

VOORZITTER

Alex Neve,
Univest

DEELNEMERS

Wim Almeloo, *Aegon Asset Management*
Geert Arlman, *Standard & Poor's Ratings Services*
Stéphane Blanchoz, *BNP Paribas IP*
Clemens Braams, *Delta Lloyd Asset Management*
Benjamin Edgar, *ICG*
Karsten Moller, *Highbridge Principal Strategies*
Irene Ruis-Sijstermans, *Appolaris Pensioenbeheer*
Michiel von Saher, *PGIM Fixed Income*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aegon Asset Management, BNP Paribas IP, Delta Lloyd Asset Management, ICG, Highbridge Principal Strategies, PGIM Fixed Income en Standard & Poor's Ratings Services.



LOANS EN DIRECT LENDING: EEN GROEIENDE BELEGGINGSCATEGORIE

Door Hans Amesz

Loans en direct lending kan een interessante beleggingscategorie zijn, zeker als de rente zo laag blijft als nu het geval is. Dit soort leningen wordt over het algemeen afgesloten door kleine en middelgrote bedrijven.

Hoe interessant zijn loans en direct lending voor institutionele beleggers?
De ronde tafel deelnemers delen hun mening voor de camera.
Bekijk de video op www.financialinvestigator.nl/videos





Hoe definiëren jullie het loans en direct lending beleggingsuniversum?

Karsten Moller: 'Direct lending is elke lening die door ons direct lending team is bedacht, gedocumenteerd en uitgevoerd. De omvang van de lening speelt geen rol, of het nu om vijftig of vijfhonderd miljoen dollar gaat. Wij maken een onderscheid tussen syndicated leningen die namens de lener worden afgewikkeld door investment banks en door private credit teams. Verder kijken wij echt naar de aard van de lening. Als het om een lening met onderpand gaat, noemen we het direct lending. Als het bijvoorbeeld om een lening zonder onderpand of een achtergestelde lening gaat, beschouwen wij dat als een mezzanine-lening. Wij doen daar zaken waar de banken niet actief zijn.'

Geert Arlman: 'Elke lening die zonder intermediairs tot stand komt tussen de investeerder en de lener, zou ik willen classificeren als direct lending. Dit soort leningen wordt over het algemeen afgesloten door middelgrote bedrijven. De meeste grote ondernemingen financieren zich over het algemeen in de liquide obligatiemarkten.'

Stéphane Blanchoz: 'Direct lending is een activiteit die plaatsvindt buiten het bankensysteem.'

Irene Ruis: 'Wij zien direct lending en loans als één beleggingscategorie, maar loans zijn meer liquide en gemakkelijker te verhandelen dan het direct lending deel van de assets. Wij beleggen zowel in bankleningen als in het direct lending universum.'

> **Alex Neve** is Director of Fixed Income bij Uninvest. Neve heeft meer dan 20 jaar ervaring in de beleggingsindustrie. Hij startte zijn carrière binnen de institutionele verkoop en aandelenresearch. Hij werkte als belegger voor ING, ABN AMRO en Philips pensioenfonds. Voor zijn komst naar Uninvest Company in 2012, werkte Neve zes jaar voor Robeco als Head of Investment Specialists en was hij verantwoordelijk voor Productmanagement. Bij Uninvest is hij verantwoordelijk voor alle fixed income beleggingen en (rente-, inflatie- en valuta-) overlays van de aangesloten Unilever pensioenfonds. Neve heeft een MSc in Macro-economie en is een CEFA Charterholder.





> **Wim Almeloo** werkt sinds 2000 bij Aegon Asset Management. Hij is als Hoofd van het Credit-team verantwoordelijk voor de beleggingen in Investment Grade en High Yield bedrijfsobligaties. Hij begon zijn carrière bij De Nederlandsche Bank in 1986, waar hij verschillende functies heeft bekleed in portefeuillebeheer en risk management van de goud- en valutareserves en van het DNB pensioenfonds. Almeloo is in 1985 cum laude afgestudeerd als algemeen econoom aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Wat zijn de kenmerken van deze asset class?

Wim Almeloo: 'Direct lending en loans omvatten ongeveer alles buiten liquide beleggingen. Omvang speelt een rol: wij kijken doorgaans naar kleinere debiteuren, die meestal een relatief lage kredietwaardigheid hebben. Wij maken overigens geen groot onderscheid tussen bankleningen en andere direct lending categorieën.'

Clemens Braams: 'Het verschil tussen liquide en illiquide is niet altijd even duidelijk. Er is een markt voor illiquiditeit: als je gedwongen bent te verkopen dan kan dat, zij het tegen een aanzienlijke korting.'

Moller: 'Als wij een lening doen, verdelen we die over vijftien of zestien verschillende accounts. Daarmee wordt liquiditeit gecreëerd. Als iemand wil verkopen, schrijven wij dat over naar een ander account, gebruikmakend van een paar specifieke werkwijzen. Het blijft natuurlijk een illiquide lening; ik schat dat meer dan 95 procent van onze direct lending business illiquide is.'

Michiel von Saher: 'Per definitie is er bij bilaterale leningen maar één persoon die van de hoed en de rand weet, dus als je die lening aan iemand anders wilt verkopen, moet er een hoop werk door de koper worden verricht om zich daarbij comfortabel te voelen. Als je direct lending doet, moet je zelf over de contracten onderhandelen, je moet al het werk doen. Europa loopt wat dit soort contracten betreft achter bij de Verenigde Staten, waar meer sprake is van standaardisatie omdat zij één rechtssysteem hebben terwijl Europa verschillende rechtssystemen heeft.'

Benjamin Edgar: 'In Europa vindt een soort evolutie op dit gebied plaats. Direct lenders onderhandelen contracten op

een 'deal by deal' basis, maar er vormt zich wel een bepaalde mate van standaardisatie.'

Braams: 'Wij richten ons met name op het middensegment van de ondernemingen, waar in Europa de standaardisatie ontbreekt. Dat deel van de markt zoekt actief naar alternatieven voor de banken.'

Moller: 'Wij doen sinds ongeveer 2008 aan direct lending en wij geloven dat zowel de Verenigde Staten als Europa niet de richting opgaan van standaardisatie. Standaardisatie is relevant voor syndicaatvorming van transacties; zorg dat je ratings krijgt. Als je leent aan het middensegment van de markt of grotere mezzanine-transacties doet, gaat het erom het risicoprofiel van de debiteur zo goed mogelijk vast te leggen en dat is slechts mogelijk door een reeks van financiële convenanten. Elke lening is op maat gemaakt, dus hoe plaats je die? Ik geloof niet dat dit ooit gestandaardiseerd kan worden.'

Zijn er landen in Europa waar jullie niet zouden willen investeren vanwege de regelgeving?

Moller: 'Het moeilijkste land om uit te lenen is Italië. Als een bedrijf onderpresteert, zit je zo vijf of zes jaar aan een rechtszaak vast voordat je je geld terugkrijgt. Dat geldt ook voor leningen met onderpand. Frankrijk is ook moeilijk vanwege de regelgeving. Het Verenigd Koninkrijk is makkelijk vanwege de Angelsaksische wet. Duitsland zou makkelijk zijn, ware het niet dat daar onvoldoende liquiditeit is. Scandinavië is prima, net als Nederland, al zie ik daar niet veel gunstige opportuniteiten.'

Hoe zit het met convenanten betreffende direct lending?

Moller: 'In het direct lending universum, of het nu gaat om mezzanine of direct lending debiteuren, zijn convenanten noodzakelijk omdat risico anders niet te managen is.'

Braams: 'Wij hebben vooral te maken met familiebedrijven en middelgrote bedrijven, waar de transparantie niet al te groot

Zeker in Nederland zal direct lending groeien omdat veel banken al tegen hun zogenoemde concentratieniveaus aanzitten.

is. De transparantie wordt vergroot door bijvoorbeeld goede governance en rapporten van de complianceafdeling, waardoor je een gevoel krijgt voor de ontwikkelingen in het betreffende bedrijf.'

Arlman: 'Dat convenanten geen impact zouden hebben, is mijns inziens voornamelijk van toepassing in publieke markten. Hoewel het waar is dat publieke covenant-lite deals misschien minder vaak bij defaults betrokken zijn, komt dit voornamelijk omdat de convenanten minder stringent zijn. Voorts zijn partijen die met covenant-lite of covenant-loose deals kunnen doen over het algemeen de sterkere, grotere debiteuren. Op de markten voor private placements in de Verenigde Staten is sprake van een strikte toepassing van convenanten en de performance van deze covenanted deals is in de afgelopen decennia bijna elk jaar beter geweest dan hun publieke equivalent.'

Von Saher: 'Convenanten betalen je lening niet terug, het bedrijf dat geleend heeft, moet dat doen. Je hebt een goed team nodig dat in staat is om door de cyclus te managen en bereid is eventueel het management van het in moeilijkheden verkerende bedrijf over te nemen. Het managen van het management is buitengewoon arbeidsintensief en veel meer dan het onderhandelen over een lening.'

Braams: 'In het ergste geval, dus bij een faillissement, helpt een covenant niet al te veel, maar als er bijvoorbeeld sprake is van een tijdelijke kredietverslechtering heb je de instrumenten om voor dat extra risico gecompenseerd te worden.'

In vergelijking met de Verenigde Staten loopt direct lending ten opzichte van de banken in Europa achter. Opent dat perspectieven, zal direct lending in Europa groeien?

Edgar: 'Direct lending blijft een belangrijke bron van financiering voor kleine en middelgrote Europese bedrijven. Recentelijk hebben we wel voorbeelden gezien van banken die leningen verstrekken op lagere niveaus dan wat wij



marktconform zouden noemen, dit om hun eigen business te continueren. Met de huidige kwantitatieve verruiming van de Europese Centrale Bank kunnen banken nog steeds een aantrekkelijke netto rente verdienen op bedrijfsleningen. De competitie tussen banken en direct lenders blijft zeker aanwezig in sommige Europese jurisdicties. Aan de andere kant blijven we deals vinden met sponsors en ondernemingen via ons eigen Europese kantoretnetwerk.'

Almeloo: 'De gedachte was dat banken veel minder dan vroeger betrokken wilden zijn bij allerlei soorten illiquide deals. Maar nu ze kunnen beschikken over een vloed aan liquiditeit, verwachten wij dat ze hun oude activiteiten weer op zullen nemen of zelfs zullen versterken.'

Braams: 'Ik zie het tegenovergestelde gebeuren. Zeker in Nederland zal direct lending groeien omdat veel banken al tegen hun zogenoemde concentratieniveaus aanzitten. De markt van de grotere deals is als het ware overbevolkt, niet alleen vanwege de banken maar ook omdat steeds meer institutionele beleggers naar die markt komen. Wat betreft de markt van de kleinere en middelgrote deals is er geen sprake van overbezetting.'

Moller: 'Voor mij is het verrassend hoe buitengewoon traag de banken in Europa zich aanpassen aan nieuwe regelgeving.'



> **Geert Arlman** is Director in de Mid-Market Group van Standard & Poor's Rating Services. Hij is gevestigd in Londen en is verantwoordelijk voor het verder ontwikkelen van S&P's activiteiten in de Europese Mid-Market. Hij richt zich zowel op issuers als op investeerders. Arlman is in maart 2014 bij Standard & Poor's begonnen, na 9 jaar actief te zijn geweest bij JPMorgan's Debt Capital Markets. In deze rol focuste hij zich op het arrangeren van private financieringen, publieke obligaties, acquisitiefinanciering en hybride obligaties voor Nederlandse en Duitse bedrijven. Arlman heeft Rechten gestudeerd aan de Universiteit van Amsterdam.



> **Stéphane Blanchoz** is **CIO Alternative Debt Management** bij **BNP Paribas Investment Partners**. Hij werkt sinds 2004 voor de vermogensbeheertak van de Franse bank. Hij heeft eerder bij BNP Paribas gewerkt als risicomanager en voor de Inspection Générale. Zijn carrière startte in 1994 bij Pechiny. Blanchoz heeft een Master's Degree in Finance behaald aan de Universiteit van Lyon en geeft lezingen voor trainingsdoeleinden.

Vorig jaar was een moeilijk jaar in Europa en 2016 zal ook een lastig jaar worden, maar ik geloof - en misschien ben ik naïef - dat de Europese markt voor direct lending pas rond 2019 zeer attractief wordt.'

Edgar: 'Een issue met veel Europese banken is dat zij niet 'marked to market' zijn, iets wat een aanzienlijke invloed kan hebben op de prijs van het kredietinstrument.'

Blanchoz: 'De prijsvorming van de bank is minder gestoeld op de transactie dan op de relatie. Wij willen niet werken voor te lage prijzen. Wat voor een bedrijf zinvol is, is dat wij een soort ondersteuning kunnen geven aan de vrije kasstromen voor een acquisitie of een specifiek project. We kunnen dus met de banken samenwerken en ik denk dat de direct lending markt zich zal ontwikkelen als een aanvulling op obligatie-financiering en niet als vervanging daarvan.'

Braams: 'We hebben een alternatieve markt naast de bankenmarkt nodig. Het gaat niet werken om het bankkanaal te subsidiëren, wat in Frankrijk denk ik nu gebeurt.'

Blanchoz: 'Het gaat erom dat we naast de banken additioneel kapitaal verstrekken. Ik denk dat heel veel markten dat zullen goedkeuren.'



Wat zijn de belangrijkste risico's bij direct lending?

Ruis: 'Als het aantal faillissementen zou stijgen, is dat van grote invloed op de kredietverstrekking. In de Verenigde Staten hebben we een soort besmettingsrisico (contagion risk) gezien omdat de olieprijsen zo hard gedaald zijn. De high yield markt werd daardoor geraakt, wat weer de lending-markt trof. Hoewel er met onze leningen op dit moment eigenlijk niets mis is, hebben we toch last van het besmettingseffect gehad.'

Hebben kleinere ondernemingen een grotere kans op een faillissement dan grotere bedrijven?

Arlman: 'Gemiddeld genomen is dat zo. Hoewel wij niet per se zeggen dat grootte er altijd toe doet, hanteren wij definities van schaal, bereik en diversiteit die allemaal sterk gerelateerd zijn aan de omvang. Doorgaans is de kredietwaardigheid van kleinere ondernemingen lager dan die van grotere.'

Braams: 'De kleinere, minder gediversifieerde bedrijven zijn over het algemeen ook minder agressief gefinancierd. Er is dus wel meer business-risico maar minder financieel risico.'

Moller: 'Het is ook belangrijk wat een manager kan doen in een moeilijke periode. Als de manager maar een gedeelte van de lening in bezit heeft, is deze meestal een participant in een clubdeal of kleinere gesyndiceerde lening. Grotere managers bezitten over het algemeen de volledige tranche. Wij bezitten bijvoorbeeld gemiddeld meer dan zestig procent en vaak honderd procent. Dit reduceert het risico omdat in een moeilijke periode de geldnemer onderhandelt met de grootste geldgever.'

Edgar: 'De cyclus van faillissementen kan ook manager-specifiek zijn. Sommige managers hebben niet de juiste lokale toegang, de kennis of het inzicht om succesvol investeringen te selecteren. Over een paar jaar zullen er vermoedelijk niet meer dan tien grotere direct lenders zijn door slechte investeringsselectie en de bijbehorende hogere 'default rates' bij een aantal spelers.'

Arlman: 'Er zijn nu zo'n veertig managers in Europa. Wij denken dat er op termijn consolidatie zal plaatsvinden, waarna tien tot twintig grotere spelers met meerdere fondsen overblijven aan het einde van de cyclus. Dit is positief voor de markt, want als een manager vijf verschillende fondsen heeft van bijvoorbeeld verschillende rijpheid, kan zo'n manager zich veroorloven een en ander uit te zitten. Maar bij één fonds beschik je niet over die luxe.'

Braams: 'Het grootste risico bij direct lending is het opbouwen van de portefeuille; je moet daarbij zeer conservatief en gedisciplineerd te werk gaan.'

Wat zouden de gevolgen zijn van renteverhogingen?

Moller: 'Als de rente met tweehonderd of driehonderd basispunten omhooggaat, maakt dat voor ons geen enkel verschil. De volatiliteit in de olieprijs heeft veel meer invloed op individuele leningen dan elke renteverhoging ooit zou kunnen hebben. Als je naar de macro-economische factoren kijkt, zou je zeggen dat je voor dezelfde lening meer moet betalen in Europa dan in Amerika. Maar in werkelijkheid is het omgekeerde het geval. In de Verenigde Staten zijn de banken onze partners. Zij doen niet aan term lending, dat doen wij.'

Blancoz: 'Als je in een slecht macro-economisch klimaat gedwongen bent om te investeren omdat je een kleine boutique bent, ga je waarschijnlijk binnen een paar jaar failliet. Je moet dus de tijd nemen en in staat zijn om nee te zeggen.'

Almeloo: 'De economische cyclus heeft een impact op het faillissementsrisico. Het probleem met direct lending is dat als je het gaat dirigeren, je fouten gaat maken. Het gaat meestal om heel illiquide leningen, dus je moet door de cyclus heen kijken en het bedrijf moet in staat zijn een economische baisse te overleven. Bij het vaststellen van het krediet moet je zeer behoudend zijn, je moet kijken naar de ergst denkbare scenario's die het bedrijf moet kunnen overleven. Het risico is

Het geheim voor succes in direct lending in Europa is lokale toegang.

dat je in goede economische tijden verkeerde beslissingen neemt.'

Moller: 'Kleinere bedrijven zijn, als gezegd, riskanter om aan te lenen. Dus wat te doen? Wij verstrekken ze alleen leningen met onderpand. We doen niet aan mezzanine-financiering voor kleine bedrijven. Ik zeg niet dat dat een slechte business is, maar wij doen het niet. De gemiddelde onderneming in onze mezzanine-portefeuille heeft een ebitda van 175 miljoen dollar en is drie miljard dollar waard. Wat dit betreft maken wij geen onderscheid tussen de Verenigde Staten en Europa.'

Braams: 'Het grootste risico is dat sommige instrumenten in de markt misbruikt worden. De tijd bijvoorbeeld. Een submarkt als die van wind- en zonne-energie in Duitsland is misbruikt en in het gezicht van de beleggers geëxplodeerd.'

Welke risicopremie zouden jullie verlangen voor een belegging in direct lending, vergeleken met bijvoorbeeld high yield?

Ruis: 'Het is nogal moeilijk om de spread van high yield obligaties te vergelijken met die van een directe lening. Je kunt niet zeggen dat de illiquiditeitspremie het verschil is tussen die spreads. Er is al gezegd dat de liquiditeit van de high yield markt is afgenomen, terwijl leningen in het hogere segment van de markt wellicht meer liquide zijn dan high yield obligaties. Ik denk dat het verschil in spread ongeveer zeventig tot honderd basispunten bedraagt, maar ik denk niet dat dat verschil alleen door de illiquiditeitspremie wordt veroorzaakt.'

Von Saher: 'Je krijgt alleen een illiquiditeitspremie als de markt moeilijk is: als je een lening wilt verkopen en dat niet mogelijk is of alleen tegen een hoge korting. Dat geldt niet alleen voor direct lending, maar voor elke asset class. In direct lending moet je een langetermijnhorizon hebben, totdat de laatste lening terugbetaald is.'

> **Clemens Braams** is sinds 2007 werkzaam als Senior Portfoliomanager bij Delta Lloyd Asset Management. Hij is sinds 2000 werkzaam in vermogensbeheer. Hij heeft gewerkt voor NIB Capital, ABP Investments, MN Services en Holland Capital Management. Braams heeft Bedrijfseconomie (Finances & Investments) gestudeerd aan de Erasmus Universiteit van Rotterdam. Hij is CFA charterholder.





> **Benjamin Edgar** is begonnen bij ICG in juli 2015 als Portfolio Manager en Co-head voor Europese leningen. Voordat hij begon bij ICG was hij Managing Director bij CVC Credit Partners Investment Management Ltd. Hij was een van de oprichters van CVC Cordatus (een voorganger van CVC Credit Partners) in 2006 en Lid van het Europese Investment Committee. Edgar heeft meer dan 15 jaar ervaring in het beheren van kredietportefeuilles en gestructureerde financiële transacties. Voor zijn tijd bij CVC werkte hij voor Alcentra en daarvoor heeft hij 5 jaar in de schuldpapiergroep van Deutsche Bank gewerkt. Edgar heeft een BC van de Griffith University uit Australië.

Moller: 'In onze gemengde fondsen zijn de rendementen veel hoger dan in de syndicated leveraged loan market. Dat komt voor een deel door de illiquideitspremie en voor een deel door wat ik new issue premie zou willen noemen.'

Edgar: 'Er zitten enige anomalieën in de markt. Sommige direct lenders, die niet in staat zijn in het middensegment te investeren, maken gebruik van leverage. Hierdoor is het moeilijk om een liquiditeitspremie te voorspellen. Wij beoordelen de risicopremie voor elke deal op individuele basis.'

Moller: 'Je kunt het inderdaad niet over een illiquideitspremie hebben als je gebruikmaakt van leverage. Dat heeft geen zin.'

Von Saher: 'Het is heel moeilijk om een onderscheid te maken tussen de illiquideitspremie en de premie voor het waarschijnlijk hogere kredietrisico.'

Almeloo: 'Als je illiquide beleggingen aanhoudt, en je bent min of meer gedwongen die de hele looptijd aan te houden, verlang je daarvoor een compensatie in de vorm van een premie. Wij willen graag de illiquideitspremie incasseren, maar die moet voldoende groot zijn. De meeste deals die we gedaan hebben in direct lending zijn ongeveer tachtig basispunten hoger dan bijvoorbeeld triple-B obligaties.'



Braams: 'Wat je goed in gedachten moet houden, is dat het nooit - om die vergelijking te gebruiken - om precies dezelfde dieren gaat. Een double-B high yield obligatie met zes keer leverage, covenant-lite, is niet te vergelijken met een double-B obligatie van een middelgroot familiebedrijf, covenant heavy.'

Almeloo: 'Wij proberen te kijken naar zaken die min of meer vergelijkbaar zijn. In het triple-B universum is daar veel van te zien.'

Moller: 'Als wij asset classes in ons mezzanine-universum vergelijken, vergelijken we die met high yield. High yield bonds zijn over het algemeen unsecured en voor ons is een mezzanine-lening dat ook. Voor de overstap van high yield naar mezzanine mag je een behoorlijke vergoeding verwachten, bij ons meer dan vijfhonderd basispunten. Bij direct lending gaat het wel om leningen met onderpand en daar gebruiken we de Credit Suisse Leveraged Loan Index als maatstaf. Als je die vergelijking maakt, heb je in feite een illiquideitspremie en een new issue premie. Je verdient meer met het verhandelen van de obligatie in de secundaire markt dan bij een nieuwe uitgifte. Een van de redenen waarom verzekeraars in de Verenigde Staten en in toenemende mate ook in Europa van dat platform gebruikmaken, is dat zij inzien dat het aantrekkelijk is een buy-and-hold belegger te zijn en daarvoor betaald te krijgen in het direct lending universum. Ik denk dat dit over een jaar of twintig een kernactiviteit van elke grote institutionele belegger in Europa zal zijn.'

Hoe structureer je een loans en direct lending beleggingsportefeuille?

Ruis: 'Vanuit een risicoperspectief beschouwen we direct lending als iets tussen aandelen en investment grade obligaties in. Toen wij eind 2012, begin 2013 begonnen met beleggen, wilde het bestuur het risico reduceren door meer in fixed income te investeren in plaats van in aandelen. Maar het rendement van fixed income was te laag om op de lange termijn aan de verplichtingen te voldoen, dus kwamen we op de gedachte te beleggen in loans en direct lending, als een alternatief voor high yield maar met minder risico.'

> **Karsten Moller** is Managing Director bij Highbridge Principal Strategies (HPS). Voordat hij in dienst trad bij HPS in 2011, was hij Executive Vice President bij de Securities Industry en Financial Markets Association (SIFMA) in Londen. Hiervoor was hij Managing Director en Partner bij Goldman Sachs & Co. waar hij 15 jaar werkzaam is geweest en zijn laatste rol vervulde als Co-Head van de Capital Structure Group in Investment Banking te Londen. Voordat Moller bij Goldman Sachs in dienst trad, was hij werkzaam bij Merrill Lynch binnen de divisie Debt Capital Markets en bij JPMorgan in International Financial Management. Moller heeft zijn BA en MS behaald aan de Universiteit van Kopenhagen en zijn MBA aan de Wharton Graduate School.



Von Saher: 'Ongeveer de helft van de high yield markt is double B. Daartoe behoren grotere ondernemingen; sommige zijn te hard afgestraft en zijn de mogelijke winnaars van morgen. Het risico van direct lending is over het algemeen significant lager, maar dat geldt niet voor het kleine uiteinde, wat juist een hoger risico heeft dan high yield. Dat zou je moeten vergelijken met mezzanine-leningen.'

Edgar: 'Een portefeuille met liquide en directe leningen zal gedreven worden door de wensen van de belegger, samen met onze visie op marktrisico en de beloning daarvoor. Direct lending investeringen hebben ook een plaats in een multi credit portefeuille omdat de lage volatiliteit een positieve impact heeft op sommige risicomaatstaven.'

Hoe eenvoudig of moeilijk is het om een grote, goed gespreide portefeuille op te bouwen? Als je met name focust op het hoogste segment is dat waarschijnlijk lastig.

Almeloo: 'Het is niet onmogelijk, maar als je selectief wilt zijn is het duidelijk dat het aanzienlijk meer tijd kost zo'n portefeuille op te bouwen dan een portefeuille in het liquide universum.'

Hoe lang zou het duren om honderd miljoen dollar in een direct lending portefeuille onder te brengen?

Almeloo: 'Als je een enigszins gediversifieerde portefeuille op het oog hebt met op zijn minst zo'n twintig tot dertig producten, kost dat zeker een jaar.'

Von Saher: 'Dat kan inderdaad lang duren. Je moet ook bereid zijn om, als zich geen goede opportuniteiten voordoen, bijvoorbeeld een jaar te wachten tot zich weer mogelijkheden aandienen. Daarvoor heb je wel een groot team nodig.'

Braams: 'Onze beleggingsperiode is drie jaar, dus je kunt bij wijze van spreken nee zeggen voor een, twee jaar. Ik denk dat goed gediversifieerde portefeuilles zeker dertig tot vijftig namen moeten tellen.'

Edgar: 'Het geheim voor succes in direct lending in Europa is lokale toegang. Wij hebben een zich permanent ontwikkelende pijplijn. Omdat we in staat zijn 250 miljoen euro in één deal te doen, geloven we dat we meer toegang hebben tot kansen dan de meeste spelers. Aan de liquide kant van de business hebben we een programma waarin we leningen 'warehousen' dat groter is dan honderd miljoen euro voor bestaande en toekomstige klanten. Dit is een manier om negatieve J-curve effecten te mitigeren.'

> **Irene Ruis-Sijstermans** is sinds 2006 Senior Investment Manager bij Appolaris (uitvoeringsorganisatie van Pensioenfonds Medewerkers Apotheken, PMA). Ze is verantwoordelijk voor de beleggingsstrategie, selectie van externe managers, asset allocatie en het beheer van de interne staatsportefeuille. Hiervoor was Ruis-Sijstermans gedurende bijna 12 jaar Portfolio Manager Fixed Income bij SPF Beheer (uitvoeringsorganisatie van het Spoorwegpensioenfonds). Ze heeft Economie gestudeerd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en heeft de VBA-opleiding gevolgd. Ze heeft twee beleggingsfondsen geselecteerd bij PMA en de onderhandse leningen portefeuille bij SPF.





> **Michiel von Saher**, Managing Director, is sinds 2005 Hoofd European Credit Research bij PGIM Fixed Income in Londen. Voorheen werkte hij zes jaar bij NIBC in Londen, meest recentelijk als Hoofd Mezzanine Financieringen, waar hij verantwoordelijk was voor het arrangeren van mezzanine-leningen voor Europese middelgrote bedrijven en het investeren in gesyndiceerde mezzanine-leningen. Tussen 1994 en 1999 bekleedde Von Saher diverse functies bij MeesPierson/Fortis in acquisitiefinanciering en corporate banking, zowel in Rotterdam als in Londen. Von Saher heeft Economie gestudeerd aan de Universiteit van Amsterdam.

Wat valt er over de structuur te zeggen?

Ruis: 'Wij kennen op het gebied van loans en direct lending twee soorten beleggingen. Ten eerste een fonds, gerund door een van de grootste asset managers, waar meer liquide Europese leveraged leningen in zitten. Verder beleggen we in een direct lending strategie, die is opgezet door een private equity partij.'

Blanchoz: 'Wij proberen een fonds te structureren met ongeveer honderd namen. Dat kost inderdaad veel tijd en

Pensioenfondsen zijn op zoek naar rendement, dus als de rente zo laag blijft als nu het geval is, zullen zij zeker in deze categorie gaan beleggen.

moeite, onder andere door allerlei fiscale voorschriften in de verschillende landen, maar het is te doen.'

Moller: 'Voor internationale beleggers is beleggen in direct lending in de Verenigde Staten heel gecompliceerd. Je moet je afvragen of de rendementen dat rechtvaardigen. Wij doen direct lending zowel in de Verenigde Staten als Europa.'

Is loans en direct lending een groeiende beleggingscategorie en zullen Nederlandse pensioenfondsen daarin meer gaan beleggen?

Ruis: 'Ja, ik zie het zeker als een groeiende beleggingscategorie. Pensioenfondsen zijn op zoek naar rendement, dus als de rente zo laag blijft als nu het geval is, zullen zij zeker in deze categorie gaan beleggen. Bij ons heeft het overigens wel enige tijd geduurd voordat het bestuur ervan overtuigd was dat het om een interessante beleggingscategorie gaat. Het is echter in essentie eenvoudig: je verstrekt leningen aan bedrijven. Het verschilt daarin niet wezenlijk van beleggen in bedrijfsobligaties.'

CONCLUSIE

Er bestaat geen eenduidige definitie van direct lending. De een noemt elke lening die zonder intermediairs tot stand komt direct lending, de ander vindt het een activiteit die plaatsvindt buiten het bankensysteem. Elke directe lening is op maat gemaakt, waardoor standaardisatie ontbreekt. In het direct lending universum zijn convenanten noodzakelijk omdat anders het risico niet te managen is. Direct lending is een belangrijke bron van financiering voor kleine en middelgrote Europese bedrijven. De meeste grote ondernemingen financieren zich over het algemeen in de liquide obligatiemarkten. De verwachting is dat direct lending in Nederland zeker zal groeien omdat veel banken al tegen hun

zogenoemde concentratieniveaus aanzitten. De risicopremie voor een belegging in direct lending wordt doorgaans voor elke deal op individuele basis beoordeeld. Het is moeilijk een onderscheid te maken tussen de illiquiditeitspremie en de premie voor het waarschijnlijk hogere kredietrisico. Vanuit risicoperspectief wordt direct lending beschouwd als iets tussen aandelen en investment grade obligaties in; als een alternatief voor high yield, maar met minder risico. Voor het onderbrengen van bijvoorbeeld honderd miljoen dollar in een direct lending portefeuille heb je zeker een jaar nodig als het om een enigszins gediversifieerde portefeuille met op zijn minst twintig tot dertig namen gaat.