

VOORZITTER

Mario Hooghiemstra, *Blue Sky Group*

DEELNEMERS

Kirsten Bode, *Muzinich & Co*

Roland van den Brink, *Appolaris (PMA)*

Dirk van de Geer, *Pensioenfonds Hoogovens*

Pierre-Antoine Godefroy,
AXA Investment Managers

Quirijn Haak,
NEOS, adviseur voor Schroders Direct Lending

Gabriella Kindert, *NN Investment Partners*

Eric London, *Invesco WLR Credit Partners*

Patrick Ordynans, *BNY Alcentra*

Markus Schaen, *MN*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met AXA Investment Managers, BNY Alcentra, Invesco, Muzinich & Co, NN Investment Partners en Schroders.



DIRECT LENDING MOMENTEEL AANTREKKELIJK

Door Hans Amesz

De private debt-markt in Europa groeit. Daar zijn verschillende redenen voor, zoals de zoektocht naar rendement, spreiding in de fixed income portefeuille en een betere bescherming van kredietverstrekkers. Onder andere als gevolg van strengere regelgeving zijn banken terughoudender geworden. Institutionele beleggers vullen dat gat op en stappen in de markt van private debt.



Is private debt, dat relatief nieuw is, een asset class die blijft bestaan?

Pierre-Antoine Godefroy: 'Ik denk dat de private debt-markt in Europa zeker zal groeien. Er is een grote vraag naar private debt van institutionele beleggers. Daar zijn twee belangrijke redenen voor. De eerste is de zoektocht naar yield, de tweede is dat instituten proberen de volatiliteit van hun beleggingsportefeuille te beperken. De Europese private debt-market bevindt zich, in tegenstelling tot die in de Verenigde Staten, nog in een vroege fase. Maar omdat onder Basel III de banken wat betreft kapitaalverstrekking terug moeten in grootte, aantallen en looptijden van leningen, kunnen kleinere en middelgrote bedrijven lastiger aan financiering komen. Institutionele beleggers vullen dat gat op en stappen in de markt van private debt.'

Patrick Ordynans: 'Direct lending zal verder groeien omdat de traditionele fixed income allocaties niet genoeg opleveren en institutionele beleggers op zoek zijn naar rendement. Verder is er een grote vraag naar, wat je zou kunnen noemen, alternatieve financiering. Dat komt omdat de banken niet meer alles kunnen doen wat zij vroeger deden. Zo hebben private equity funds tegenwoordig bijvoorbeeld een alternatieve kapitaalverstrekker nodig die ze in staat stelt verder te groeien.'

Markus Schaen: 'De zoektocht naar yield was voor onze klanten niet de drijfveer om in private debt te gaan beleggen. Daarom verwacht ik ook niet dat ze weer uit private debt zullen stappen zodra de yields op public debt weer aantrekkelijker lijken. Klanten zijn geïnteresseerd in bepaalde karakteristieken van private debt, zoals de betere

> **Mario Hooghiemstra** is sinds 1 februari 2013 in dienst bij Blue Sky Group als Senior Fund Manager. Hij is verantwoordelijk voor het selecteren van externe vermogensbeheerders voor de vastrentende waarden portefeuille van de opdrachtgevers. Hiervoor was Hooghiemstra Portfolio Manager Global Credits bij BMO (voorheen F&C). Eerder was hij werkzaam als portefeuillemanager Vastrentende Waarden bij Pensioenfonds Hoogovens. Hij begon zijn carrière bij de Nederlandse Reassurantie Groep als Portfolio Manager Fixed Income. Hooghiemstra is Beleggings- en Financieel Analist (RBA) en is DSI-geregistreerd.





> **Kirsten Bode** is Co-Head Pan Europees Private Debt bij Muzinich & Co. Zij heeft meer dan 17 jaar ervaring met beleggen in credits en werkte voorafgaand aan haar carrière bij Muzinich, als Managing Director bij Macquarie, verantwoordelijk voor het sourcen en uitvoeren van transacties in leveraged senior, unitranche en mezzanine debt. Bode is haar carrière in 1999 begonnen bij Morgan Stanley op de M&A en Leveraged Finance afdeling. Zij studeerde af aan ESB Reutlingen en de Middlesex University in Londen.

bescherming van kredietverstrekkers via bijvoorbeeld sterkere convenanten. Of de mogelijkheid om gericht naar eigen inzicht een eigen portefeuille op te bouwen met de gewenste risico-rendementsverhouding en een zelfbepaald ESG-profiel. Onze klanten zien ook een rol voor zichzelf weggelegd in het gedeeltelijk vervangen van banken. Dit gezegd hebbende, onderbouwt natuurlijk een hogere spread in vergelijking met public debt de business case voor private debt.'

Gabriella Kindert: 'De markt voor private debt ligt er sterk bij. Banken hebben niet genoeg lange termijnassets om mee te investeren, dus willen zij een transformatie. Die moet plaatsvinden door institutionele beleggers, omdat die meer geëigend zijn om bijvoorbeeld langetermijnhypotheek en -infrastructuurprojecten te financieren. De markt van institutionele beleggers zal aanzienlijk meer betrokken worden bij het financieren van de economie.'

Kirsten Bode: 'De balansen van de banken worden duidelijk verkort. De statistieken laten ook zien dat er een duidelijke trend is naar alternatief gefinancierde deals als private debt. Dat verschilt in Europa van land tot land. Italië is bijvoorbeeld een sterk door banken gedreven land, andere landen zijn dat veel minder.'

Quirijn Haak: 'Nu banken hun leningbedrijf versneld proberen te automatiseren en standaardiseren, ontstaan er steeds grotere groepen van bedrijven die niet in een dergelijke formule passen. Daarmee neemt de scope voor direct lending naar verwachting fors verder toe. Met name voor de groep innovatieve, minder traditionele bedrijven die juist de aanjagers van groei en verduurzaming in de economie zijn.'

Kindert: 'De echte schoonheid van private debt is de diversiteit van de verschillende asset classes. We moeten aan beleggers uitleggen waar we met betrekking tot private debt over praten.'

Wat zijn de meest interessante sectoren voor direct lending?

Eric London: 'Wij richten ons met name op secondary, distressed debt. Wat betreft de mogelijkheden in de Verenigde Staten, denken wij dat er onder de regering-Trump veel aan infrastructuur zal worden uitgegeven. Traditioneel werd dit voor een groot deel gefinancierd door de overheid, maar er zullen veel meer private partnerships komen, die privaat kapitaal zullen gaan aantrekken. Het is waarschijnlijk dat veel beleggers meer zullen alloceren naar private debt, om te proberen meer rendement te maken, vergelijkbaar met het rendement in bijvoorbeeld mezzanine leningen.'

Roland van den Brink: 'Het gaat niet zozeer om de sector, het gaat om de aanpak. Een van de meest interessante, nog niet genoemde trends, is big data. Scenario-analyse is een ander issue. Om een voorbeeld te geven: wat gaat er vermoedelijk gebeuren in de energiesector en wat zijn daarvan de gevolgen voor direct lending?'

De echte schoonheid van private debt is de diversiteit van de verschillende asset classes. We moeten aan beleggers uitleggen waar we met betrekking tot private debt over praten.



Direct lending bevindt zich in Europa nog in de beginfase en dit maakt het voor sommige grote beleggers lastiger om hierin te investeren.

Ordynans: 'Het hangt er ook vanaf hoeveel geld een institutionele belegger in de markt van private debt wil beleggen. Als dat honderd of tweehonderd miljoen euro is, omdat dat volgens de belegger nodig is om het verschil te maken, en als de belegger bijvoorbeeld niet meer dan tien procent van een fonds wil bezitten, dan zal de belegger alleen willen kijken naar fondsen die minstens een miljard euro aan AUM (assets under management) bedragen.'

Kindert: 'Wat de meest interessante sectoren zijn, valt niet zomaar te zeggen. Het hangt vooral af van het type belegger en het vereiste rendement op het geïnvesteerde vermogen.'

Dirk van de Geer: 'Wij hebben een rendement-risicoprofiel voor ons pensioenfondsen en voor de verschillende buckets in het fonds. Wij hebben een strategie gedefinieerd in de credit portefeuille die erop neerkomt dat we een aantrekkelijke vergoeding voor credit risk krijgen en zo min mogelijk duration risk nemen. We hebben er dus voor gekozen om hoofdzakelijk te investeren in sub-investment-grade credits (loans en bonds). Bij direct lending gaat het wat ons betreft om het rendement-risicoprofiel van direct lending versus de meer liquide leveraged loan market. Wij beschouwen direct lending momenteel als aantrekkelijk en daarom bewegen we enigszins van de meer naar de minder liquide markten. Wat de search for yield betreft: dat is onze taak. We moeten altijd yield vinden tegen het meest aantrekkelijke rendement-risicoprofiel, of de yields nu laag of hoog zijn. Wij vinden direct lending zeker geen oprisping van de markt, en denken dat het een structureel onderdeel van de financieringsmarkt gaat uitmaken. Anders zouden we er niet in geïnvesteerd hebben.'



Haak: 'De markt van direct lending is niet homogeen. Er zijn veel verschillende bedrijven en veel typen transacties. Het is niet alleen het kiezen van een stijl of segment, misschien wil de belegger ook het risico van dat speciale segment goed kunnen beoordelen.'

Wat is het te verwachten rendement van private debt in verschillende scenario's, bijvoorbeeld in het geval van inflatie of politieke onrust?

Kindert: 'Dat is een heel complexe vraag. Alle asset classes hebben hun eigen merites. Nederlandse hypotheekleningen zijn niet te vergelijken met Ierse hypotheekleningen of met private placements, commercial real estate leningen of infrastructuurfinanciering. Er moet een opsplitsing in segmenten worden gemaakt. Beleggers kunnen vermoedelijk extra rendement maken door te beleggen in meer complexe en meer illiquide producten, met een hogere informatiecomponent.'

Godefroy: 'De juiste invalshoek is: naar wat voor soort rendement kijk je? Verzekeringsmaatschappijen zijn bijvoorbeeld met name geïnteresseerd in het optimaal

> **Roland van den Brink**, Manager Beleggingen bij Appolaris (APM), heeft meer dan 30 jaar ervaring in de pensioensector, waar hij zowel beleggingsfuncties als managementfuncties bekleedde. In zijn vroegere carrière werkte hij bij Shell Pensioenfondsen, waar hij een Fixed Income Arbitrage Tool ontwikkelde (FIAT) die circa twintig jaar lang is gebruikt. Toen Van den Brink CIO bij PME was, won het fonds in 2006 de Europese IPE Award 'Best use of Fixed Income'.





> Dirk van de Geer is Senior Investment Manager bij Pensioenfonds Hoogovens. In die hoedanigheid is hij verantwoordelijk voor de creditportefeuille van het pensioenfonds. Deze portefeuille is volledig uitbesteed aan externe managers op het gebied van high yield bonds, leveraged loans en direct lending aan middle market companies. Zijn verantwoordelijkheid betreft de selectie en monitoring van de externe managers en de allocatie over de sub-strategieën.

benutten van kapitaal. Mijn ervaring is dat zij minstens twintig procent rendement op het geïnvesteerde kapitaal willen hebben. Elke belegger heeft zijn eigen rendementsverwachtingen, afhankelijk van zijn balans.'

London: 'Het komt me voor dat er voor direct lending funds nogal wat zorgen bestaan ten aanzien van de regelgeving; hoe die zowel in de Verenigde Staten als Europa verandert als gevolg van politieke dynamiek. De potentiële veranderingen in Dodd-Frank, ingezet door de regering-Trump, zullen er mogelijk voor zorgen dat het aantal Amerikaanse banken dat teruggaat naar direct lending groter wordt en gaat concurreren met direct lending funds. Hoe moeten de direct lending partijen zich daarop voorbereiden?

Godefroy: 'Je moet creatief zijn met betrekking tot het structureren van je fonds. Ik denk niet dat de potentiële veranderingen in Dodd-Frank tot gevolg zullen hebben dat er onacceptabele concurrentie ontstaat; wel zullen de veranderingen invloed hebben op het rendement. Dat moet in de gaten worden gehouden. De vraag is dan of je, bijvoorbeeld als verzekeringsmaatschappij, door wilt gaan met direct lending.'

Kindert: 'Banken en verzekeraars gaan meer samenwerken in plaats van met elkaar concurreren, er ontstaat dus een model van samenwerking in plaats van concurrentie. Hetzelfde bedrijf krijgt bijvoorbeeld van de bank een kortlopende lening en van de verzekeringsmaatschappij een langlopende. Er is sprake van een zich ontwikkelende, snel veranderende markt.'

Willen wij allemaal een bepaalde illiquiditeitspremie incasseren?

Schaen: 'Wij willen uiteraard gecompenseerd worden voor het liquiditeitsrisico. Zo hebben we bijvoorbeeld voor onze hypotheekbeleggingen voor de diverse buckets minimum spreads gedefinieerd. De minimum spread is de optelsom van de minimale vergoedingen die we per risicocategorie verbonden aan het beleggen in woninghypotheken, waaronder illiquiditeit, willen ontvangen. Als in een bepaalde bucket de spread op nieuwe hypotheek onder die minimum spread-level komt, stoppen we met de uitgifte. Wij houden deze minimum spread-levels goed en veelvuldig in het oog, gaan na of we het nog steeds een adequate compensatie voor het gelopen risico vinden. Zo niet, dan stoppen we met investeren in deze asset class totdat de spread levels weer boven de minimum levels liggen.'

Van de Geer: 'Natuurlijk wil je een illiquiditeitspremie incasseren, maar het is eigenlijk onmogelijk die vast te leggen op een bepaald percentage. Als je bijvoorbeeld investeert in een fonds met een investeringsperiode van drie jaar, weet je niet wat er in die drie jaar allemaal kan gebeuren. Ik weet alleen maar hoe de markt er nu bijligt en kan proberen te bedenken hoe de markt zich de komende jaren zal ontwikkelen. Wij willen voor private debt een bepaalde premie boven de liquide markt ontvangen. De private debt marges zijn momenteel substantieel hoger dan die in de liquide markt en dat zonder, naar mijn mening, een substantieel hoger risico. De extra yield die we ontvangen door van de liquide naar de private markt over te stappen, is naar mijn mening zeker interessant.'

Kindert: 'Ik zie vaak dat er appels met peren worden vergeleken als het gaat om de vergelijking tussen privaat en publiek,



liquide en illiquide, enzovoort. Ik geloof dat de liquiditeit in de publieke markt een geheel andere is dan de liquiditeit in de private markt. Vaak lijkt alles liquide in een goed werkende markt, maar blijkt alles illiquide als je het feitelijk nodig hebt.'

Ordynans: 'De managers bieden op dit moment een heel breed spectrum van private debt aan met eenzelfde soort risico. Er is bijvoorbeeld een direct lending manager die alleen senior secured loans doet, een ander doet alleen mezzanine. LP's (limited partners) kunnen voor hun investering precies het rendementsprofiel kiezen dat zij willen.'

London: 'De keuze voor een investering in credits hangt er mede van af of de markt de verschillende risico's al dan niet juist heeft ingeprijsd. Als bonds min of meer als leveraged loans worden beschouwd, lijken ze misprijsd. Overigens zijn credits in de laatste fase van de kredietcyclus bijna altijd misprijsd.'

Godefroy: 'Ik denk niet dat private instruments altijd behoorlijk illiquide zijn. Er zijn natuurlijk financiële instrumenten waar je als het ware voor acht tot twaalf jaar aan vastzit, maar mijn private lending investeringen hebben een gewogen gemiddelde levensduur van iets minder dan drie jaar. Er zijn andere private debt instrumenten die veel meer liquide zijn dan direct lending. Bijvoorbeeld in de handelsfinanciering, waar het nu gaat om negentig dagen en waar niettemin sprake is van relatief hoge rendementen.'

Hoe moeten return targets en deployment rates worden beoordeeld bij een private debt allocation?

Ordynans: 'We hebben vaak met institutionele beleggers gediscussieerd of zij een hoog bedrag willen investeren of een bepaald rendement willen maken. Ik heb het gevoel dat veel institutionele beleggers zich niet al te druk maken over het absolute rendement, maar wel een investering van een zekere omvang willen doen.'

Van den Brink: 'Tickets van meer dan honderd miljoen euro komen bij ons weinig voor omdat ons fonds niet zo groot is.'



Dat maakt het alloceren een stuk eenvoudiger. Wij hebben tijd en aandacht besteed aan het definiëren van risico. Daarbij gaat het niet zozeer om termen als complexiteit of illiquiditeit, maar vooral om hoe goed wij en onze beheerder het bedrijf kennen waar we een lening aan zouden willen verstrekken. Als we precies weten wat er in de onderneming gebeurt, is ons pensioenfonds beter in control.'

Haak: 'Om direct lending tot tien miljoen euro interessant te maken voor institutionele beleggers is toegang tot de vraag naar kwalitatief hoogwaardige leningen vanuit bedrijven essentieel. Het ontwikkelen van een netwerk van regionale partners alsmede de systemen en processen om lening-aanvragen goed te kunnen beoordelen, kost veel tijd.'

Kindert: 'Er is meer dan alleen rendement. Waar we het nog niet over gehad hebben is het belang van duurzaamheid, van ESG-factoren. Onze klanten willen graag gezien worden als ethische beleggers en niet in opspraak komen vanwege hun beleggingen. Ik ben ervan overtuigd dat beleggers erop bedacht zijn dat hun investeringen een positieve impact hebben.'



> **Pierre-Antoine Godefroy** is Head of Structuring and Investment Solutions bij AXA Investment Managers. Godefroy werkt voor AXA sinds 2011 en is betrokken bij de implementatie van het Alternative Credit programma sinds eind 2012. Hiervoor was hij verantwoordelijk voor het beheer van de vastrentende waarden allocatie van AXA UK. Voor AXA werkte Godefroy bij Calyon (nu Credit Agricole CIB) in verschillende credit trading posities. Hij is afgestudeerd aan de Columbia University in New York met een Master in Financial Engineering en aan ENSAE met een Master in Statistiek en Economie.



> Quirijn Haak is CEO van NEOS Business Finance B.V.; Investment Advisor voor Schrodgers betreffende SME Direct Lending. Haak begon zijn carrière bij Fortis Bank en kwam daarna onder andere te werken bij NIB Capital Asset Management, Integrated Finance Ltd. in New York en APG Investments US. Haak heeft een M.A. in Finance and Economics van de Erasmus Universiteit te Rotterdam.

Kost dat rendement?

Kindert: 'Daar is niet zomaar een antwoord op te geven. Het hangt van de instelling af.'

Godefroy: 'Institutionele beleggers zijn zeer geïnteresseerd in impactbeleggen. Hier is sprake van een steeds sterker wordende trend. Daarnaast zien wij dat relaties striktere ESG-richtlijnen voor hun mandaten opnemen.'

Schaen: 'Ik wil terugkomen op de omvang van private debt investeringen. Onze grote klanten, die veertig, vijftig, zestig miljard aan assets managen, willen niet te veel verschillende asset classes hebben. Bij private debt zijn ze alleen geïnteresseerd in een allocatie van betekenis, zeg, een paar procent van de totale beleggingsportefeuille. Dat zien wij vaak als een probleem omdat het met name in private debt lastig is beleggingsmogelijkheden te vinden die omvangrijk genoeg zijn om een paar honderd miljoen of misschien wel een miljard in te investeren.'

Van de Geer: 'Daar ben ik het mee eens. Wij hebben een omvang van acht miljard, dus honderd miljoen is min of meer het minimum dat we in private debt willen beleggen. Anders heeft het nauwelijks toegevoegde waarde, en zeker niet voor het

bestuur dat alles moet kunnen begrijpen. Direct lending bevindt zich in Europa nog in de beginfase en dit maakt het voor sommige grote beleggers lastiger om hierin te investeren.'

Hoe staat het met direct lending platforms binnen banken?

Haak: 'De laatste twee jaar zien we een toenemende beweging van banken naar geautomatiseerde FinTech oplossingen met betrekking tot direct lending. Dat klinkt intuïtief maar als wat je doet neerkomt op het maken van een geautomatiseerd systeem op basis van historische data en een klein beetje extra analyse, is het de vraag of dat inderdaad de beste manier is om de juiste risicoafwegingen te maken. Met name het aspect van disruptieve krachten in verschillende sectoren kan niet eenvoudig door historische cijfers of algoritmes worden ondervangen.'

Kindert: 'Een van de grootste FinTech-spelers op dit moment stelt: mijn benadering van SME's (small and medium-sized enterprises) is 'drie – één – nul'. Drie minuten voor het beoordelen van het risico, één minuut om het geld te geven en nul minuten voor menselijke interactie. Je ziet dat gedeelten van SME's wat betreft leningen steeds meer bediend worden door FinTech in plaats van door dure en inefficiënte grote platforms.'

Ordynans: 'Ik vind het moeilijk te geloven dat de direct lending werkzaamheden die wij verrichten, kunnen worden overgenomen door software. Het gaat immers om heel complexe procedures. Ik zou erg verbaasd zijn als 'drie – één – nul' de nieuwe direct lending benadering wordt.'

De laatste twee jaar zien we een toenemende beweging van banken naar geautomatiseerde FinTech oplossingen met betrekking tot direct lending.



> **Gabriella Kindert** (MA, MBA) is Head of Alternative Credit bij NN Investment Partners (NN IP). Ze geeft leiding aan de verschillende beleggingsteams die verantwoordelijk zijn voor het beheren van NN IP's illiquide fixed income strategieën, zoals bijvoorbeeld Nederlandse hypotheekleningen, project finance, commercial real estate leningen en exportleningen met overheidsgaranties (ECA leningen). Het Alternative Credit team beheert momenteel ongeveer € 17,3 miljard aan assets voor institutionele beleggers. Kindert heeft meer dan 20 jaar internationale ervaring op het gebied van banking, alternative credit en private equity.



Bode: 'Die benadering komt neer op een totaal andere manier van investeren. Fundamenteel anders, diversificatie is daarbij essentieel. Direct lending daarentegen is selectief investeren in de juiste credits.'

Godefroy: 'Wat je bij 'drie – één – nul' doet, is niet defaults proberen te vermijden maar proberen te modelleren. Bij SME-lending wil je ten koste van alles default voorkomen en je kapitaal zeker stellen. Dat is een compleet andere filosofische benadering van de belegging.'

Van den Brink: 'Bedrijven zijn niet op zoek naar geld alleen. Onze ervaring is dat zij ook een breed overzicht van de markt en wat daar gebeurt, willen hebben. Dat geldt met name voor de kleinere bedrijven, die vaak niet de mogelijkheden en middelen hebben zoals wij om, bij wijze van spreken, de rest van de wereld te leren kennen. Human interest is dus wel degelijk van belang en dat wordt in de 'drie – één – nul'-benadering genegeerd.'

Waar moet je op letten bij het selecteren van een externe manager voor private debt en alternative credit?

Van de Geer: 'Wij denken dat ten aanzien van private debt geldt: groter is beter. Er is maar een beperkt aantal spelers dat acteert net onder de leveraged loan market. Zij kunnen leningen van 75 tot 200 miljoen verstrekken, iets wat voor

banken in de huidige omgeving vrijwel niet meer mogelijk is. Een belangrijke eis voor ons is dat de manager een dedicated sub-investment-grade manager is met een sterke footprint in Europa en een track record heeft dat bij voorkeur een economische cyclus heeft doorgemaakt. Verder spelen fees natuurlijk ook een rol.'

Schaen: 'Er is veel concurrentie, zodat het belangrijk is dat een manager gedisciplineerd aan zijn benadering vasthoudt, de underwriting standard niet verlaagt en genoeg tijd besteedt aan het investeringsproces. Wij willen managers die een aantal credit cycles hebben doorstaan en daarin dus ook slechte tijden hebben meegemaakt. Verder is toegang tot deals heel belangrijk en het team moet groot genoeg zijn.'

Van de Geer: 'Uiteindelijk gaat het erom de juiste deals te vinden en te organiseren. Daarvoor is een adequaat netwerk nodig.'

Van den Brink: 'Van belang is ook nog hoe je de verbinding legt tussen de investering en het bestuur van het pensioenfonds, dat immers alle investeringen moet kunnen begrijpen.'

Ordynans: 'Het helpt als je een manager hebt die enigszins flexibel is als het op de kapitaalstructuur aankomt. Als je te beperkt bent wat betreft het type instrument waar je in kunt investeren, zou het kunnen gebeuren dat je gedwongen wordt je discipline te verliezen.'

> **Eric London** is Senior Director en Client Portfolio Manager voor Invesco WLR Credit Partners. Als Senior Director is hij betrokken bij de productontwikkeling en het bevorderen van strategische klantoplossingen. Hij is daarnaast lid van het WL Ross & Co. Operating Comité en werkt als portefeuillemanager en productspecialist voor het Invesco team. Hij startte in 2014 bij Invesco. Van 2007 tot 2014 was hij Principal voor Credit Suisse's Customized Fund Investment Group waar hij het special situations team mede leidde en institutionele portefeuilles beheerde. London is sinds 1998 in de industrie actief. Hij heeft een bachelor van de Yeshiva University en een M.B.A. titel van de Boston University.





> **Patrick Ordynans**, Managing Director, begon bij Alcentra in april 2013 als lid van het Direct Lending team. Ordynans is verantwoordelijk voor de sourcing en executie van de private debt investeringen in Duitsland, Oostenrijk, Zwitserland en de Benelux. Daarvoor werkte hij bij Beechbrook Capital, een pan-Europees middle-market mezzanine fonds, waar hij verschillende private debt investeringen heeft gesourced en uitgevoerd. Eerder werkte Ordynans bij Citi Private Equity. Hij begon zijn carrière als analist bij de Credit Suisse First Boston Investment Banking division. Ordynans studeerde in 2014 af aan de Cass Business School met een Bsc. in Business Studies.

Schaen: 'Discipline is uiterst belangrijk. De verleiding moet worden weerstaan om een voorkeur te geven aan grote deals, alleen maar om geld te kunnen investeren.'

Van de Geer: 'Kleinere fondsen moeten natuurlijk ook deals doen. Wij vinden, het is al gezegd: groter is beter. De concurrentie op dat niveau is meer beperkt dan bij de kleinere fondsen. Daarbij komt dat een klein ticket voor ons niet efficiënt is. Wij kunnen niet echt in een klein fonds investeren omdat we dan misschien een kwart of zelfs meer van dat fonds zouden bezitten, wat niet wenselijk is.'

London: 'Wij kijken naar de mogelijkheden die zich met betrekking tot distressed debt voordoen in de kleinere tot middelgrote credit markets. Omdat wij onderdeel zijn van een hele grote asset manager, vinden veel beleggers het ongebruikelijk dat we een fonds van, zeg, vijfhonderd miljoen dollar opzetten dat gewijd is aan een bepaalde strategie. Maar wij zien echt kansen in distressed debt in de kleinere tot middelgrote credit markets, waar we naar schatting jaarlijks tweehonderd miljoen dollar kunnen plaatsen. Veel bedrijven in de genoemde markten raken regelmatig in moeilijkheden en zijn met relatief kleine leningen van twintig tot veertig miljoen dollar voorlopig uit de brand. Het kost evenveel tijd om een onderneming van vijfhonderd miljoen dollar te evalueren als

een van twee miljard. Als we ons, wat betreft distressed debt, alleen maar tevreden zouden stellen met miljardendeals, zijn er maar een paar mogelijkheden. Wij kunnen ons echter richten op credits die afwijken van de typische leningen waarop een distressed investor zich richt, omdat wij deze idiosyncratische credits in small cap structuren aantreffen.'

Bode: 'De markt van private debt is geëvolueerd. Een paar jaar geleden waren er maar weinig partijen in staat een honderd miljoen ticket te doen. Nu zijn er meer spelers in de markt maar minder bedrijven, en dus minder opportuniteiten en meer concurrentie. In een kleiner fonds is het nodig om eenzelfde aantal beleggingen te doen in een grote vijver met opportuniteiten. Daarom is het van groot belang om de juiste origination kwaliteiten en een groot genoeg regionaal georganiseerd team te hebben om zoveel mogelijk opportuniteiten te identificeren en de juiste eruit te filteren.'

Waarom geven jullie de voorkeur: sponsored of non-sponsored deals?

Kindert: 'Ik geef er altijd de voorkeur aan met banken te werken, omdat ik niet geloof dat met name grotere bedrijven kunnen overleven zonder banken. Door de betrokkenheid van de bank kan ik onder andere KYC (know your customer)-procedures beheersen.'

Van den Brink: 'Ceteris Paribus, dus onder overigens gelijke omstandigheden, zijn non-sponsored deals licht te prefereren omdat de investering beter te beheersen is en de yield iets hoger is. Maar non-sponsored deals vereisen wel meer werk.'

In theorie zijn non-sponsored deals in Europa een uitstekend idee, maar in de praktijk is er sprake van tussen de tachtig en negentig procent aan sponsored deals.



> **Markus Schaen** is sinds 2008 werkzaam voor MN als Senior Fundmanager Fixed Income. Schaen heeft 22 jaar ervaring in de financiële industrie. Na eerst aan de Universiteit Maastricht en vervolgens als accountant voor Deloitte te hebben gewerkt, maakte hij later de overstap naar het treasury vakgebied. In zijn laatste functie als Corporate Treasurer van Koninklijke Wegener NV heeft hij ook in het bestuur en de beleggingscommissie van het OPF gezeten. Schaen is afgestudeerd in de bedrijfseconomie en is Registeraccountant en Registertreasurer. Ook heeft hij het Nyenrode Executive Pensions Program afgerond.



Schaen: 'Als de klant een grote belegger in private equity is, is er een kans dat je uiteindelijk een deal afsluit aan zowel de private debt als de private equity kant. Daardoor ontstaat wellicht een belangentegenstelling.'

Ordynans: 'In theorie zijn non-sponsored deals in Europa een uitstekend idee, maar in de praktijk is er sprake van tussen de tachtig en negentig procent aan sponsored deals. Ik denk dat dit niet zo snel zal veranderen, zeker niet in jurisdicties waarin een bankcultuur bestaat zoals bijvoorbeeld Duitsland of de Benelux.'

Bode: 'Er zijn bepaalde situaties waarin bankfinanciering er niet voor kan zorgen dat het lenende bedrijf daar komt waar het wil zijn. Een non-sponsored deal kan daar eventueel wel aan voldoen. Zeker binnen het universum van familiebedrijven, wat een interessant segment is voor direct lending.'

Wat is het belangrijkste risico in de private debt markt?

London: 'Het belangrijkste risico lopen we omdat risico niet goed getaxeerd wordt. We zitten op dit moment in een markt

met een hele lage yield, waardoor veel beleggers tot de private debt omgeving worden aangetrokken. De vraag of beleggers al dan niet voldoende betaald worden voor het soort risico dat zij nemen, is dus van het grootste belang. Er bestaan wel risico's met betrekking tot regelgeving: je moet je bewust zijn van de veranderende bank- en solvency-regelgeving.'

Ordynans: 'Een van de dingen die we geleerd hebben van de crisis is dat we veel meer gedisciplineerd zijn als het gaat om de equity-buffer in de kapitaalstructuur, wat overigens goed voor de schuldenkant is.'

Van de Geer: 'Voor de deals die ik in de afgelopen paar jaar heb gezien, waren de equity checks aanzienlijk hoger dan vóór de crisis. Er is inderdaad sprake van een substantiële buffer. Zeker, als private equity overbetaald, wordt het lastiger. Maar als je kijkt naar de niveaus van leverage, coverage ratio's en spreads, dan zijn die in vergelijking met de periode van voor de crisis nog tamelijk aanvaardbaar en attractief. Het is wel waar dat private equity een heleboel cash, 'droog poeder', aan de zijlijn heeft staan en multiples van de gedane deals oplopen.'

CONCLUSIE

De private debt-markt ligt er momenteel sterk bij en zal naar verwachting blijven groeien. Traditionele fixed income allocaties leveren niet genoeg op. Private debt heeft daarnaast bepaalde aantrekkelijke karakteristieken, zoals betere bescherming van de kredietverstrekker door bijvoorbeeld sterkere convenanten. Bij direct lending gaat het om het rendement-risicoprofiel van deze asset class versus de meer liquide leveraged loan market. Dat wil zeggen dat voor private debt een bepaalde premie boven die van de liquide markt ontvangen moet worden. De private debt marges zijn momenteel substantieel hoger dan die in de liquide markt, zonder in feite een substantieel hoger risico.

Overigens is het in private debt lastig een paar honderd miljoen of misschien wel een miljard te investeren. Er worden kansen gezien in distressed debt in de kleinere tot middelgrote credit markets. Nogal wat bedrijven in deze markten raken regelmatig in moeilijkheden en zijn met relatief kleine leningen voorlopig uit de brand. Het universum van bijvoorbeeld familiebedrijven is een interessant segment voor direct lending. Het belangrijkste risico lopen we omdat risico niet goed getaxeerd wordt. Een les van de crisis is echter dat beleggers veel meer gedisciplineerd zijn als het gaat om de equity-buffer.