Private credit is een permanente allocatie geworden

Door *Hans Amesz* Fotografie *Cor Salverius Fotografie*



Private credit kan in iedere beleggingsportefeuille een rol spelen, want wie heeft er geen behoefte aan stabiele, regelmatig terugkerende rente-inkomsten? Private credit kan bovendien bijdragen aan de diversificatie van de totale portefeuille, wat in de toekomst een belangrijk voordeel kan zijn.

Wat betekent het wanneer private credit een kernallocatie wordt binnen een institutionele portefeuille?

Henk Jan van Zoelen: 'Dat betekent dat private credit structureel wordt opgenomen in de asset allocatie van bijvoorbeeld pensioenfondsen. Wij kijken daarbij altijd naar de verhouding met de publieke markten: private credit als private variant binnen de bredere debt-allocatie.'

George Konings: 'Vanuit het perspectief van een manager betekent het ook dat je een stabiele bron van funding hebt. Voor ons als industrie helpt dat om te blijven investeren in private credit-teams en proposities. Uiteindelijk komt dit de kwaliteit van de industrie ten goede.'

Misja Perquin: 'Direct lending speelt natuurlijk een grote rol, maar private credit is veel breder dan dat. Je hebt bijvoorbeeld emerging markets debt, real estate credit, infrastructure debt en andere vormen van private debt. Naast het brede scala aan alternatieven op private markets kan private credit daadwerkelijk een kernonderdeel van de portefeuille worden wanneer beleggers zorgen voor passende governance, een passende portefeuilleopbouw en onafhankelijk risicotoezicht rondom de asset class.'

Geert Brulot: 'Private credit als core asset betekent dat het meer draait om voorspelbaar inkomen dan om een high-yield trade. Dat laatste was misschien tien jaar geleden het geval, toen private credit nog veel meer als een opportunistische belegging werd gezien.'

Mark Gibbard: 'Dat klopt. De allocatie is inmiddels permanent geworden en wordt ook structureel gebenchmarkt. Het is niet meer alleen een opportunistische allocatie. Nu kijken investeerders veel breder.'

Kristine Damkjaer: 'Private credit kan ook een diversificerende bijdrage leveren aan de totale portefeuille. Dat is wat mij betreft een belangrijk element voor de toekomst.'

Peter Lockhead: 'Uiteindelijk heeft iedere portefeuille behoefte aan iets als private credit. Je gaat natuurlijk niet al je assets in private credit stoppen, maar het is een portfolio player. Wie heeft er geen behoefte aan een regelmatig terugkerend, stabiel rente-inkomen?'

Is het voor beleggers zinvol om binnen een portefeuille middelen toe te wijzen aan meer op nichemarkten gerichte mandaten voor private debt?

Konings: 'Voor mij hangt het af van de omvang van de totale private debt-allocatie en de voorkeur van de belegger. Een nichestrategie kan complementair zijn binnen een bredere portefeuille, maar het kan een belegger ook de mogelijkheid bieden te beleggen in een bepaalde regio of sectoren waarmee een connectie bestaat.'

Luc Toren: 'Het hangt ook af van de rol die je private credit in de portefeuille geeft. Gebruik je het als diversifier of risicoreducerende belegging, of juist als return enhancer?'

Niels Kleijn: 'Private debt kent een groot aantal mogelijke financieringskansen in verschillende sectoren en risicocategorieën, en er wordt daarnaast veelal bilateraal over onderhandeld. Dit maakt private debt geschikt om verschillende strategieën te ontwikkelen voor een kernallocatie, maar ook specifiekere strategieën gericht op een bepaalde risicocategorie of met bepaalde wensen, zoals op ESG-gebied.'

>

Voorzitter:

Aida Giniyatullina,
NN Group

Deelnemers:

Geert Brulot,
BNPP AM Alts – CAPZA Private Debt
Kirstine Damkjaer,
ILX
Mark Gibbard,
DRC Savills Investment Management
Niels Kleijn,
Allianz Global Investors
George Konings,
Aegon Asset Management
Peter Lockhead,
ICG
Misja Perquin,
Achmea Investment Management
Stijn Pijpe,
Arcmont Asset Management
Luc Toren,
Wealth Management Partners
Henk Jan van Zoelen,
Montae & Partners



VOORZITTER

Aida Giniyatullina

Aida Giniyatullina is sinds 2018 Senior Portfolio Manager bij NN Group Investment Office. Zij is verantwoordelijk voor private debt-beleggingen voor de verzekeringsactiviteiten, met een focus op directe leningen en fondsinvesteringen in corporate en infra debt in Europa. Eerder bekleedde zij functies bij onder meer ABN AMRO en Royal Bank of Scotland. Zij studeerde International Financial Economics aan de Universiteit van Amsterdam.



Geert Brulot

Geert Brulot is Partner bij CAPZA Private Debt en verantwoordelijk voor het Benelux-kantoor gevestigd in Amsterdam. Voordat hij in 2022 bij CAPZA in dienst trad, vervulde hij diverse rollen binnen ING Leveraged Finance. Hier was hij verantwoordelijk voor het initiëren, structureren en uitvoeren van financieringstransacties in Nederland. Brulot behaalde een Master-diploma in Business Administration aan de Erasmus Universeit Rotterdam.



Kirstine Damkjaer

Kirstine Damkjaer is CIO bij ILX, een ervaren bestuurder en expert in investerings- en ontwikkelingsfinanciering, met meer dan 25 jaar internationale ervaring. Ze bekleedde senior-functies bij onder meer UNOPS, EKF, IFC en de Wereldbank. Daarnaast was ze voorzitter en commissaris bij diverse financiële en industriële instellingen. Damkjaer is afgestudeerd aan de Universiteit van Aarhus.



Mark Gibbard

Mark Gibbard beschikt over meer dan 15 jaar ervaring in vastgoed en structured finance en is als Principal verantwoordelijk voor Origination en Transaction Management bij DRC Savills Investment Management. Voor zijn overstap naar dit bedrijf in 2014 werkte hij als Analist binnen het Real Estate Structured Finance-team van HSBC Bank. Gibbard behaalde een masterdiploma in Chemical Engineering aan de University of Edinburgh.



Niels Kleijn

Niels Kleijn geeft als Hoofdportefeuillebeheerder leiding aan de Private Credit-activiteiten van Allianz Global Investors voor de Benelux. Hij trad daar begin 2025 in dienst en is sinds 2008 actief op de Benelux-kredietmarkt. Kleijn begon zijn carrière bij ING, waar hij bijna 15 jaar werkzaam was, voordat hij bij DWS in dienst trad als Head of Benelux Direct Lending.



George Konings

George Konings is Investment Manager binnen het European Direct Lending-team van Aegon Asset Management. Sinds zijn komst in 2020 richt hij zich op directe kredietverstrekking aan Europese bedrijven. Daarvoor werkte hij ruim zeven jaar bij Rabobank. Konings behaalde twee LL.M.-graden aan de Universiteit Leiden – in Publiek Internationaal Recht en Ondernemingsrecht – en een Executive MBA aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.



Peter Lockhead

Peter Lockhead is Co-Head Direct Lending bij ICG. Voordat hij daar in dienst kwam, richtte hij in 2012 de Europese Direct Lending-activiteiten op voor Avenue Capital, waar hij Portefeuillemanager was. Daarvoor was hij Head of Sponsor Leveraged Finance bij Bank of America Merrill Lynch. Lockhead bekleedde ook functies op het gebied van leveraged finance, sponsor coverage en acquisitiefinanciering bij Barclays Capital en NatWest Markets.



Misja Perquin

Misja Perquin werkt sinds 2026 bij Achmea Investment Management, waar hij verantwoordelijk is voor het verder uitbouwen van het Alternative Credit-platform en het ontwikkelen van schaalbare beleggingsoplossingen voor institutionele klanten. Hij heeft meer dan 20 jaar ervaring, met expertise in verzekeraarsbalansen, ALM en fixed income. Eerder vervulde Perquin senior-rollen bij Athora Netherlands, VIVAT, ACTIAM en Brand New Day.



Stijn Pijpe

Stijn Pijpe trad in december 2025 in dienst bij Arcmont Asset Management als Vice President. Daarvoor werkte hij drie jaar bij Ares Management, waar hij zich richtte op de mid-market leveraged finance-markt in de Benelux. Voor zijn tijd bij Ares werkte Pijpe twee jaar binnen het Acquisition & Leveraged Finance-team van Nomura in Londen.



Luc Toren

Luc Toren is Senior Fund Manager Private Markets bij Wealth Management Partners. Sinds 2020 is hij verantwoordelijk voor de selectie, due diligence en monitoring van private debt, infrastructuur en vastgoedinvesteringen. Eerder werkte hij ruim zes jaar als Fund Manager bij a.s.r. real assets. Toren studeerde Bedrijfseconomie aan de Universiteit van Amsterdam en Real Estate Management & Development aan de Technische Universiteit Eindhoven.



Henk Jan van Zoelen

Henk Jan van Zoelen werkt sinds 2025 bij Montae & Partners als Senior Investment Consultant en beschikt over ruim 25 jaar ervaring in institutioneel vermogensbeheer. Hij adviseert besturen en beleggingscommissies over beleggingsbeleid, portefeuilleinrichting en governance. Daarvoor vervulde Van Zoelen diverse rollen, waaronder die van teamleider Fiduciary Partners bij Blue Sky Group en hoofd van het Benelux-team bij PIMCO Europe in Londen.

Zouden jullie die nichestrategieën daadwerkelijk als diversifiers zien, of eerder als return enhancers? Of zijn al die nieuwe, meer gestructureerde strategieën uiteindelijk vooral complexity enhancers?

Perquin: 'Het zijn complexity enhancers. Maar er zijn ook manieren waarop ze daadwerkelijk diversificatie kunnen toevoegen. Corporate lending heeft bijvoorbeeld een relatief hoge correlatie met de high-yieldmarkt. De asset classes waar we het nu over hebben, kunnen een lagere correlatie hebben. Vanuit portefeuilleperspectief voegen ze daarmee diversificatie toe. We beschouwen nichestrategieën steeds meer als bouwstenen binnen een breder platform voor alternatieve kredieten, waar institutionele beleggers zoals wij gespecialiseerde kredietverstrekking combineren met gecentraliseerd bestuur, risicobeheer en portefeuilleopbouw.'

Van Zoelen: 'Een ander aspect is dat veel Nederlandse pensioenfondsen impact willen maken met hun portefeuille. Private credit biedt daar relatief veel mogelijkheden voor. Daardoor hoeft het voor die beleggers niet altijd logisch te zijn om zo breed mogelijk te investeren. Ze kunnen er bijvoorbeeld voor kiezen om hun investeringen te richten op specifieke gebieden, zoals Europa of emerging markets, afhankelijk van hun impactdoelstellingen. Dan heb je inderdaad een meer niche-achtige strategie nodig om aan die impactdoelstellingen invulling te geven.'

Stijn Pijpe: 'Wij hebben een dedicated impactstrategie opgezet en merken daar momenteel een sterke belangstelling voor. Nu bestaat onze investor base voornamelijk uit Nederlandse beleggers en richten we ons vooral op Nederlandse investeringen. Maar we verwachten dat dit soort strategieën zich op termijn verder kunnen ontwikkelen richting een core allocatie in Europa.'

Krijgen dit soort nichestrategieën een steeds prominentere plek binnen de kernallocaties van institutionele portefeuilles?

Lockhead: 'Als we over niches praten, denk ik altijd: dit klinkt als extra risico. Maar als je het terugbrengt naar de basis – lending, discounting, receivables, stock financing – en je doet dat in jurisdicties met een solide rechtsstaat, dan wordt het een ander verhaal. Emerging markets maken mij bijvoorbeeld altijd wat voorzichtiger, maar nogmaals: als managers ervaring hebben, waarom dan niet?'

> 'Private credit als core asset betekent dat het meer draait om voorspelbaar inkomen dan om een high-yield trade.'

Perquin: 'Het blijft uiteindelijk fundamenteel krediet. Daarom moet je beginnen met de vraag: wat is mijn route om mijn geld terug te krijgen? Er zijn veel sectoren die niche worden genoemd omdat ze specialistisch zijn, maar niet noodzakelijk omdat er weinig geld of vraag in die markt is.'

Konings: 'Voor mij betekent niche ook dat een markt minder crowded is. Als er minder concurrentie op een markt is, kan je betere voorwaarden krijgen. Die moeten de eventuele additionele risico's voldoende compenseren.'

Gibbard: 'Voor mij is een van de strategische redenen waarom beleggers een nichestrategie (zoals real estate credit) zouden moeten overwegen, dat dit een gebied kan zijn waar je als beheerder alpha kunt genereren in plaats van alleen maar beta. Je kunt daar daadwerkelijk gedurende een bepaalde periode alpha genereren.'

Damkjaer: 'Een grote categorie binnen private credit die we nog onvoldoende in portefeuilles terugzien, is global emerging markets. Gezien het risico-rendementsprofiel denk ik dat die veel meer onderdeel van de portefeuille zou kunnen zijn. Het idee dat emerging markets per definitie risicovoller zijn dan ontwikkelde landen, zou ik willen betwisten. Er is sprake van informatieasymmetrie. Er is een verschil tussen hoe risico wordt gepercipieerd en hoe het risico in de praktijk uitpakt. Historische data laten zien dat wanneer je samen met >

multilaterale ontwikkelingsbanken investeert in bepaalde typen portefeuilles, het risicoprofiel lager kan liggen dan dat van vergelijkbare beleggingen in ontwikkelde markten, terwijl de rendementen vergelijkbaar kunnen zijn. Er zijn premies te behalen als je daadwerkelijk de kennis en expertise hebt om de juiste assets te selecteren. Bovendien kan, vanuit mijn perspectief, één euro in emerging markets aanzienlijk meer impact hebben dan op veel andere plekken.'

'Je ziet absoluut een erosie van covenants en meer covenant-lite lending. Maar het hangt sterk af van welk deel van de markt je bedient.'

Kan private credit, binnen de huidige structuren, werkelijk worden gedemocratiseerd voor retailbeleggers?

Lockhead: 'Ik denk dat er ruimte is voor retail, maar dat de sector nog volwassen moet worden. Er moet meer volwassenheid komen in de relatie tussen GP en private LP. Op dit moment is die nog te veel in het voordeel van de GP.'

Toren: 'Als LP denk ik dat je de toegang tot private credit kunt democratiseren, maar je kunt de illiquiditeit van de onderliggende assets niet democratiseren door simpelweg een andere wrapper te gebruiken. Je moet vooraf heel duidelijk zijn tegenover klanten en LP's over hoe lang het realistisch gezien duurt voordat zij hun geld terug kunnen krijgen. Vanwege de alignment tussen investeerder en manager is het closed-end model in veel gevallen aantrekkelijker, ook nog steeds voor direct lending.'

Brulot: 'Het bedienen van particuliere beleggers brengt extra complexiteit met zich mee voor het fondsbeheer, onder meer door het zorgvuldig managen van liquiditeit en uitstroomrisico's. Tegelijkertijd blijft de vraag groeien en wordt de markt steeds volwassener en beter gestructureerd.'

'Private debt kent een groot aantal mogelijke financieringskansen in verschillende sectoren en risicocategorieën.'

Kleijn: 'Wij hebben een product ontwikkeld specifiek voor particulieren in Frankrijk. Daar is relatief veel pensioengeld dat mensen zelf beleggen en dat via de verzekeringskanalen wordt aangeboden. Bij het ontwikkelen van dit product hebben we naar verschillende problemen gekeken. Een daarvan is concentratie: met een groot aantal leningen zorgt het product voor een goede spreiding. Het tweede punt is waardering. Het derde punt is liquiditeit. Ook daarbij is belangrijk dat je beleggers goed informeert over de 'gating'-beperkingen, maar dat je daarnaast een oplossing biedt. Wij hebben bijvoorbeeld duidelijk gemaakt dat het geld in de eerste periode in het product moet blijven, juist om te voorkomen dat je te afhankelijk wordt van funding en liquiditeit. Daarna kan het worden opgenomen binnen bepaalde kaders, waarbij een deel van de liquiditeit in het fonds zit en een deel van de liquiditeit verstrekt wordt buiten het fonds door de verzekeringspartner tussen de 'gating'-periodes in.'

Pijpe: 'Wat betreft het tweede punt, over waarderingen, hebben we inderdaad gevallen gezien waarin bepaalde leningen in de Verenigde Staten sterk in waarde zijn gedaald. Tegelijkertijd hebben wij soms het gevoel dat journalisten bepaalde ontwikkelingen misschien wat overdrijven. Het punt is dat het niet altijd duidelijk is wat er daadwerkelijk gebeurt en wat er vervolgens in de media over wordt gezegd. Een en ander heeft veel paniek in de markt veroorzaakt. Onze eigen portefeuille laat nog steeds groei en winstgevendheid zien. Over het algemeen blijft de onderliggende performance van de bedrijven in portefeuille behoorlijk robuust.'

Waar zien jullie momenteel de meest aantrekkelijke, voor risico gecorrigeerde kansen op het gebied van private credit? En welke sectoren zijn juist overvol?

Damkjaer: 'Ik wil emerging markets onder de aandacht brengen, omdat ik echt

denk dat ze diversificatie kunnen bieden. Er zijn drie sterke thema's binnen emerging markets. Ten eerste is er de structurele disbalans die zorgt voor een premie wanneer je in emerging markets investeert. Een tweede thema is alles wat met de energietransitie in emerging markets te maken heeft. Ten derde is er de corporate sector, waar financiële inclusie en voedselzekerheid in emerging markets een rol spelen.'

Kleijn: 'Wij zien veel interessante kansen in de Europese private credit-markt, inclusief een aantrekkelijke illiquiditeitspremie ten opzichte van liquide markten. We benadrukken bij onze klanten dat het belangrijk is om een gediversificeerde portefeuille op te bouwen en niet uitsluitend op tech, software of bijvoorbeeld blue-collar-bedrijven te focussen. Wij houden daarom een breed gespreide portefeuille in onze fondsen aan.'

Konings: 'Wij kijken onder meer naar bedrijven en sectoren die producten of diensten leveren die essentieel zijn voor hun eindklanten, of die slechts een klein onderdeel van de kosten van hun eindklanten vormen. Dat soort bedrijven is doorgaans beter in staat om prijsstijgingen door te berekenen. Daarnaast kijken we nu nog nadrukkelijker naar het eigenaarschap van de onderneming. Is de equity commitment groot genoeg? Hebben de aandeelhouders ervaring met het managen van een bedrijf in een neergaande cyclus? Relevante ervaring en het commitment van de aandeelhouder kunnen bepalende factoren zijn in de risicoafweging.'

Toren: 'Bij credit moet je ervan uitgaan dat je in het beste geval je geld terugkrijgt, inclusief de opgebouwde rente. Dat is op zichzelf al een reden om altijd streng te blijven op de kwaliteit van de ondernemingen waaraan je uitleent. Historisch gezien ondergaan sectoren met bovengemiddelde activiteit in de daaropvolgende jaren een correctie. Dat zag je met healthcare en software gebeuren, maar dat wil niet zeggen dat je de hele sector moet mijden.'

Gibbard: 'Wat betreft het meest aantrekkelijke risicogecorrigeerde rendement ben ik van mening dat dit te vinden is in gedekte, origination-intensieve kredietverlening aan het middensegment van de markt, waarbij leningen worden gedekt door assets van hoge kwaliteit.'

'Het blijft uiteindelijk fundamenteel krediet. Daarom moet je beginnen met de vraag: wat is mijn route om mijn geld terug te krijgen?'

Brulot: 'De verwachtingen van klanten zijn, denk ik, veranderd. Het gaat minder om het najagen van de hoogste yield en meer om kapitaalbehoud, ervoor zorgen dat je je geld terugkrijgt en dat je gedurende de volledige investeringscyclus kunt rekenen op stabiele en terugkerende inkomsten.'

Perquin: 'De industrie evolueert van de traditionele selectie van managers naar op partnerschappen gebaseerde ecosystemen. Naar mijn mening zijn institutionele beleggers steeds meer op zoek naar gespecialiseerde origination-capaciteiten in combinatie met onafhankelijk bestuur, portefeuilleopbouw, toezicht op waarderingen en risicobeheer. Ik geloof dat binnen de sector van de directe kredietverlening de meest aantrekkelijke kansen nog steeds in het lagere middensegment liggen. Dat segment biedt nog steeds strengere documentatie, strakkere convenanten en aantrekkelijkere netto risicogecorrigeerde rendementen.'

Van Zoelen: 'Veel vergoedingsstructuren kunnen managers juist stimuleren om agressiever te worden. Maar dat is in een markt en cyclus zoals we die nu zien, misschien niet de juiste richting. Het is daarom belangrijk om bij het opzetten van fondsen goed te kijken naar de feestructuur en naar de incentives die je managers geeft.'

Kleijn: 'We kijken heel zorgvuldig naar leverage. We willen op dit moment niet te hoog leveragen, juist omdat er >

verschillende onzekerheden zijn. Ons gemiddelde van ongeveer vier keer leverage is een niveau waarmee je meer ruimte hebt om onzekerheden op te vangen.'

Damkjaer: 'Het is aan ons als investment managers om transparantie te creëren, om fees en returns inzichtelijk te maken, en om duidelijk te delen hoe we tot bepaalde cijfers komen. Allocators moeten kunnen beoordelen en controleren waar rendementen vandaan komen.'

Pijpe: 'Vertrouwen bouw je niet van de ene op de andere dag op. Vertrouwen ontstaat door een lang trackrecord. Door te laten zien dat je verschillende cycli en downturns hebt meegemaakt en vervolgens nog steeds hebt gedaan wat je vooraf had gezegd. Dat mag niet worden onderschat.'

Hoe moeten beleggers de transparantie en tastbaarheid van real estate debt – met hard assets als onderpand – afwegen tegen een markt die wordt gedomineerd door cashflow lending?

Gibbard: 'In de wereld van vastgoedkredieten krijg je jaarlijks (soms zelfs meerdere keren per jaar) een onafhankelijke taxatie van je assets door externe deskundigen. Het defensieve karakter van real estate credit houdt in dat je naast de kasstromen uit de onderliggende assets ook beschikt over zekerheden in de vorm van materiële assets (hypotheken). Als het bedrijfsplan niet verloopt zoals verwacht en de kasstromen afnemen, beschik je over real assets als onderpand om het herstel te ondersteunen. Wat mij betreft is dat het defensieve karakter van real estate credit en het belangrijkste kenmerk ervan. In wezen verstrek je een lening op basis van tastbare zekerheden die inkomsten genereren, maar die ook een onderliggende, onafhankelijk bevestigde waarde hebben.'

'Het idee dat emerging markets per definitie risicovoller zijn dan ontwikkelde landen, zou ik willen betwisten.'

Er is sprake van een groeiende secondary market. Is dit vooral een manier om snel liquiditeit te verkrijgen, of leveren secondaries daadwerkelijk alpha op door middel van selectie, rijping en informatievoordelen?

Toren: 'Wij kijken over het algemeen positief naar de ontwikkeling van private credit secondaries. Het is goed dat LP's die liquiditeit of uitkeringen nodig hebben daartoe een mogelijkheid hebben en dat GP's die een bestaande portefeuille van leningen beheren nieuw kapitaal kunnen aantrekken. Voor ons loopt de private credit-markt qua secondaries wel achter op de private equity secondaries-markt, maar hoe credit secondaries zich nu ontwikkelen, is positief voor de betrokken partijen.'

Kleijn: 'Als je een portefeuille goed kent, kun je beter beoordelen waarom een LP verkoopt. Misschien wil die LP simpelweg meer alloceren naar obligaties, equity of private equity. Dan is het belangrijk om te bepalen of dit tail-end risk is of gewoon een liquidity exercise. Hetzelfde geldt voor een GP. Als een GP aan het einde van de looptijd van een fonds een deel van de portefeuille wil verkopen, moet je weten of het nog steeds een goede portefeuille is of dat er sprake is van zwakke assets. Ervaring en geïnvesteerd zijn in veel fondsen vormen daarmee een groot voordeel.'

Lockhead: 'Je hebt informatie nodig. Maar hoe kan iemand op de secondary market echt voldoende informatie verzamelen wanneer je tientallen of misschien wel honderd namen moet analyseren? Ik denk daarom dat sommige secondaries momenteel wel te snel worden uitgevoerd. Maar ik vind de groei van secondaries een positieve ontwikkeling. Het geeft bestaande LP's de mogelijkheid om op het moment dat zij dat willen hun kapitaal sneller terug te krijgen. Er moet een Chinese wall tussen de primary en secondary business zitten, anders zullen partijen hun informatie niet delen.'

Toren: 'Bij evergreenfondsen zien wij ook dat secondaries worden gebruikt bij de

opbouw van een portefeuille. Als je een evergreenfonds opbouwt, assets tijdelijk op de balans houdt voorafgaand aan fundraising, of een bestaande portefeuille van leningen koopt, gebruik je dezelfde elementen als bij secondaries.'

Perquin: 'Wat doe je met de waardering van het fonds wanneer een positie op de secondary market tegen een grote korting wordt verkocht? Wat betekent dat voor de LP's die in het fonds blijven? Stel dat één LP verkoopt tegen 80% van NAV. Wat betekent dat voor de waardering van de belangen van de overige LP's?'

Van Zoelen: 'Je kent de omstandigheden van de verkoper niet. Misschien wilde die partij heel snel van de positie af. Als een partij maandenlang probeert te verkopen en uiteindelijk nog steeds een korting van 20% moet accepteren, is dat natuurlijk behoorlijk fors.'

Zijn institutionele beleggers de afgelopen jaren te veel gefocust geraakt op liquiditeit en offeren ze daardoor hun rendement op de lange termijn op?

Perquin: 'Pensioenfondsen hechten nog steeds veel waarde aan de liquiditeit op de publieke markt, ook al heeft een aanzienlijk deel van hun verplichtingen een zeer lange looptijd. Er blijft een sterke overtuiging bestaan dat een groot deel van de strategische allocatie liquide moet zijn. Dat roept vragen op, die beantwoord moeten worden.'

Lockhead: 'Het verschilt per belegger. Wij hebben bijvoorbeeld grote mandaten van pensioenfondsen die zeggen: geef ons het geld niet terug. Houd de rente vast en herinvesteer die. Andere investeerders zeggen juist: als we de mogelijkheid krijgen om eruit te stappen, willen we dat geld misschien ergens anders inzetten.'

Van Zoelen: 'Er is nu sprake van een grote transitie met de Wtp in Nederland, waardoor de totale asset allocatie behoorlijk verandert. Als de Wtp-transitie is afgerond en alles wat meer is gestabiliseerd, verwacht ik dat er meer ruimte ontstaat voor illiquiditeit. Mensen moeten zich eerst comfortabeler voelen met het nieuwe systeem en met de stabiliteit van de returnportfolio en de matching-portfolio.'

'Als er minder concurrentie op een markt is, kan je betere voorwaarden krijgen. Dit moet de eventuele additionele risico's voldoende compenseren.'

Hoe hebben de lending standards zich de afgelopen drie jaar ontwikkeld nu we zo sterk zijn gefocust op yields en spreads? Worden investeerders nog voldoende gecompenseerd voor het risico dat ze nemen?

Van Zoelen: 'Gezien de populariteit en de inflows in de asset class en de kredietcyclus waarin we hebben gezeten, denk ik dat het voor beleggers steeds moeilijker wordt om de onderliggende convenanten, lending standards en leverage goed te beoordelen. Zijn die standaarden aan het verslechteren om hogere yields te kunnen bieden, of om dezelfde yields te kunnen bieden als vroeger? Of zijn de voorwaarden nog steeds vergelijkbaar met wat ze altijd zijn geweest?'

Lockhead: 'De documentation standards zijn verslechterd. Dat is geleidelijk gegaan en in de afgelopen drie tot vijf jaar misschien zelfs versneld. Dat is teleurstellend. Je hebt mensen nodig die bereid zijn vast te houden aan bepaalde standaarden.'

Damkjaer: 'Ik werk al dertig jaar in emerging markets en heb verschillende cycli meegemaakt. Zij hebben structureel meer dan tien convenanten. Sterker nog, ik zou zeggen dat het aantal juist is toegenomen. We zijn steeds meer bezig met impact en sustainability, en die onderwerpen worden inmiddels ook in convenanten vastgelegd. We zien dat niet alleen als iets positiefs vanuit maatschappelijk perspectief, maar ook als risicobeperking. Ik denk dat de huidige omgeving ons stimuleert om de documentatie nog beter te maken.' >

Gibbard: 'Je ziet absoluut een erosie van convenanten en meer covenant-lite lending. Maar het hangt sterk af van welk deel van de markt je bedient. In large cap zijn grote sponsors al langere tijd covenant-lite. In de wereld van real estate credit zijn dezelfde kenmerken waarneembaar bij leningen van meer dan circa honderdvijftig miljoen euro. In het middensegment (minder dan honderdvijftig miljoen euro) zie je echter een ander beeld: bij veruit de meeste leningen blijven er voorwaarden en garantiepakketten van kracht. Over het geheel genomen is de markt aanzienlijk veranderd, maar vooral bij een beperkt aantal sponsoren en segmenten.'

Brulot: 'Onze volledige portefeuille bevat maintenance covenants. Dat is een bewuste keuze. In de mid-market en lower mid-market zijn er vaak meer mogelijkheden om over dergelijke convenanten te onderhandelen. Daarnaast hanteren we een gedisciplineerde aanpak ten aanzien van EBITDA-aanpassingen en uitzonderingen, omdat convenantbescherming alleen waarde heeft wanneer deze is gebaseerd op een prudente en transparante winstmaatstaf.'

Pijpe: 'De langetermijntrend is zeker borrower-friendly geworden. Op een gegeven moment moet je echter een grens trekken en dat kan betekenen dat je een deal verliest. Aan de andere kant zijn er periodes, bijvoorbeeld tijdens COVID-19 of wanneer de bredere kapitaalmarkten gesloten zijn, waarin er juist aantrekkelijke kansen ontstaan.'

Kleijn: 'Als de kapitaalmarkt covenant-lite is, kun je niet verwachten dat je als private lender veel betere voorwaarden kunt afdwingen bij bedrijven van die grootte. Je kunt kiezen voor een strategie zoals emerging markets, waar kredietanalyse veel belangrijker is en je meer onderhandelingsmacht hebt. Of je zit in het midden, zoals bij core mid-market. Daar kun je, afhankelijk van de omvang van het bedrijf en de geografische locatie, nog steeds maintenance covenants en betekenisvolle beperkingen op leverage en indebtedness krijgen. Ook binnen Europa zijn er grote verschillen. Als we bijvoorbeeld naar Nederland kijken, zien we een relatief kleine en conservatieve bankensector als je dat vergelijkt met Frankrijk, België of Duitsland. In Nederland zien we in de mid-market behoorlijk wat kansen waarbij leverage acceptabel is en we goede leverage covenants en beperkingen op indebtedness kunnen krijgen.'

'Je kunt de illiquiditeit van de onderliggende assets niet democratiseren door simpelweg een andere wrapper te gebruiken.'

Brulot: 'Wij zijn een middelgroot private credit-fonds en kunnen het ons daardoor permitteren selectief te zijn en alleen deals te kiezen die binnen onze strategie passen. We hebben bovendien een loyale en groeiende LP-base en zijn momenteel bezig met het ophalen van onze zevende vintage.'

Lockhead: 'Wij denken na over vier dingen. Ten eerste: wat is credit? Zorg dat je de juiste kredietrisico's in portefeuille hebt. Ten tweede: zorg dat de leverage klopt. Je moet het juiste niveau vinden. Ten derde kijken we naar de documentatie en ten vierde naar de spread. We zijn groot genoeg om een serieuze speler te zijn, maar niet groot genoeg om de markt te bewegen. Als de markt zegt dat iets 500 basispunten moet zijn in plaats van 550, dan is het 500. Voor ons zijn credit, leverage en documentatie belangrijker. Je wilt 's ochtends wakker worden en weten dat je nog steeds goed secured bent ten opzichte van de positie die je de avond ervoor hebt ingenomen. Pas daarna kijk je naar de yield. Als je de eerste drie dingen niet goed hebt gedaan, krijg je het rendement uiteindelijk ook niet.'

Konings: 'Een belangrijk punt bij de versoepeling van de documentatie is dat je de tijd moet nemen om te begrijpen wat een wijziging daadwerkelijk betekent. Leningdocumenten zijn inmiddels zo uitgebreid, dat je ook de onderlinge samenhang tussen verschillende baskets

moet begrijpen. Als je die goed begrijpt, kun je beoordelen hoeveel extra risico een bepaalde wijziging aan een transactie toevoegt. Als investeerder word je enerzijds betaald om kapitaal aan het werk te zetten, maar anderzijds ook om te begrijpen hoe je dat kapitaal inzet en wat er gebeurt als een bepaald scenario zich voordoet. Er is altijd een bepaalde mate van druk om geld te investeren, maar uiteindelijk verdien je geld door de juiste deals wel en de verkeerde deals niet aan te gaan. Kredietdiscipline moet leidend blijven.'

Zou er een industry standard moeten komen die door LP's en managers gezamenlijk wordt ontwikkeld?

Damkjaer: 'Ik denk dat we in emerging markets hebben laten zien dat het wel kan. De multilaterale ontwikkelingsbanken hebben bijvoorbeeld gezamenlijk meer dan vijfentwintig jaar data verzameld om precies die transparantie te creëren. Het is aan ons als sector om gezamenlijk tot meer transparantie en standaardisatie te komen. Anders verdienen we misschien niet het recht om private credit als een stabiele allocatie te positioneren.'

Perquin: 'Ik denk dat LP's, regelgeving en centrale banken de industrie uiteindelijk in deze richting zullen duwen. De hoeveelheid data die GP's tegenwoordig aan LP's moeten leveren, is enorm toegenomen. Dat helpt wel, maar transparantie alleen is niet voldoende. Institutionele beleggers hebben in toenemende mate behoefte aan gemeenschappelijke normen op het gebied van waarderingsmethodieken, definities van verliezen, rapportagesjablonen en portefeuilleanalyses. Anders kan private credit zich niet volledig ontwikkelen tot een kernbelegging.'

Kleijn: 'Als asset manager hebben wij een verantwoordelijkheid om transparant te zijn. We hebben bijvoorbeeld aparte definities ontwikkeld voor gerealiseerde en ongerealiseerde verliezen en leggen ook uit hoe we met waarderingen omgaan. Dat kost veel werk om goed uit te leggen, maar is belangrijk.'

'Ik denk dat er ruimte is voor retail, maar dat de sector nog volwassen moet worden. Er moet meer volwassenheid komen in de relatie tussen GP en private LP.'

Brulot: 'Recent zei een LP het volgende tegen mij: 'Ik wil het niet meer over loss rate hebben. Iedere GP die ik spreek, heeft een loss rate van minder dan tien basispunten'. Dat is frustrerend, omdat ik weet hoeveel werk onze teams steken in het laag houden van de loss rate en in het presenteren van transparantie en feitelijke berekeningen. Eigenlijk zou het een van de belangrijkste KPI's moeten zijn die je met elkaar bespreekt. Ik ben het er dus mee eens dat er een standaard moet komen. We moeten dezelfde aanpak hanteren, anders kunnen allocators ons niet goed vergelijken.'

Hoe zullen technologische ontwikkelingen, zoals AI, data-analyse en andere technologische innovaties het landschap van private credit de komende twee à drie jaar beïnvloeden?

Pijpe: 'Met behulp van AI kun je grote hoeveelheden data efficiënter verwerken. Historisch gezien was reporting bijvoorbeeld een proces waarbij mensen cijfers uit rapportages van bedrijven overnamen in onze eigen formats en daar vervolgens aanvullende informatie aan toevoegden. Een deel daarvan kan zeker worden geautomatiseerd. Dat kan de kwaliteit van reporting verhogen en daarmee uiteindelijk ook de transparantie verbeteren.'

'Vertrouwen bouw je niet van de ene op de andere dag op. Vertrouwen ontstaat door een lang trackrecord.'

Konings: 'Ik denk dat het vergelijkbaar is met veel andere sectoren. AI is nu vooral een efficiency tool voor data processing. Als het goed werkt, moet het tijd vrijmaken voor kritisch denken, wat mij betreft het scenario waar we naar >

moeten streven. Je wilt meer tijd besteden aan de zaken waar je daadwerkelijk waarde toevoegt en minder aan data processing en reporting. Ik zie AI niet het kritische denken vervangen waarvoor we als investment professionals betaald worden.'

Toren: 'Wij zien dat technologische ontwikkelingen zorgen voor een beter begrip van de onderliggende portefeuilles, inzicht in overlappende exposures binnen verschillende private debt-fondsen en diepgaande analyse van hoe individuele leningen zich over tijd hebben ontwikkeld. Dat zorgt nu al voor betere due diligence-gesprekken. Over twee tot drie jaar zal dat alleen maar zijn toegenomen.'

Hoe kunnen we duurzaamheid verder integreren in private credit? Hoe kunnen we borrowers stimuleren om richting net zero te bewegen, zowel in ontwikkelde als in emerging markets?

Kleijn: 'We hebben veel ervaring met sustainability-linked loans. We koppelen bijvoorbeeld KPI's aan CO_2-reductie, vermindering van grondstoffengebruik en maatschappelijke factoren. We willen bedrijven ondersteunen bij hun transitie naar net zero. Private credit heeft daarin een voordeel, omdat je als lender direct met borrowers kunt praten. Je kunt bedrijven helpen om professioneler te worden door bijvoorbeeld iemand verantwoordelijk te maken voor ESG en de bestaande activiteiten beter vast te leggen. Dat is volgens mij een belangrijke rol van private credit.'

Damkjaer: 'Voor mij zijn sustainability en de transitie naar net zero volledig onderdeel van kredietbeoordeling. Duurzaamheid zit volledig in hoe je cashflows en het kredietprofiel beoordeelt. Daarnaast wil ik ook kunnen aantonen dat een investering positieve impact heeft. Een goede relatie met de lokale gemeenschap en een tevreden workforce kunnen bijvoorbeeld ook risico's verminderen.'

Perquin: 'Ik denk dat we als industrie één aspect soms vergeten: de perceptie in de samenleving. We kunnen het allemaal hebben over net zero, maar als de betrokkenen niet begrijpen wat dat in de praktijk inhoudt, wordt de discussie te abstract. Praat niet alleen over CO_2-reductie, maar leg uit wat de investering daadwerkelijk heeft opgeleverd voor de reële economie. Concrete resultaten zijn gemakkelijker te begrijpen dan abstracte doelstellingen. Zeg bijvoorbeeld: door deze investering worden duizend mensen geholpen om over te stappen op elektrische auto's.'

> 'Veel vergoedingsstructuren kunnen managers juist stimuleren om agressiever te worden.'

Van Zoelen: 'Zeker in de pensioen-omgeving moet je deelnemers kunnen uitleggen waarom je in private markets investeert en waarom je daarvoor bepaalde fees betaalt.'

Konings: 'Als kredietverstrekker is het belangrijk om pragmatisch en realistisch te zijn richting kredietnemers. Mijn ervaring is dat je bottom-up moet werken. Je moet tijd en moeite investeren om bedrijven mee te krijgen. Als lender is het de moeite waard om borrowers hierbij te helpen, zodat ze stappen kunnen zetten. Het is vervolgens aan de manager om dat op een goede manier te vertalen naar beleggers. Deze verantwoordelijkheid moet niet bij de borrower liggen.'

Gibbard: 'De nadruk moet liggen op het waarborgen van afstemming tussen kredietnemer, kredietverstrekker en belegger. Het verstrekken van leningen op basis van transformatieve bedrijfs-plannen, zoals plannen die de duurzaamheidskenmerken van assets of bedrijfsactiviteiten verbeteren, is van cruciaal belang. Margeverhogingen en fee-verlagingen op basis van duurzaam-heidskenmerken zijn nuttige instru-menten, maar een betere afstemming van het bedrijfsplan en het waarborgen dat alle partijen de resultaten begrijpen, vormen een sterkere stimulans.' ■

IN HET KORT

Private debt kan een kernonderdeel van de beleggingsportefeuille worden als beleggers zorgen voor onder andere passende governance en onafhankelijk risicotoezicht.

Veel Nederlandse pensioenfondsen willen impact maken met hun portefeuille. Private credit biedt daar relatief veel mogelijkheden voor.

Gezien het risico-rendementsprofiel zou private credit uit emerging markets veel meer onderdeel van de portefeuille kunnen zijn.

De Europese private credit-markt biedt interessante kansen, inclusief een aantrekkelijke illiquiditeitspremie ten opzichte van liquide markten.

De meest aantrekkelijke kansen liggen waarschijnlijk in het lagere middensegment.

Met betrekking tot duurzaamheid heeft private credit een voordeel omdat je als kredietverstrekker direct met de kredietnemers kunt praten.