Bij elke beleggingsmogelijkheid die we overwegen, moeten we heel zorgvuldig afwegen welk soort risico we nemen, ook in termen van kredietrisico en ook ten opzichte van public credit. Pas dan kun je de illiquiditeits- en complexiteitspremie adequaat beoordelen.'

**Osborne:** 'De komende drie à vier jaar beloven zeer verhelderend te worden als het gaat om de vraag in hoeverre managers het rendement waarmaken dat ze zeiden waar te kunnen maken en hoe ze die resultaten hebben bereikt. Hebben ze dat gedaan door een of andere bijzondere strategie, of was er een ander element van geluk dat meespeelde? We gaan het zien.'

### Hoe houdbaar zijn de rendementen op middellange termijn?

**Macphail:** 'Er spelen verschillende factoren een rol. Het hangt mede af van de strategie en de manager. Denk ook aan de macro-economische omgeving en wat de centrale banken doen. Al deze

> **Calum Macphail** is Head of Private Credit Investments Europe bij LGIM Real Assets. Hij trad in januari 2017 in dienst bij LGIM. Voordat hij in dienst kwam, werkte hij zestien jaar bij M&G, aanvankelijk als Director in de Private Finance Group, en vervolgens als Head of Private Placements. Voorafgaand aan M&G was Macphail werkzaam op de kredietafdeling van Dresdner Kleinwort Benson, nadat hij eerder een tijd als toezichthouder had gewerkt bij de Bank of England binnen de UK Banks Division. Macphail begon zijn carrière in het graduate-training programma bij Bank of Scotland. Hij heeft een Master-diploma behaald in Economie en Economische Geschiedenis aan de Universiteit van Edinburgh. Hij is tevens lid van het Chartered Institute of Bankers in Schotland en zit in het bestuur van de European Private Placement Association.





> **Steven Osborne** is werkzaam bij ICG sinds 2016 en is verantwoordelijk voor het origineren en uitvoeren van transacties in het Senior Debt team. Voor ICG heeft Osborne negen jaar bij Wells Fargo Capital Finance gewerkt. Eerst werkte hij in het Asset Based Lending Team, later was hij verantwoordelijk voor het opzetten van het Europese kantoor voor technologie-financiering. Osborne's verantwoordelijkheden bij Wells Fargo besloegen het portfolio-management, het vinden van nieuwe investeringsmogelijkheden en het uitvoeren daarvan. Eerder werkte Osborne bij RBS en Bank of America.

factoren spelen een rol bij de totstandkoming van het rendement en de houdbaarheid ervan. Het is interessant om een vergelijking te trekken met de rendementen uit het verleden. Zijn ze door de tijd heen op hetzelfde niveau blijven staan? Absoluut niet.

Rendementen binnen individuele strategieën zullen schommelen, sommige zullen afnemen en andere zullen toenemen. Dat is gewoon de aard van de markten. Ofwel je vertraagt het beleggen wanneer je denkt dat de rendementen lager zullen zijn, ofwel je versnelt het beleggen wanneer je denkt dat de rendementen hoger zullen zijn, ofwel je diversifieert over asset classes heen en kiest voor een meer multi-strategische aanpak om een consistentere rendement te behalen.'

### Nederlandse beleggers houden in het algemeen niet van leverage. Wat is jullie mening over het toepassen van leverage bij alternative credit strategieën?

**Van den Elsaker:** 'Die afkeer bestaat er inderdaad, met name in Nederland en in bredere zin in heel Europa. Wij zijn ook kritisch ten aanzien van leverage, maar het is hierbij wel belangrijk om te kijken om wat voor soort leverage het gaat. Als je kijkt naar leverage gedreven door capital call facilities of commitment facilities, is dat wel meer marktpraktijk aan het worden. Dergelijke leverage wordt meestal niet gedekt door de onderliggende activa, maar door LP-verbintenissen, dus je zou kunnen beargumenteren dat dat een beetje anders is. Als je kijkt naar een typische fund leverage, dan zijn we heel kritisch over hoe de verwachte rendementen en de kwetsbaarheid in drawdown scenario's zullen zijn. Wij kijken meestal naar

**De verwachting is dat er een zekere consolidatie op de markt zal komen, met name in de middle market. Het is met de toestroom van veel nieuwkomers tamelijk druk geworden. De grote, gevestigde partijen zullen blijven groeien.**

sectoren of mandaten met weinig leverage. We vinden dat strategieën op eigen benen moeten staan. Als ze leverage nodig hebben om tot het vereiste rendement te komen, zal het moeilijk voor ons zijn om daar in te stappen.'

**Howard:** 'Je zou geen leverage nodig moeten hebben om tot een vereist rendement te komen, maar mensen veronderstellen ook dat een beetje leverage het risico niet echt verandert. Ik, en met mij veel beleggers, zullen het daar niet mee eens zijn, omdat je de facto het risico verhoogt door die leverage toe te passen. Uiteindelijk draait het echter allemaal om het meten en beoordelen van het risico om het betreffende rendement te behalen. Er zijn veel verschillende manieren om dit doel te bereiken, maar Solvency II is heel nuttig geweest door een gouden standaard vast te leggen ten aanzien van wat je zou moeten doen.'

### Hoe kun je het beste een private debt manager selecteren?

**Reynolds:** 'Het is essentieel om te kijken naar hoe lang een private debt-manager al op de private debt-markt opereert en wat het trackrecord is. De ervaring van een team dat bij elkaar blijft, in het bijzonder tijdens een crisis, doet er enorm toe. De manager moet genoeg expertise en ervaring bezitten op het gebied van credits, underwriting, due diligence en de toegang tot de markt. Dat geldt ook voor de uitleg hoe alles werkt.'

**Howard:** 'De afstemming van belangen is absoluut essentieel.'

**Macphail:** 'Het is goed om te zien of een manager een duidelijk, doordacht beleggingsbeleid heeft voor wat hij in de markt wil doen en waarom, en hoe hij dat wil uitvoeren. Het moet duidelijk zijn hoe gedisciplineerd de manager de private debt-markt benadert. Het is als het ware de lijm die alles samenbrengt.'

### Is de expertise van een beleggingscommissie of een fiduciair manager noodzakelijk om in private debt te beleggen?

**Van den Elsaker:** 'Ik weet zeker dat het helpt. Het hangt er een beetje van af of de fiduciaire manager discretionaire

bevoegdheid heeft, of ook de goedkeuring van de klant nodig heeft. Bij het opzetten van een product voor onze klanten heb ik ervaren dat hun expertise erg kan verschillen. Sommige klanten schrikken terug voor de heterogene aard van alternative credit. Te complex, zo oordelen ze. Andere cliënten, met misschien wat meer ervaring en expertise in deze asset class, blijken sneller bereid om de exposure te verhogen vanwege de laagrentende omgeving waarin we ons bevinden. Bij de presentatie aan cliënten helpt het als er sprake is van enige kennis en ervaring, zodat je niet vanaf nul hoeft te beginnen.'

**Howard:** 'We besteden enorm veel tijd met beleggers, fiduciaire managers en consultants aan het doornemen van de details van een product en het verduidelijken van de toegevoegde waarde. Wat is het risico? Hoe krijg je er toegang toe? Omdat er niet veel openbare informatie beschikbaar is,

moet je bij investeringen in private debt veel markt- en sectorinformatie verstrekken. Educatie is broodnodig om te bereiken dat beleggers weloverwogen beslissingen kunnen nemen ten behoeve van hun organisatie of klanten, om er zodoende zeker van te zijn dat ze de kansen goed inschatten.'

**Macphail:** 'Educatie is inderdaad een belangrijk punt bij het vergroten van de deskundigheid van een beleggingscomité of een fiduciair manager. Dat geldt voor vele terreinen. Private markten kunnen ondoorzichtig lijken en vereisen wat due diligence van mensen die er minder vertrouwd mee zijn om te begrijpen wat de rendementen bepaalt, wat de algemene marktcontext is of gewoon om de reikwijdte van de beleggingsmogelijkheden te vatten.'

**Reynolds:** 'Focus helpt. Als je te maken hebt met mensen die iets meer weten over een bepaalde sector, dan leidt dat tot

Financial Investigator stelde Victor van Will, verantwoordelijk voor private credit bij MN, ook 2 vragen over private debt & alternative credit:

### Welke private debt-strategieën voegen op dit moment de meeste waarde toe aan de beleggingsportefeuille?

'Voor een langetermijnbelegger is het meestal minder belangrijk waar op een moment de meeste of minste waarde in het beleggingsuniversum zit. Grotere institutionele beleggers hebben vaak dusdanig grote portefeuilles, dat het tactisch schuiven tussen deelmarkten niet mogelijk is. Pensioenfondsen beleggen tegen een verplichtingenbenchmark en kiezen in hun portefeuillemix een samenstelling die voldoet aan een bepaald overrendement over een bepaalde periode. De enige mogelijkheid om wel keuzes tussen de verschillende segmenten te maken, ontstaat als er vanuit een gehele portefeuillecontext nieuw geld belegd dient te worden om aan de hogere strategische invulling van de portefeuille te voldoen. Daarnaast zijn pensioenfondsen, buiten hypotheek, nog niet echt belegd in private debt-strategieën. De meeste beginnen nu keuzes te maken om serieuze allocaties op te bouwen in bijvoorbeeld infrastructuurleningen of private bedrijfsleningen.'

### Zouden mandaten meer gericht moeten zijn op credit risk dan op instrumenten als leveraged loans, private placements en Schuldscheine?

'Door de verscheidenheid aan instrumenten en gespecialiseerde managers is private corporate debt een complexe markt voor beleggers om keuzes in te maken. In de basis draait het om kredietrisico en de manier waarop in de documentatie de belangen van de kredietverschaffers worden beschermd. Een onderneming die een lening wil aangaan, kan kiezen uit verschillende instrumenten, zoals bijvoorbeeld een banklening, een onderhandse lening, een Schuldscheine of een publieke lening. Vaak zitten de nuanceverschillen in looptijd en documentatie. Het is daarom voor beleggers van essentieel belang kredietrisico goed te onderbouwen bij de keuze van een marktsegment/instrument. Definiëring aan de hand van soort tegenpartij (bijvoorbeeld bedrijf, consument of project), rating, schuldratio en looptijden kunnen daarbij een goede leidraad vormen. Hierdoor is het kredietrisico bepalend, kan meer spreiding worden verkregen over de verschillende marktinstrumenten en is men minder afhankelijk van de trends op de onderliggende markten.'







> **James Reynolds** is Global Co-Head van de Private Credit Group (PCG) en Hoofd van het EMEA Asset Management Division Credit Team bij Goldman Sachs. Ook is hij lid van de Corporate, Credit en de Specialty Lending Group Investment Committees. Reynolds begon in 2000 bij Goldman Sachs als Analyst en werd in 2007 benoemd tot Managing Director en in 2010 tot Partner. Hij behaalde een Bachelor aan de École Nationale des Ponts et Chaussées in 1998 en een Master van MIT in 2000.

betere inhoudelijke discussies. De grondigheid neemt daardoor toe. Als je het rendement wilt beoordelen, moet je het onderliggende risico kunnen beoordelen. Dat kun je alleen tot op zekere hoogte doen als je beschikt over enige mate van expertise. Anders is het moeilijk de strategie te begrijpen en kun je datgene wat er beschikbaar is ook niet vergelijken, zowel op de private markten als op de publieke markten.'

### Is ESG, in vergelijking met andere private market-strategieën, voldoende geïntegreerd in private debt?

**Osborne:** 'Als private debt provider kun je uiteindelijk geen invloed uitoefenen op de strategie van een bedrijf, dat is gewoon een gegeven, gezien je rol en je relatie. Wat je wel kunt doen, is ESG tot middelpunt maken door middel van screening voordat je in een onderneming belegt en na de investering altijd na te vragen hoe het ervoor staat, zowel door surveys als in persoonlijke gesprekken. We geven de

voorkeur aan bedrijven die ESG-beleid in hun hart sluiten. Dat beleid verandert natuurlijk voortdurend, maar het is iets wat we heel serieus nemen en ik zie het mettertijd alleen maar een belangrijker factor worden voor bedrijven en voor beleggers.'

**Howard:** 'Door pressie uit te oefenen, kun je gedrag sturen naar betere praktijken. Er is zo'n momentum in ESG dat het nu echt een verandering aan het teweegbrengen is. Bedrijven beginnen het echt serieus te nemen. Je zult zien dat er minder financiering beschikbaar komt voor bedrijven die niet binnen de aanvaardbare norm van good practices passen.' «

**Bij private debt gaat het naast de risico-rendementsverhouding ook om de snelheid waarmee portefeuilles opgebouwd en afgebouwd kunnen worden.**

## CONCLUSIE

Private debt is als asset class sterk in opkomst, maar heeft nog wel een lange weg te gaan. Er is inmiddels een veelvoud aan segmenten en strategieën waaruit institutionele beleggers kunnen kiezen. Zo kan worden gekozen uit strategieën die beleggers toegang geven tot verschillende delen van de kapitaalstructuur, met verschillende aspecten wat betreft de risico-rendementsverhouding. Zeker is dat private debt in de huidige omgeving, waarin de rendementen binnen fixed income onder druk staan, een opening kan bieden naar meer rendement. Bovendien zijn er voor institutionele beleggers die zich primair op publieke markten begeven bij private debt diversificatievoordelen te behalen. Denk dan aan voordelen op het gebied van geografische spreiding, sectoren, duration

en de kwaliteit van het krediet. Cruciaal is dat beleggers zich bewust zijn van de risico's die zij willen en bereid zijn te nemen. Een specifiek risico zit in de kwaliteit van de managers waarmee in zee wordt gegaan. Een essentiële stap is dan ook om managers aan een grondig onderzoek te onderwerpen en te doorgronden of ze aan de gestelde eisen kunnen voldoen. Belangrijk is om managers in te schakelen die hun kwaliteit hebben bewezen. We zitten nu in een periode waarin het kaf van het koren wordt gescheiden. Hierbij zal duidelijk worden wie de juiste bedrijven heeft weten te selecteren, wie de juiste capaciteiten heeft om zich te buigen over herstructureringszaken en wie de nodige ervaring heeft om problemen bij een bedrijf de goede kant op te duwen.