

Direct lending biedt meer maatwerk-mogelijkheden

Door Hans Amesz Fotografie Joep van Drunen



Er is al enige tijd sprake van een verschuiving van publieke naar private markten. Banken zijn steeds minder bereid om leningen aan bedrijven te verstrekken en private kredietverstrekkers vullen dat gat op. Direct lending is inmiddels een volwassen en concurrerende beleggingscategorie geworden.

Wat is direct lending?

Raman Rajagopal: ‘Direct lending houdt in dat niet-bancaire instellingen rechtstreeks leningen verstrekken aan bedrijven, zonder tussenkomst van traditionele banken. In tegenstelling tot traditionele banken bieden directe kredietverstrekkers meestal efficiëntere acceptatieprocessen, beter aanpasbare schuldstructuren en financieringszekerheid. Daarom blijft het een favoriete bron van kredietfinanciering voor eigenaren van op groei gerichte bedrijven in het middensegment, zoals private equity-bedrijven.’

Paul Henriot: ‘Onder direct lending verstaan wij leningen aan bedrijven met een omvang van tussen 10 miljoen EBITDA tot 75 miljoen en meer op dit moment. Meestal gaat het om LBO-financieringen.’

Stuart Mathieson: ‘De term direct lending heeft vooral betrekking op LBO-financiering, maar de wereld evolueert en directe leningen buiten bedrijven om komen ook steeds vaker voor, of dat nu in de vorm van royalties is of in de vorm van leasing. We zien dat veel assets die van oudsher in handen van banken waren, nu ook in handen komen van fondsen en vermogensbeheerders.’

Axel Wehtje: ‘Direct lending is het verstrekken van kredietlijnen aan bedrijven, of dat nu gebeurt in de vorm van junior of senior credit of iets daartussenin. Er zijn verschillende smaken van direct lending en iedereen doet het net even anders.’

Hoe verschilt direct lending van traditionele bankleningen enerzijds en van andere vormen van private debt of private credit anderzijds?

Mattis Poetter: ‘Direct lending en private credit worden vaak door elkaar gehaald. Als je kijkt naar wat de banken vijftien, twintig jaar geleden deden, dan is dat vergelijkbaar met wat wij nu doen op het gebied van direct lending. Je zou dus kunnen zeggen dat we in de nieuwe wereld een relatie met de lener hebben, zoals de banken vroeger. Maar wel in een heel andere opzet, wat betreft onder andere fondsstructuur en organisatiestructuur. Onze enige klant is eigenlijk de LP en al onze seniors zijn door en door investeerders. We gedragen ons heel anders dan een bank twintig jaar geleden.’

Henriot: ‘Directe kredietverstrekkers zijn wendbaarder, flexibeler, ook met betrekking tot leverage-niveaus, en sneller dan sommige banken. Veel banken hebben over het algemeen ook beperkingen wat betreft het risico dat ze kunnen nemen.’

Mikkel Sckerl: ‘De extra flexibiliteit die directe kredietverstrekkers kunnen bieden, brengt natuurlijk ook extra risico’s met zich mee. Directe kredietverstrekkers verschillen van banken door de mogelijkheid om soms meer risico’s te nemen, maar daar worden ze wel voor gecompenseerd.’

Menno van den Elsaker: ‘Voor ons was het startpunt van direct lending in 2014/15, toen de Europese markt voor direct lending nog in de kinderschoenen stond. Het was een natuurlijke uitbreiding van onze mogelijkheden op het gebied van high yield en leveraged bankleningen. Ook in termen van diversificatie was dit interessant, aangezien we toegang kregen tot nieuwe (private) bedrijven. Voor een grote institutionele belegger zoals wij is het belangrijk om in verschillende markten te beleggen.’

Luc Toren: ‘Onderzoek toont aan dat er een zogenoemde private markets-premie te verdienen is in private debt. Direct lending werkt diversificerend ten opzichte van beursgenoteerde leningen >

Voorzitter:

Markus Schaen,
MN

Deelnemers:

Menno van den Elsaker,
APG Asset Management
Boris Harmsen,
Pemberton Asset Management
Paul Henriot,
HSBC Asset Management
Stuart Mathieson,
Barings
Mattis Poetter,
Arcmont Asset Management
Raman Rajagopal,
Invesco
Mikkel Sckerl,
Capital Four
Luc Toren,
Wealth Management Partners
Danny Vroegop,
Colesco
Axel Wehtje,
Park Square Capital



VOORZITTER

Markus Schaen

Markus Schaen is sinds 2008 werkzaam als Senior Fundmanager Fixed Income bij MN. Hij werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener NV. Aan de Universiteit Maastricht behaalde hij zijn doctoraal-titel in Bedrijfseconomie, waar hij tevens de Register Accountancyopleiding afrondde. Ook volgde hij de postdoctorale studie Treasury Management aan de VU Amsterdam.



**Menno
van den Elsaker**

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



**Boris
Harmsen**

Boris Harmsen, Managing Director, is Head of Benelux en Head of Origination bij Pemberton Asset Management in Scandinavië. Daarvoor was hij van 2015 tot 2019 werkzaam bij Deutsche Industriebank AG. Harmsen heeft 15 jaar ervaring in de credit- en private equity markten in de Benelux, onder meer opgedaan bij Egeria, Deutsche bank en ABN AMRO Bank. Harmsen studeerde Nederlands Recht en Ondernemingsrecht aan de Rijksuniversiteit Groningen.



**Paul
Henriot**

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



**Stuart
Mathieson**

Stuart Mathieson is Head of Europe, APAC Private Credit & Capital Solutions bij Barings. Momenteel is hij voorzitter van de Capital Solutions-beleggingscommissie en is hij lid van diverse andere beleggingscommissies binnen het bedrijf: European Private Credit, North America Private Credit, APAC Private Credit, European High Yield en het MassMutual Ventures Europa & Asia Fund. Mathieson werkt sinds 2002 voor Barings.



**Mattis
Poetter**

Mattis Poetter is Partner en Co-CIO van Arcmont Asset Management en was eerder Partner bij BlueBay's Private Debt groep. Voorafgaand aan BlueBay was Poetter Director in het Private Credit team van HPS Investment Partners. Daarvoor werkte hij zeven jaar in het European Leveraged Finance team van J.P. Morgan. In 2007 behaalde Poetter een graad in Business Administration aan de Vienna University of Economics.



**Raman
Rajagopal**

Raman Rajagopal is Senior Client Portfolio Manager voor Invesco's wereldwijde Private Credit-groep. Hij is verantwoordelijk voor de productontwikkeling, structurering en marketing van beleggingsstrategieën voor senior leningen en alternatieve credit-producten. Rajagopal behaalde een BS-graad met universitaire onderscheiding aan de Carnegie Mellon University en een JD aan de University of Southern California Law School.



**Mikkel
Sckerl**

Mikkel Sckerl is Portefeuillemanager en Senior Partner bij Capital Four. Hij begon daar in 2013 en is tevens lid van het Investment Committee voor Private Debt, Leveraged Loans en High Yield. Eerder werkte hij onder meer bij Saxo Bank en bij Citibank. Sckerl heeft een MSc in Finance & Economics van de Universiteit van Warwick en een MSc in Economics van de Universiteit van Kopenhagen.



**Luc
Toren**

Luc Toren is sinds 2020 Senior Fund Manager bij Wealth Management Partners. Hiervoor was hij ruim zes jaar werkzaam als Fund Manager bij a.s.r. real estate investment management. Toren studeerde Bedrijfs-economie aan de Universiteit van Amsterdam en heeft zijn MSc in Real Estate Management & Development behaald aan de Technische Universiteit Eindhoven.



**Danny
Vroegop**

Danny Vroegop is medeoprichter en CIO van Colesco Capital, waar hij de rol van voorzitter van de directie en het investeringscomité vervult. Voordat hij Colesco oprichtte, was hij verantwoordelijk voor de wereldwijde leveraged finance-activiteiten en Private Equity klantenbasis van de Rabobank Groep. Hij heeft een IMD executive MBA en een MSc International Finance van de Universiteit van Amsterdam.



**Axel
Wehtje**

Axel Wehtje is Partner bij Park Square Capital in Stockholm. Voordat hij in 2017 bij Park Square begon, was hij Executive Director bij Goldman Sachs in Londen, waar hij 8 jaar in het leveraged finance-team zat. Wehtje studeerde af aan de Stockholm School of Economics met een MSc in Finance.

en private equity, wat, net als het overwegend variabele rentekarakter van de onderliggende leningen in private debt, aantrekkelijk is in een volatiel renteklimaat. Daar hebben investeerders van geprofiteerd.’

De populariteit van direct lending is in de afgelopen paar jaar toegenomen en dit lijkt zich voort te zetten. Waar komen de allocaties vandaan? Uit andere beleggingscategorieën? Of uit een omschakeling van liquide naar illiquide?

Van den Elsaker: ‘De aandacht voor en de focus op de private markten is over de hele linie toegenomen. Private credit is daar een van de componenten van geweest.’

Boris Harmsen: ‘Dat is juist. Private credit is een breed begrip met verschillende risico-rendementsprofielen. De allocaties kunnen dan ook zowel uit de equity- als uit de liquide fixed income-hoek komen.’

Van den Elsaker: ‘We kwamen uit een omgeving met negatieve rentes en zeer lage rendementen en spreads. Dat was denk ik voor veel beleggers een reden om meer te alloceren naar private credits.’

Wehtje: ‘Er is al langer sprake van een verschuiving van publieke naar private markten. Hoe krijg je daar toegang toe? De financiering van bedrijven door banken gaat achteruit en private kredietverstrekkers vullen dat gat op.’

Henriot: ‘Veel klanten hebben ons gezegd dat ze hun allocatie naar private assets verhogen omdat er op de publieke, liquide markten te veel volatiliteit is.’

Danny Vroegop: ‘Sommige beleggers switchen naar onderhands schuld papier vanwege een private equity-achtig rendement tegen een veel lager risico met stabiele cash-inkomsten. Daarnaast geeft direct lending de mogelijkheid voor investeerders om impact te creëren en duurzaamheidsdoelstellingen te halen.’

Mathieson: ‘De beleggingscategorie direct lending heeft de afgelopen jaren – met onder andere COVID en een sterk oplopende inflatie – bewezen behoorlijk veerkrachtig te zijn. De partnerschaps-

‘Directe kredietverstrekkers zijn wendbaarder, flexibeler en sneller dan sommige banken. Veel banken zullen ook beperkingen hebben wat betreft het risico dat ze kunnen nemen.’

benadering, die volgens mij de kern vormt van private credit of direct lending, is een zeer veerkrachtig model gebleken.’

Rajagopal: ‘Allocaties naar private kredietverlening, inclusief direct lending, zijn vaak afkomstig van institutionele beleggers die op zoek zijn naar hogere rendementen in combinatie met een lagere volatiliteit. Ook vermogende beleggers investeren steeds vaker in deze sector. Private kredietverlening is voornamelijk een beleggingscategorie met een variabele rente en een verwaarloosbaar duration-risico. Om deze allocaties te financieren, verlagen beleggers doorgaans hun exposure in traditionele vastrentende assets, zoals staats- en bedrijfsobligaties, die lagere rendementen en een hogere volatiliteit hebben. We hebben ook een toename gezien in de interesse naar hoger renderende delen van private debt, zoals special situations. De mogelijkheden zijn aanzienlijk toegenomen en bieden aandelenachtige rendementen met aanzienlijke risicobeperkende maatregelen. Dit is met name aantrekkelijk in een tijd waarin traditionele strategieën met een hoog rendement, zoals private equity, tegenwind ondervinden van hogere kapitaal-kosten.’

De markt voor direct lending is in de loop van de tijd meer gedifferentieerd en gesegmenteerd geworden. Wat zijn de voor- en nadelen van de verschillende segmenten?

Poetter: ‘Je differentieert door middel van minder wanbetalingen, minder verliezen. De kredietkwaliteit, de sponsorkwaliteit in de hogere middenmarkt, wil je hebben vanwege de veerkracht en weerbaarheid van de assets.’

Henriot: ‘Vanwege de flexibiliteit en de hogere leverage zien we een verschuiving van kleine en middelgrote kapitalisaties naar grotere kapitalisaties.’

Sckerl: ‘Wij richten ons meer op het midden- en lagere middensegment of op bedrijven met een EBITDA van rond de € 20 miljoen. Onze ervaring van de afgelopen tien jaar is wat dat betreft gunstig: er valt een extra premie te verdienen in dit segment van de markt. Met name op het gebied van neerwaartse bescherming, documentatie en kapitaalstructuren is dit segment van de markt behoorlijk robuust.’

Een van de voordelen van direct lending is de neerwaartse bescherming door bijvoorbeeld een betere leningsdocumentatie en leningsconvenanten. Wat zijn de belangrijkste convenanten?

Rajagopal: ‘Directe leningen bieden een aantrekkelijke bescherming tegen neerwaartse risico's omdat het meestal senior secured posities zijn aan de top van een kapitaalstructuur met schulden. Dit geeft de kredietverstrekkers een preferente claim op de assets van een bedrijf in het geval van onvoorziene uitdagingen. Onderhoudsconvenanten kunnen ook een kenmerk zijn van deze markt, vooral bij bedrijven in het lagere en middensegment. Bij deze kleinere bedrijven kunnen onderhoudsconvenanten zinvol zijn als een vroegtijdige indicator van de uitdagingen van een bedrijf en zijn ze ontworpen om te worden geactiveerd binnen de intrinsieke waarde van het bedrijf om waarde te behouden.’

Vroegop: ‘Convenanten moeten relevant zijn en, om het zo maar te omschrijven, bijten. Als dat niet het geval is, kun je als

direct lender in het ergste geval met lege handen komen te staan. Of een convenant werkt, is niet via vaste standaarden vast te stellen. Hiervoor heb je professionals nodig die een adequate beoordeling kunnen maken en op basis van geïdentificeerde risico's de juiste en passende convenanten kunnen vaststellen.’

Henriot: ‘Op dit moment, met de huidige rentetarieven, kijken we naar kasstromen, kasstromen en kasstromen. Met de cashflow valt niet te spelen en cashflowdekking is op dit moment de belangrijkste en meest beperkende voorwaarde in een leningovereenkomst.’

Mathieson: ‘Er is op dit moment duidelijk sprake van een iets meer concurrerende dynamiek in de markt. Waar wij opereren, in de centrale middenmarkt, zullen we altijd een leverage-convenant hebben en een vastelastenconvenant. Naarmate transacties groter worden, zal er echter onvermijdelijk druk zijn om flexibelere voorwaarden te bieden, want dat is waar private credit concurreert met de gesyndiceerde markt.’

Poetter: ‘Convenanten zijn belangrijk. De grotere SMA's hebben soms een raamwerk met ons waarin we afspraken maken over passende niveaus van hefboomwerking en andere belangrijke voorwaarden.’

Wehtje: ‘Het belangrijkste – en dat is geen convenant – is het bedrijf waarin je investeert. Is dit een goed bedrijf, heb ik mijn huiswerk ter beoordeling goed gedaan, begrijp ik de risico's van dit bedrijf? Als je hierop geen eenduidige antwoorden hebt, maakt het eigenlijk niet uit of je een convenant hebt. Dat is pas de tweede stap na het kiezen van de kredietnemer.’

Henriot: ‘De sponsor achter het bedrijf is voor ons ook cruciaal. We zouden willen kijken naar twee parameters: hoe gedraagt de sponsor zich en hoeveel equity staat er op het spel?’

Harmsen: ‘Het voordeel van private credit in het algemeen is dat de verstrekkers daarvan een nauwe relatie hebben, of zouden moeten hebben, met

‘We kwamen uit een omgeving met negatieve rentes en zeer lage rendementen en spreads. Dat was voor veel beleggers een reden om meer te alloceren naar private credits.’

de kredietnemers. Dat de CFO van het betreffende bedrijf slechts één e-mail of WhatsApp van je verwijderd is, zodat je weet hoe het bedrijf ervoor staat en je in een vroeg stadium over de nodige informatie beschikt.’

In het verleden ging het bij direct lending vaak om min of meer beloofde rendementen van 8% tot 12%. Wat kunnen beleggers in direct lending nu verwachten?

Mathieson: ‘De belangrijkste componenten van de totale rendementsverwachting zijn de basisrente, de marge op de lening en de vooruitbetaalde kosten, en hoe je deze gaat afschrijven. Ik denk dat rendementen van dubbele cijfers vandaag de dag haalbaar zijn. Als de rente naar beneden gaat, zullen de rendementen ook dalen. Lagere basisrentes zijn positief voor leners en misschien verandert het risico dan ook.’

Toren: ‘Voor investeerders is de basisrente gestegen, wat gevolgen heeft gehad voor de verwachte rendementen voor private markten. Als beleggers nu vooruitkijken, gaan ze uit van een heel andere rentecurve dan pakweg 12 tot 24 maanden geleden. Hoe snel en in welk opzicht dat weer zal veranderen, hangt af van de macro-economische omstandigheden.’

Sckerl: ‘Ik denk niet dat het structurele voordeel en de aantrekkelijkheid van de beleggingscategorie direct lending zijn veranderd ten opzichte van een paar jaar geleden. Zo’n twee jaar geleden waren de rendementen misschien abnormaal hoog, maar inmiddels zijn die gedaald naar een meer genormaliseerd niveau.’

Henriot: ‘Direct lending kan nog steeds een gezond rendement – vaak rond de 6% (boven basisrente) – opleveren. Als je een sourcing-overeenkomst hebt, als je de markt op een andere manier kunt benaderen – misschien regionaal (dat wil zeggen lokaal) – dan kun je je prijzen handhaven, anders zul je het implementatietempo moeten verlagen.’

Wehtje: ‘Belangrijk bij het verlenen van krediet is het laag houden van verliespercentages. We kennen immers geen oneindige upside in onze deals: de winst

‘De beleggingscategorie direct lending heeft de afgelopen jaren – met onder andere COVID en een sterk oplopende inflatie – bewezen behoorlijk veerkrachtig te zijn.’

is beperkt. Bij het beheer van de portefeuille moet, als gezegd, het verliespercentage laag worden gehouden. Door die beleggingsfilosofie creëer je consistente fondsprestaties over een langere periode.’

Van den Elsaker: ‘Wij houden er bij de prognose van het basisrendement rekening mee dat er één of twee, misschien drie bedrijven in gebreke blijven. Portefeuilles van directe leningen zijn meestal wat meer geconcentreerd. Als het om twintig leningen gaat, heeft één wanbetaling een veel grotere impact dan als het om vijftig of zestig namen in de portefeuille gaat. Zo zorgen we ervoor dat we een buffer aan onze kant hebben. Ik denk overigens dat er een aantal jaren geleden, rekening houdend met wanbetalingen en verliezen, sprake was van rendementen tussen de 6% en 7% voor senior direct lending en niet van rendementen tussen de 8% en 12%.’

Poetter: ‘Op dit moment genereren we >





geen niet-duurzame rendementen, al maken we op geen enkel fonds een buitensporig hoog rendement. Ik denk dat het inderdaad belangrijk is om meer dan vijftig – idealiter zeventig tot tachtig – namen in portefeuille te hebben, zodat er echte diversificatie is en een enkel verlies het rendement van het fonds niet echt zal schaden.’

Harmsen: ‘Investeerders zijn, denk ik, soms een beetje terughoudend ten opzichte van private credit vanwege het gebrek aan transparantie of de nodige informatie. Elke fatsoenlijke private debt-manager, direct lending-manager of hoe je het ook wilt noemen, moet in staat zijn de benodigde data te verschaffen, zodat je als belegger een goed en gedegen oordeel kunt vellen. Daarvoor zijn due diligence-vaardigheden nodig en ik denk dat de investeerder, nu deze markt volwassen is geworden, in staat is om die analyse te maken.’

‘Het voordeel van private credit in het algemeen is dat de verstrekkers daarvan een nauwe relatie hebben, of zouden moeten hebben, met de kredietnemers.’

Toren: ‘Er is sprake van productinnovatie binnen private debt. In de markten waarin wij ons begeven, zijn er in toenemende mate hybride en evergreen beleggingen, waar beperkte informatie wordt gegeven over de onderliggende exposures. Daarom is het voor de gemiddelde belegger lastig om in te schatten hoeveel risico er in hybride en evergreen fondsen zit en wat de feitelijke hoeveelheid private debt is binnen deze financiële producten.’

Hoe navigeren direct lending-managers nu door de markten? Hoe zetten ze hun fondsen in? Is dat anders dan in het verleden?

Mathieson: ‘Naast het verstrekken van leningen aan nieuwe emittenten, zal een aanzienlijk deel van de inzet van managers voortkomen uit het opschalen en exploiteren van hun bestaande portefeuilles. Om een voorbeeld te geven: van de twintig deals die we hebben gedaan in de eerste zes maanden van dit jaar, waren er waarschijnlijk vijftien of zestien aanvullende financieringen voor bestaande leningen. Dat is het soort off-market origination waar alleen spelers met schaalgrote toegang toe hebben en dat is erg aantrekkelijk. Het gaat om bedrijven die je kent, die gegroeid zijn, die hun plannen met succes hebben uitgevoerd en die nu extra kapitaal vragen om de volgende stap te zetten. Overigens is het in deze markt moeilijk om, als je al niet groot bent, een speler op grote schaal te worden.’

Vroegop: ‘Met veel dry powder kan er ook veel druk zijn om sneller te investeren. Dan investeer je wellicht ook in zaken die misschien niet zo aantrekkelijk zijn en niet aan je originele eisen voldoen. Ik ben er een groot voorstander van om het beste rendement na te streven en om de paarden soms in bedwang te houden. Hierdoor geef je niet toe aan investeringsdruk. Zo zijn grote unitranch clubdeals met meerdere grote partners natuurlijk mooi vanuit uitzettings-overwegingen. Maar voor de belegger verdwijnt een deel van zijn spreiding, zeker voor diegene die verwachte spreiding te hebben door meerdere grote managers aan te stellen.’

Wat betekent een en ander voor managers die de markt willen betreden?

Mathieson: ‘De markt is op de meeste gebieden richting schaalvergroting gegaan. Er is wel een plek voor niches, dat wil ik niet ontkennen. Ik denk dat het steeds moeilijker wordt om in te breken in de direct lending-business, tenzij je heel precieze niches kunt definiëren.’

Henriot: ‘Daar ben ik het mee eens. Als je een nieuwe speler bent en je hebt geen bestaande portefeuille, is het heel moeilijk om te concurreren. Sourcing is de sleutel en die kan bijvoorbeeld komen van je bestaande portfolio, door lokale of regionale toegang en door te focussen op een zeer specifieke niche.’

Skerl: ‘Om toegang te krijgen tot de markt, is het hebben van een sterke originatie-capaciteit belangrijk. Het is een kwestie van sourcing-relaties. Als je alleen vertrouwt op een paar sponsors en die steunt, is dat een slecht uitgangspunt als die sponsors op dit moment niet erg actief zijn.’

Poetter: ‘Ik denk dat we gediversificeerd moeten zijn met betrekking tot sponsors, relaties, enzovoort. Je kunt niet zomaar je tijd om in de markt te stappen uitkiezen en op een bepaald moment veel inzetten. Dat is niet verstandig.’

Vroegop: ‘Nieuwe fondsen kunnen daarentegen door specialisatie en netwerk ook nieuwe segmenten aanboren die nu niet gemakkelijk beschikbaar zijn voor beleggers. Een voorbeeld hiervan is de duurzame zijde van de mid-market, waar vraag is naar een manager met capaciteiten die een onderneming ook echt vooruit kan helpen en gelijktijdig bijdraagt aan de impact en duurzaamheidsdoelstellingen van investeerders.’

Hoe weet een belegger welke direct lending-manager het beste bij hem past?

Van den Elsaker: ‘Je moet naar de kwaliteit van het investeringsteam kijken en bijvoorbeeld weten hoe breed dat is opgezet. En dan moet je een afweging maken tussen de grotere kredietverstrekkers en de kleinere. Wij willen vaak

‘Bij het beheer van de portefeuille moet het verliespercentage laag worden gehouden. Door die beleggingsfilosofie creëer je consistente fondsprestaties over een langere periode.’

bijvoorbeeld additionele rechten rondom governance en controle, maar in sommige gevallen kunnen grotere managers daar niet in voorzien. Dan kan het lonen om meer tijd en energie in een kleinere kredietverstrekker te steken. Het is altijd belangrijk om de risico's zoveel mogelijk te beperken. Uiteindelijk beoordeel je dus het hele pakket en dat vereist een grondige due diligence.’

Harmsen: ‘Voor een belegger zijn discipline en een lange termijn set-up van de manager van belang. Voor een belegger is het van groot belang te begrijpen om wat voor soort private debt fund het gaat: is het een manager met lokale teams, of is het een manager die bijvoorbeeld vanuit Londen werkt?’

Directe leningen presteerden in het verleden over het algemeen beter dan gesyndiceerde leningen. Zal dit zo blijven, gezien het feit dat het spreadverschil kleiner is geworden en fondsen voor directe leningen er langer over doen om toezeggingen te investeren? Waarom zou een belegger een fonds voor directe leningen verkiezen boven een fonds met gesyndiceerde bankleningen?

Rajagopal: ‘Directe leningen kunnen beter blijven presteren dan gesyndiceerde bankleningen vanwege de hogere spreads en de lagere volatiliteit van de asset-prijzen als gevolg van de liquiditeitspremie en marktinefficiëntie. Er zal natuurlijk wel sprake zijn van eb en vloed in de uitgifte: in tijden van zwakke uitgifte in de markt voor breed gesyndiceerde leningen (BSL) neemt de activiteit op het gebied van direct lending toe, zoals in 2022. Omgekeerd, als de markt voor nieuwe BSL-emissies sterk is, zoals >

‘Je moet open-minded zijn en de evolutie in de direct lending-industrie volgen om erachter te komen waar de volgende kansen liggen.’

in 2024, verschuiven veel leners van directe leningen naar de BSL-markten. In de toekomst verwachten we dat de grenzen tussen het grotere deel van de markt voor directe leningen en breed gesyndiceerde leningen zullen vervagen. Wij denken dat dit een interessante kans biedt voor beleggers die op zoek zijn naar exposure naar grotere, stabiele bedrijven met flexibiliteit om te beleggen via beide toegangspunten.’

Vroegop: ‘Er zijn verschillende redenen om bepaalde keuzes te maken. Als je een bepaalde beleggingsfilosofie of investeringsstrategie hebt, of je wilt geïnvesteerd zijn in bepaalde thema’s of SDG’s, verschaft direct lending meer maatwerkmogelijkheden. Gesyndiceerde leningen zijn toch meer een standaard-product. Via private debt is het mogelijk om op alle drie de dimensies – risico, rendement en duurzaamheid – betere resultaten te behalen.’

Sckerl: ‘De vergelijking tussen de prestaties van direct lending en syndicated bank loans gaat over de voorwaarden en prijzen in het verleden. Maar als je je als investeerder nu ergens op vastlegt, is dat natuurlijk voor nieuwe deals die in de komende jaren worden gesloten. Daar moet goed over worden nagedacht.’

‘Als je een bepaalde beleggingsfilosofie of investeringsstrategie hebt, of je wilt geïnvesteerd zijn in bepaalde thema’s of SDG’s, verschaft direct lending meer maatwerkmogelijkheden.’

Omdat beleggers zich voor een langere periode verbinden aan een direct fonds en verkopen moeilijk is, zijn de continuïteit van de vermogensbeheerder en een laag verloop belangrijk. Hoe zorg je ervoor dat het verloop binnen de perken blijft?

Poetter: ‘Consistentie en continuïteit van vermogensbeheerders zijn essentieel. Wij moeten ervoor zorgen dat mensen in ons team blijven: onze klanten kijken er allemaal naar hoe mensen worden gestimuleerd bij ons te blijven. Dat gebeurt zowel op mentaal als op financieel vlak.’

Scerkl: ‘Compensatie is voor de meeste mensen natuurlijk belangrijk, maar ze moeten ook een drijfveer hebben die hen motiveert om elke dag naar het werk te gaan. Je moet een omgeving en cultuur creëren waarin iedereen deel uitmaakt van het denken als eigenaren van het bedrijf: hoe het bedrijf toekomstbestendig te maken. Succesvol geweest zijn in het verleden, betekent niet dat je ook succesvol zal zijn in de toekomst. Daar moet strategisch over worden nagedacht en de hele organisatie moet daarbij betrokken zijn. Dat is makkelijker gezegd dan gedaan, maar mag zeker niet uit het oog worden verloren.’

Wehtje: ‘Wij hebben tien jaar geleden bewust besloten onze eigen mensen op te leiden, want een deel van ons succes is historisch gezien altijd te danken geweest aan de mensen die lang zijn gebleven.’

Direct lending is niet de goedkoopste beleggingscategorie. Hoe leggen jullie de vergoedingen uit aan beleggers? Wat zijn de verwachtingen voor de hoogte van de fees in de komende jaren?

Sckerl: ‘Dat de kosten relatief hoog zijn, komt doordat direct lending een moeilijkere beleggingscategorie is om toegang toe te krijgen. Eindbeleggers moeten managers inschakelen die veel nogal kostbaar werk moeten verrichten. Naarmate direct lending een meer geïnstitutionaliseerde en volwassen beleggingscategorie wordt, zullen de fees in de loop van de tijd waarschijnlijk

gaan dalen. Dat hebben we ook bij high yield en leveraged loans gezien.'

Mathieson: 'Beleggers kijken naar nettorendementen en dus willen ze liever geen hoge beheervergoedingen betalen. De fees voor beleggen in direct lending zijn niet vergelijkbaar met de stimulerende vergoedingen die geassocieerd worden met private equity en aanzienlijke vermogenswinsten. Het gaat om een heel ander model. Op dit moment denk ik dat beleggers in directe leningen bereid zijn om een premie te betalen voor wat een premium rendements-spreadproduct is, wat moeilijk toegankelijk is. Dat zal, denk ik, altijd zo blijven. Maar in de komende jaren zullen fees waarschijnlijk blijven dalen.'

Wehtje: 'Wij hebben ervoor gekozen met een intern financieel en administratief model te werken omdat we denken dat we het efficiënter kunnen doen dan in een uitbesteed model. Dat komt uiteindelijk neer op een lagere bruto-netto spread voor investeerders.'

Harmsen: 'Private credit is een moeilijk toegankelijke beleggingscategorie waar je een breed investeringsteam voor nodig hebt. Daar zijn kosten aan verbonden. De rendementen zijn daar ook naar, maar maak in elk geval een analyse op basis van de juiste aannames. Ik heb soms gemerkt dat deze aannames niet altijd correct waren bij beleggers.'

ESG en impact zijn belangrijke thema's voor pensioenfondsen, verzekeraars en andere beleggers. Hoe gaan jullie als directe kredietverstrekkers om met deze thema's?

Harmsen: 'Wij hebben nog geen impactfonds, daar werken we aan. Op vragenlijsten over ESG die we aan onze klanten hebben gestuurd, heeft 93% gereageerd. Dat illustreert de betrokkenheid van veel leners op het gebied van ESG. In onze fondsen kunnen ESG-strategieën geïmplementeerd worden. We trainen onze CFO's om CSRD-compliant te worden. Ik denk dat er veel potentieel is voor het opnemen hiervan in private debt.'

'In de toekomst verwachten we dat de grenzen tussen het grotere deel van de markt voor directe leningen en breed gesyndiceerde leningen zullen vervagen.'

Sckerl: 'De meesten van ons steunen door sponsors gesteunde bedrijven en buyouts. De sponsors zijn natuurlijk onderworpen aan de eisen van investeerders en hebben daarom ook een focus op ESG. Als wij een bedrijf benaderen om de financiering voor een koper of sponsor te regelen, maken die zelf ook een duurzaamheidsplan voor dat bedrijf en voor hun investeringshorizon. De mate van betrokkenheid en hoe je een duurzaamheidslening kunt structureren en daarover periodiek kunt rapporteren, zijn, denk ik, veel praktischer dan in de gesyndiceerde markt. De keerzijde is natuurlijk dat kleinere bedrijven misschien minder middelen hebben om de nodige gegevens te verstrekken. Je kunt ze daarbij helpen en in de toekomst voor heel wat verbeteringen zorgen.'

Henriot: 'Op dit moment zijn sponsors ook erg gericht op ESG. Voordat een lening wordt verstrekt, vindt er een structureringsproces plaats waarbij ook ESG-ratchets worden vastgesteld. Aanvankelijk was dat nogal vaag, maar nu leggen we veel nadruk op wat ESG-ratchets zijn, wat erachter zit, hoe erover gerapporteerd wordt, enzovoort. Dat wordt heel belangrijk in de due diligence.'

Mathieson: 'Goede ESG betekent eigenlijk goede kredietwaardigheid. Bedrijven met een slecht milieubeleid zullen het over het algemeen niet goed doen. Bedrijven die niet nadenken over hun sociaal beleid, daar willen mensen niet voor werken of producten van afnemen. Bedrijven met slechte managementteams maken over het algemeen fouten. Als gezegd: ESG is dus in wezen goed krediet. Als je doelen stelt, moet je je richten op zinvolle doelen. Bij gesyndiceerde leningen is dat moeilijk, omdat niemand verantwoordelijk wordt >

gesteld als die doelen niet gehaald worden.’

Wehtje: ‘ESG is altijd al onderdeel geweest van de risicobeoordeling. We kunnen bedrijven meestal niet dwingen om iets op ESG-gebied te doen, maar we kunnen dat wel via engagement proberen te veranderen. Wij gebruiken een softwaretool om gegevens te verzamelen, waardoor we kunnen vergelijken: hoe doet een bedrijf het op ESG-gebied in vergelijking met onze portefeuille? We hebben ontdekt dat dat een positieve manier is om betrokkenheid te creëren en een soort impact te hebben.’

Poetter: ‘Het is veel makkelijker geworden om werk te maken van ESG en impact en om het goed te doen in private kredietverlening dan we drie of vier jaar geleden allemaal dachten. Wijzelf beginnen nu met een impactstrategie.’

Vroegop: ‘Vanuit het oogpunt van de belegger is er veel meer mogelijk op ESG-gebied als er voor directe leningen wordt gekozen. Als directe kredietverstrekker kun je veel bereiken, vooral ook met betrekking tot kleinere bedrijven, die je met specifieke kennis op duurzaamheidsgebied echt een duwtje in de rug kunt geven. Daarmee helpen we deze ondernemingen een echte transitie te maken.’

Welke lessen hebben jullie in de afgelopen jaren geleerd?

Vroegop: ‘Met een consistente en zorgvuldige aanpak realiseer je de meest succesvolle en langdurige resultaten en relaties.’

Wehtje: ‘Concentreer je op kwaliteit en wees gedisciplineerd. Laat je beleggingsfilosofie niet dicteren door je omgeving.’

‘Diversificatie van je fondsen is van essentieel belang, bijvoorbeeld om door een crisis te komen.’

‘Naarmate direct lending een meer geïnstitutionaliseerde en volwassen beleggingscategorie wordt, zullen de fees in de loop van de tijd waarschijnlijk gaan dalen.’

Henriot: ‘Direct lending is nu een behoorlijk volwassen en concurrerende beleggingscategorie. Discipline en differentiatie zijn van het grootste belang.’

Sckerl: ‘Uiteindelijk gaat het om een zogenoemde solide kredietacceptatie: het kredietrisico moet acceptabel zijn.’

Mathieson: ‘Zorg voor een goed proces, wees selectief, bewandel geen sluiproutes.’

Harmsen: ‘Je moet een breed team hebben dat in staat is om te gaan met het onverwachte. Met name de afgelopen vier jaar hebben we gezien dat het eigenlijk nooit zo gaat als je van tevoren dacht. Daar moet je in je investeringsproces rekening mee houden.’

Poetter: ‘Diversificatie van je fondsen is van essentieel belang, bijvoorbeeld om door een crisis te komen.’

Van den Elsaker: ‘Het gaat om het beleggingsteam. Dat moet je goed opbouwen. Dat je elkaar kunt uitdagen en dat iedereen de passie heeft om de best mogelijke beleggingen te doen. En het moet ook een beetje leuk zijn met elkaar.’

Toren: ‘Je moet open-minded zijn en de evolutie in de direct lending-industrie volgen om erachter te komen waar de volgende kansen liggen en waar de meest aantrekkelijke voor risico gecorrigeerde rendementen te behalen zijn.’ ■

IN HET KORT

Direct lending blijft een favoriete bron van schuldfinanciering voor eigenaren van op groei gerichte bedrijven in het middensegment.

Direct lenders zijn wendbaarder, flexibeler en sneller dan sommige banken.

Direct lending biedt investeerders een goede mogelijkheid om impact te creëren en duurzaamheidsdoelstellingen te halen.

Directe leningen bieden een aantrekkelijke bescherming tegen neerwaartse risico's. Het kan nog steeds een gezond rendement – vaak rond de 6% – opleveren.

Directe leningen kunnen beter blijven presteren dan gesyndiceerde bankleningen vanwege de hogere spreads en de lagere volatiliteit van de assetprijzen.

Dat de kosten relatief hoog zijn, komt doordat direct lending een moeilijkere beleggingscategorie is om toegang toe te krijgen.