



UNITRANCHE,  
FINANCIERING VOOR  
SNELLE GROEIERS

## Debt Advisory

Najaar 2020

Lindenaar & Co heeft in haar ruim 15-jarig bestaan, naast de vele overnametransacties aan zowel de koop- als verkooptant in een grote verscheidenheid aan sectoren, een sterk track record opgebouwd op het gebied van groei-, her- en acquisitiefinanciering.

Het financieringslandschap is na de kredietcrisis flink veranderd, onder meer door de gewijzigde rol van banken en de komst van alternatieve financiers. Wat deze veranderingen betekenen voor de groeifinanciering is uitgebreid besproken in onze nieuwsbrief van vorig jaar (scan de QR code voor de link). Na deze publicatie kregen wij veel vragen over direct lending<sup>1</sup> en unitranche in het bijzonder. Zeker nu, na de uitbraak van COVID-19 en het feit dat de banken terughoudender zijn, blijken deze alternatieve financiers een belangrijke rol in bedrijfsfinancieringen te spelen. In deze nieuwsbrief willen we die vragen beantwoorden en meer duidelijkheid verschaffen over de mate waarin unitranche interessant kan zijn voor het Nederlandse midden- en grootbedrijf.



Na een korte introductie over bedrijfsfinancieringen en direct lending wordt vanaf pagina 5 ingegaan op de populariteit en karakteristieken van unitranche. Lezers met ruime kennis over bedrijfsfinancieringen en direct leningen worden aangeraden om vanaf daar te beginnen.

### Indeling bedrijfsfinancieringen

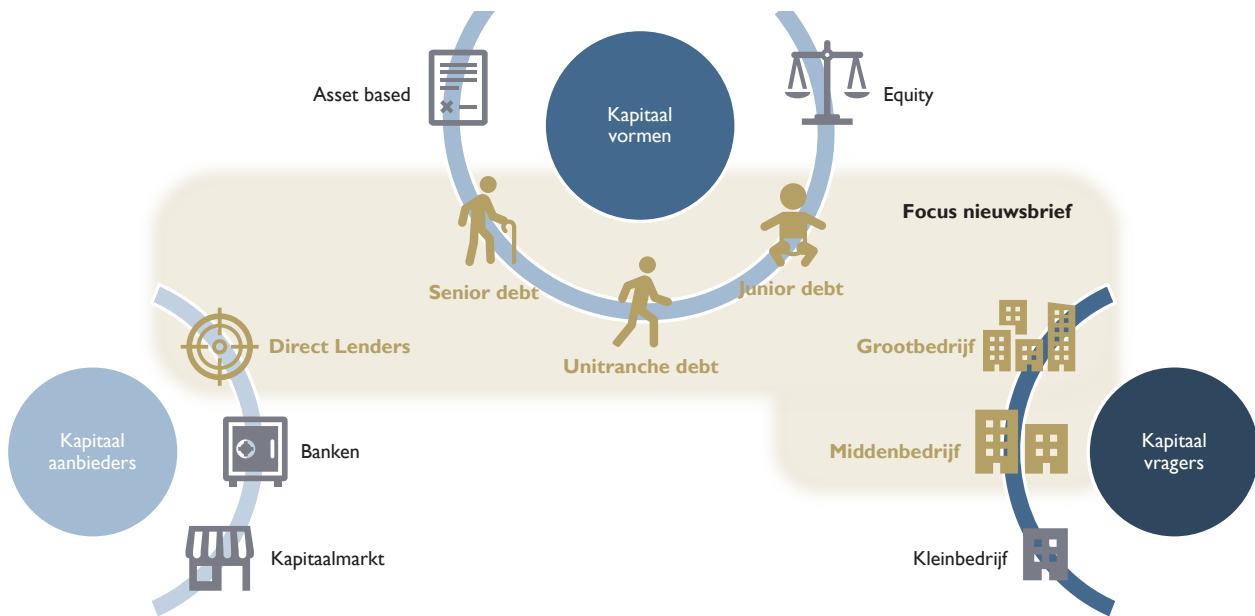
Als corporate finance adviseur hebben wij ervaring over het gehele spectrum van kapitaal: van puur eigen vermogen tot puur vreemd vermogen. Deze nieuwsbrief gaat dieper in op een deel van dit spectrum zoals in figuur 1 is weergegeven.

In de basis kan vreemd vermogen op drie manieren verkregen worden: via de kapitaalmarkt (public debt), via banken of via onderhandse leningen (private debt). Hierbij neemt het aandeel van private debt en, in het bijzonder direct lending<sup>2</sup>, al jaren toe. De groei van direct lending is te verklaren door de toenemende regeldruk, strengere kapitaaleisen en afname van het bedrag dat banken maximaal aan één klant willen uitlenen. Hierdoor heeft het grootbedrijf eerder meerdere financiers nodig en is vaak één financieringsvorm niet meer de totaaloplossing. Dit geldt in het bijzonder voor snelgroeiende bedrijven, aangezien een traditionele bankoplossing veelal op historische resultaten wordt gebaseerd. Direct lenders kunnen wel een passende kapitaalvoorziening aanbieden, die één totaaloplossing biedt en rekening houdt met de groei van dit soort ondernemingen. Hierdoor is direct lending de afgelopen jaren de snelst groeiende vorm van private debt geworden<sup>3</sup>.



1. Direct lending: onderhandse, niet-genoteerde leningen die buiten het bankwezen aan het bedrijfsleven worden verstrekt  
2. Stichting MKB Financiering (2019)  
3. IEX profs

Figuur 1 Structuur schuldmarkt en de scope van de nieuwsbrief



## Achtergrond direct lending

Direct lending is een vorm van bedrijfsfinanciering, waarbij de financiering zonder tussenkomst van banken of tussenpersonen direct ter beschikking wordt gesteld. De middelen van direct lending fondsen komen veelal van vermogensbeheerders of vermogende individuen.

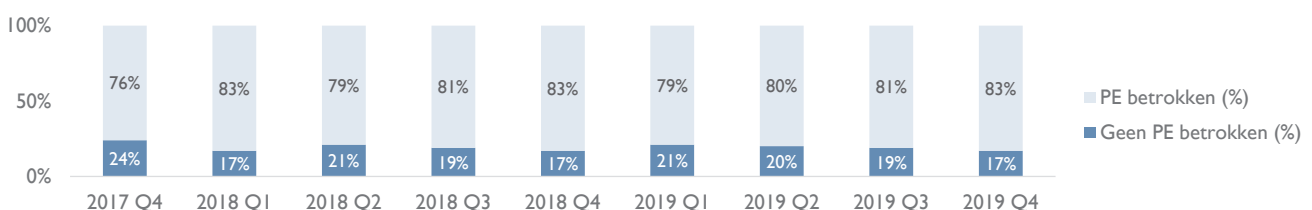
In de basis betreft het langlopende leningen, wat past bij een lange termijn financieringsbehoefte. Voor de korte termijn behoefte, denk hierbij aan werkkapitaal, zal de oplossing veelal bij een bank vandaan komen. Dit gebeurt in de vorm van een krediet of asset based finance, zoals factoring.

Direct lenders zijn met name interessant bij een snelle groei, fors investeringsprogramma of overname. Het 'event' is voor direct lenders leidend en niet een langjarige relatie, zoals bij een bank. Voor de bescherming van hun belangen worden zij naast zekerheden, hoofdzakelijk beschermd door de afspraken in de documentatie (met name financiële convenanten). Tot nu toe is het gros van de direct lending financieringen verstrekt aan bedrijven waar private equity investeerders ("PE") bij betrokken zijn (zie "Waarom private equity?" voor uitleg).

## Waarom private equity?

PE heeft een bepaalde investeringshorizon, welke vaak in lijn is met de looptijd van een direct lending oplossing. Verder heeft PE veel skin-in-the-game, waardoor de direct lender erop kan vertrouwen dat de PE partij indirect ook haar lening zal beschermen. Immers krijgt de PE partij haar investering pas terug als de financiering is afgelost. Ook zijn beide partijen financiële professionals, die vergelijkbare eisen stellen aan due diligence, governance en rapportages. Echter zien we ook steeds meer direct lending aan bedrijven die niet door PE worden ondersteund (rond een vast percentage van 20% in deze stijgende markt, zie figuur 2).

Figuur 2 Percentage van unitranche leningen, waarbij geen private equity investeerder betrokken is<sup>1</sup>



1. Deloitte Alternative Lender DealTracker (2020)

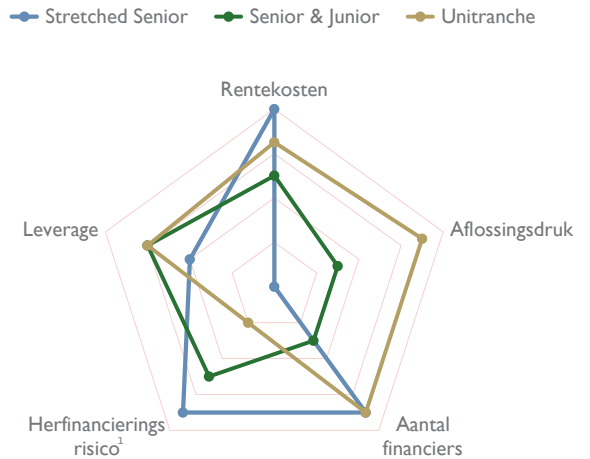
## Direct lending vormen

Grofweg zijn er drie vormen van direct lending te onderscheiden:

- Senior leningen: leningen met zekerheden en dus veelal een alternatief voor de traditionele bankfinanciering. Ten opzichte van banken kenmerken deze leningen zich door een flexibelere aflossing, de snelheid en het gemak waarmee de financiering mee kan groeien met acquisities en investeringen. Ook kunnen ze vaak een hoger bedrag financieren (bekend als ‘stretched senior’) ten opzichte van banken
- Junior leningen: leningen die achtergesteld worden verstrekt in vergelijking to senior leningen. Afhankelijk van de structurering kan er rente worden bijgeschreven bovenop de lening en betaald worden aan het einde van de looptijd
- Unitranche leningen: leningsstructuur met karakteristieken van zowel een senior lening als een achtergestelde lening. Bij een zuivere unitranche financiering betekent dit één enkele facilititeit, met een enkel contract en een enkelvoudige rentevoet voor de ondernemer. Waar oorspronkelijk een unitranche door een groep van meerdere financiers werd verstrekt, wordt momenteel steeds vaker de volledige unitranche door één direct lender verstrekt. Hierdoor is er geen sprake van botsende belangen tussen junior en senior lenders

**Figuur 3** Karakteristieken soorten direct lending

Een hoge score is positief voor de ondernemer. Bijvoorbeeld als rentekosten hoog scoren impliceert dit een relatief laag rentepercentage



“Een direct lender kan de lening makkelijk opschalen mocht de onderneming dat nodig hebben voor versnelling van de groei. Deze flexibiliteit kost geld, maar dat is het voor ons als investeerder in bepaalde gevallen zeker waard.”

- Eric-Joost Ernst | Partner Bencis Capital Partners -

**Figuur 4** Rekenvoorbeelden van jaarlijkse kosten en cash impact van diverse leningstructuren

### Assumpties

- EBITDA van de onderneming is €6m
- Rentekosten voor de senior lening is 3,5%
- Rentekosten voor het junior gedeelte is 10%
- Rentekosten voor de unitranche is 7%
- Het senior deel van €21m moet lineair worden afgelost in vijf jaar
- Het junior deel van €9m en unitranche van €30m heeft geen aflossing

	Stretched Senior	Rentekosten	Aflossing	Cashimpact
3,5x Senior 3,5%	€21m x 3,5% = €0,7m	+	€21m / 5 = €4,2m	= €4,9m
1,5x Junior 10%	€9m x 10% = €0,9m	+	n.v.t.	= €0,9m
3,5x Senior 3,5%	€21m x 3,5% = €0,7m	+	€21m / 5 = €4,2m	= €4,9m + €0,9m = €5,8m
5x Unitranche 7%	€30m x 7% = €2,1m	+	n.v.t.	= €2,1m

### Senior & Junior

### Unitranche

### Conclusie

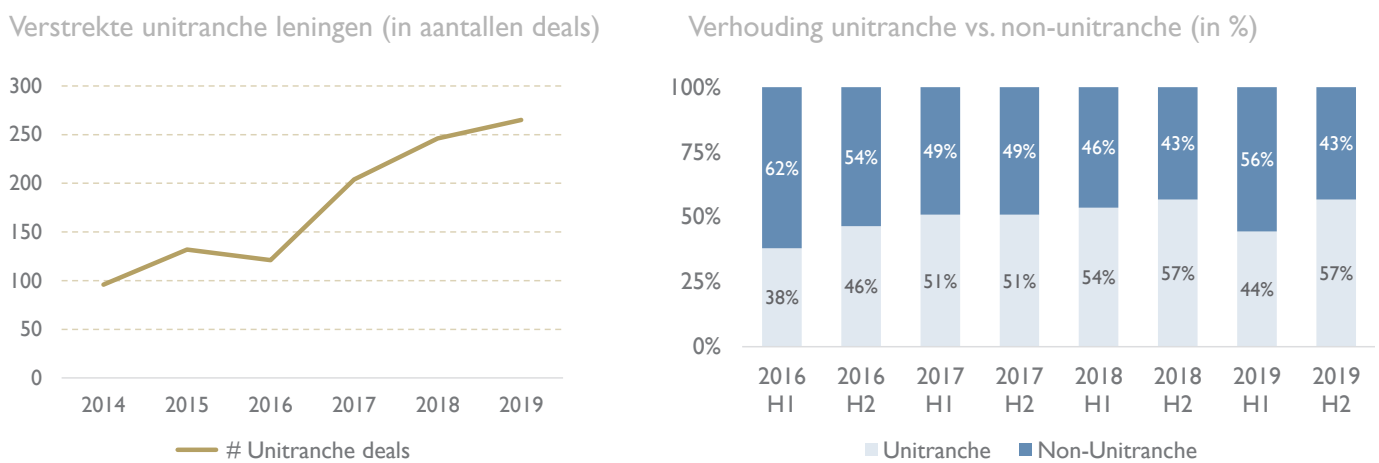
- Doordat unitranche geen aflossing kent, is de jaarlijkse cash impact, ondanks de hogere kosten, relatief laag
- Hierdoor is er meer flexibiliteit en ruimte om te groeien

1. Herfinancieringsrisico wordt bepaald door het gemak waarmee een bedrijf aan het einde van de looptijd van een financiering, de resterende schuld kan herfinancieren. 4 Dit risico neemt af naarmate de winstgevendheid stijgt en/of schulden worden afgelost, kortom de leverage daalt.

## Unitranche als populairste direct lending vorm

Na de intrede, in de jaren '90, in de Verenigde Staten werd unitranche al snel ook in het Verenigd Koninkrijk ingezet voor middelgrote overnamefinancieringen (tot €150 miljoen schuld<sup>1</sup>). Gaandeweg vond unitranche zijn weg naar het vasteland van Europa. Schuldfondsen, die minder gebonden zijn aan wetten, regelgeving en kapitaaleisen, en dus flexibeler zijn dan traditionele banken, vulden met unitranche schuld het gat op dat traditionele financiers hebben laten vallen na de kredietcrisis. Ook na de COVID-19 uitbraak pakten direct lenders sneller nieuwe financieringsverzoeken weer op. Unitranche is nu de meest voorkomende vorm van direct lending in Europa en stijgt ieder jaar in omvang en in aandeel binnen de direct lending markt<sup>1</sup>, wat is weergegeven in figuur 5<sup>2</sup>.

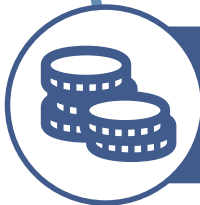
Figuur 5 Unitranche leningen ten opzichte van totale direct lending markt in Europa



## Oorzaken van de populariteit van unitranche



In Europa wordt unitranche bekender, doordat het aantal deals groeit en de aanbieders een track record opbouwen. Voorheen was met name in de US en UK het aanbod van direct lending groot. De afgelopen jaren groeide deze markt in de rest van Europa, met name in Duitsland, de Benelux, Frankrijk en Scandinavië



Het aantal aanbieders en hun fondsgrootte zijn de laatste jaren aanzienlijk gestegen. Hierdoor is de onderlinge concurrentie tussen schuldfondsen toegenomen. Dit heeft geleid tot gunstigere voorwaarden en meer focus op de onderbelichte delen van de markt, zoals middelgrote bedrijven



Unitranche transacties zijn voornamelijk "event driven", zoals bij een M&A transactie, omdat door groeiende EBITDA er een lager herfinancieringsrisico is. Daarnaast staan schuldfondsen inmiddels vaker open om kapitaal aan bedrijven zonder PE betrokkenheid te verstrekken. Dit om groei, acquisities, of uitkoop van minderheidsaandeelhouders te financieren

1. Private Equity International (2019)  
2. Deloitte Alternative Lender DealTracker (2020)

## Wat kenmerkt een unitranche deal?

### Snelheid van handelen

- Doorlooptijden zijn aanzienlijk korter dan bij banken, waardoor kopers een voordeligere positie krijgen in de onderhandelingsfase van een overnamedeal
- Daarnaast zorgt een snel proces voor minder belasting op het management team

### Hogere leverage

- De aangeboden leverage is veelal hoger dan de traditionele bancaire leningstructuur
- Hierdoor is het rendement voor aandeelhouders hoger

### Geen tussentijdse aflossing

- Door het ontbreken van aflossing kan de gegeneerde kasstroom volledig in groei worden geïnvesteerd
- Aan het eind van de looptijd kan er, door de hogere EBITDA, met gemak een herfinanciering plaatsvinden

### Soepele convenant structuur

- Door de klantvriendelijke structuur heeft de ondernemer veel vrijheid om te handelen
- De voornaamste harde afspraken betreffen de financiële convenanten, zoals leverage en cashflow

### Hogere kosten

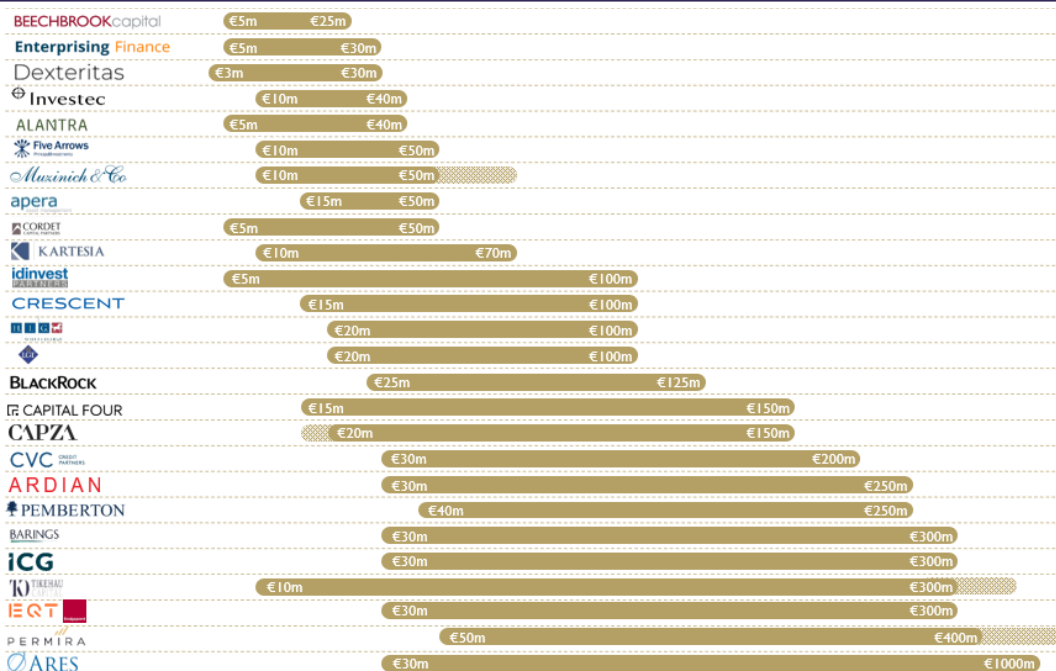
- De eenmalige afsluitkosten zijn aanzienlijk hoger door afsluitprovisies en juridische kosten
- De jaarlijkse rentekosten zijn vergelijkbaar met de kosten van een combinatie van senior en junior schuld

### Kan niet vervroegd aflossen

- Het rendement voor de direct lender blijft constant doordat er niet afgelost wordt (call protection)
- Wel zit er vaak een 'make whole' clause in de call protection. Deze make whole bepaalt de te betalen vergoeding in geval van vroegtijdige aflossing. Dit werkt als dekking voor de misgelopen rente voor de financier

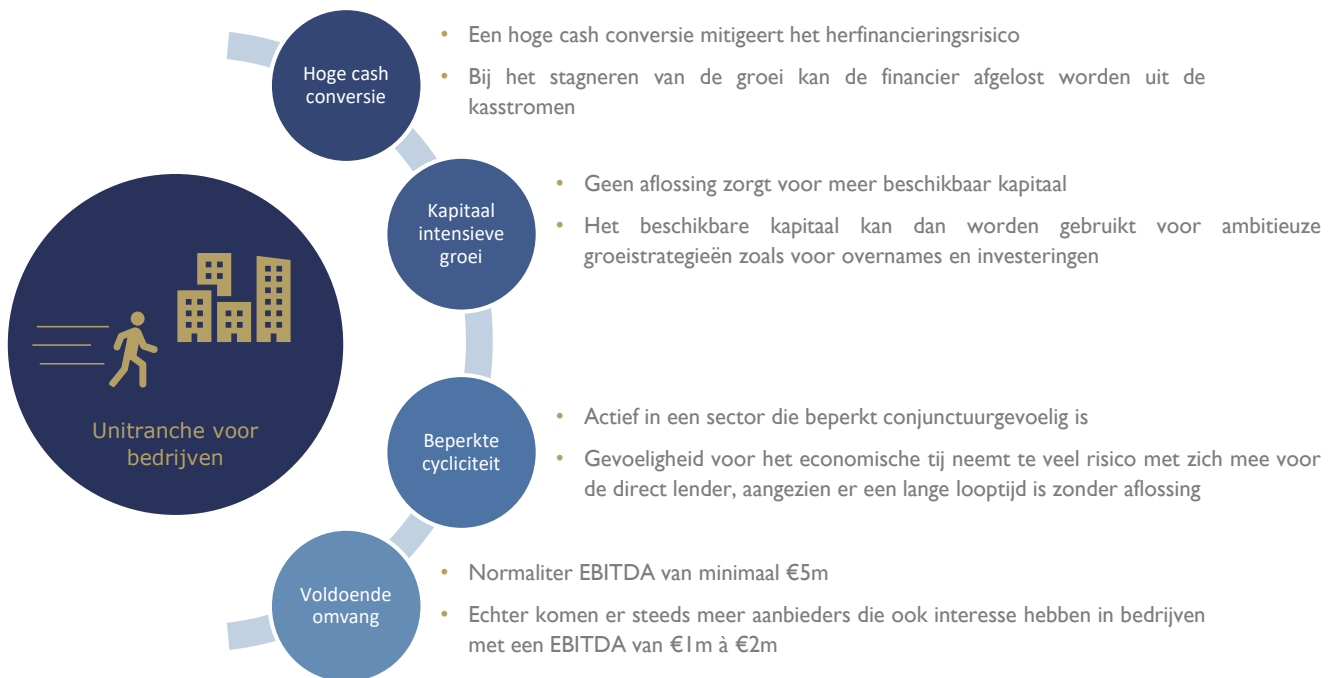
“Wij verschaffen leningen, die management en aandeelhouders in staat stellen om hun strategie uit te voeren. Wij kunnen zelfstandig beslissingen nemen, zonder uitgebreide goedkeuringsprocedures en zijn daardoor snel en flexibel.”  
- Jasper Juijn | Partner Enterprising Finance -

Figuur 6 Selectie en leningomvang van direct lenders die in Nederland unitranche aanbieden



## Ook voor bedrijven zonder PE betrokkenheid?

Zoals eerder aangegeven werd unitranche oorspronkelijk gestructureerd op deals met een PE investeerder die hoge eisen stelt aan snelheid, leverage, beperkte aflossingsdruk en de mogelijkheid om een buy-and-build strategie verder te financieren. Inmiddels staan private debt fondsen steeds meer open om bedrijven zonder betrokkenheid van een PE investeerder te financieren middels een unitranche. Het is goed om te beseffen dat unitranche niet voor elk bedrijf een passende financieringsoptie is. De volgende bedrijfskenmerken zijn belangrijk bij de keuze voor unitranche:



“Voor Solarclarity was de combinatie van bancair en een direct lending vorm de uitkomst voor onze groeistrategie”  
- Peter Desmet | CEO Solarclarity -

Figuur 7 Selectie van unitranche deals<sup>1</sup>

Met PE	Zonder PE
<p><b>2020</b></p> <p><b>CRESCENT</b> Crescent Capital BDC, Inc.</p> <p>Crescent verstrekt een unitranche aan Bencis voor hun overname van Highcare</p>	<p><b>2017</b></p> <p><b>BERGMAN</b> CLINICS</p> <p>Bergman Clinics is de grootste keten van medische klinieken in Nederland, opgericht door de familie Malenstein.</p>
<p><b>2019</b></p> <p><b>ARES</b></p> <p>Ares verstrekt een unitranche aan Waterland voor hun overname van EuroParcs</p>	<p><b>ICG</b></p> <p>Intermediate Capital Group heeft in 2017 een unitranche lening verstrekt aan Bergman Clinics van €140 miljoen. Sindsdien heeft Bergman Clinics de faciliteit uitgebreid om een fusie met NL Healthcare Clinics en de overname van Memira te realiseren</p>
<p><b>2018</b></p> <p><b>BEECHBROOK</b> capital</p> <p>Beechbrook verstrekt een unitranche aan Leathwaite om hun wereldwijde expansie te versnellen</p>	<p>Veel deals zonder PE betrokkenheid blijven buiten de publiciteit</p>

1. Voor zover publiekelijk bekend

## Toekomstvisie

In het veranderende financieringslandschap verwachten we dat direct lending en in het bijzonder unitranche, een veel voorkomende financieringsoplossing zal worden in Nederland. Direct lenders, banken en financiële professionals bevestigen dit:



- De markt wordt volwassen door diverse partijen die een goed track record hebben opgebouwd met unitranche
- Er begint comfort te komen nu diverse pan-Europese fondsen in Nederland deals hebben gedaan



- Steeds meer fondsen hebben Nederlanders in dienst en/of starten een kantoor in Nederland
- Nederland wordt door fondsen gezien als een aantrekkelijk markt, doordat er een beperkt aantal banken zijn en daarmee onderlinge concurrentie minder heftig is dan bijvoorbeeld in Duitsland



- De concurrentie tussen fondsen neemt toe en daardoor ontstaan nieuwe of flexibelere mogelijkheden
- De kosten van een alternatieve financiering dalen door de aanhoudende lage rentestand



- Door de economische onzekerheid ten gevolge van COVID-19, zijn financiers terughoudender geworden om agressieve financieringsstructuren aan te bieden aan bedrijven in cyclische sectoren
- Voor bedrijven in markten die kunnen aantonen dat de impact van COVID-19 beperkt en tijdelijk is, zie je dat alle direct lenders nog steeds geïnteresseerd blijven en een competitief financieringsproces aangaan wat leidt tot aantrekkelijke leningsvoorwaarden. Dit geldt dus met name voor IT, zorg en tech

---

De conclusie luidt dat het voor Nederlandse ondernemingen interessant is om bij de realisatie van groeiambities, uitkoop aandeelhouders of een dividenduitkering, unitranche mee te nemen in de overweging. Zeker nu unitranche meer beschikbaar wordt voor ondernemingen zonder private equity betrokkenheid alsook voor ondernemingen van kleinere omvang. In het algemeen zal het in de toekomst steeds vaker voorkomen dat de financieringsoplossing bij een combinatie van banken en direct lenders vandaan komt.

---

Mocht u meer willen weten over dit onderwerp of over groeifinanciering in het algemeen, bel dan gerust. Wij komen graag langs voor een kop koffie.





## Over Lindenaar & Co

Opggericht in 2005, als één van de eerste onafhankelijke corporate finance boutiques, adviseren wij onze klanten op het gebied van overnames en (groei) financieringen. Met onze uitgebreide transactie-ervaring, creativiteit en persoonlijke benadering komen wij tot een eerlijk en gedegen advies en streven we er iedere keer naar om de verwachtingen van de klant te overtreffen.

## Greep uit financieringsdeals



### Groefinanciering Solarclarity door Rabobank en Aegon

Lindenaar & Co heeft Solarclarity, specialist in zonne-energie oplossingen, begeleid bij het verkrijgen van een groefinanciering. Na een uitgebreid selectieproces bood de combinatie van Rabobank en Aegon Achtergestelde Leningen Fonds de best passende oplossing.

SWISS SENSE®



### Groefinanciering Swiss Sense door ABN AMRO

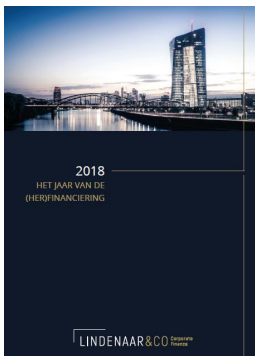
Lindenaar & Co heeft Swiss Sense, dé slaapspecialist in de Benelux, Duitsland en Oostenrijk, begeleid bij het verkrijgen van financiering die aansluit op haar groeiambities. Na een competitief proces heeft ABN AMRO Swiss Sense mogen verwelkomen als nieuwe klant.

“Het organiseren van een herfinanciering is in deze tijd een klus die veel tijd en specialistische ervaring vergt. Voor Swiss Sense was het inhuren van een goede adviseur in dit omvangrijke traject dan ook een voor de hand liggende actie. Als directie blijf je volledig in control en tegelijkertijd ervaar je de ondersteuning van een ervaren team met veel toegesneden expertise. En voor ondernemers niet onbelangrijk, Lindenaar & Co verdient zichzelf terug.”

- Arno van der Heijden | CFO Swiss Sense -

## Andere publicaties

December 2017



2018, het jaar van de (her)financiering

April 2019



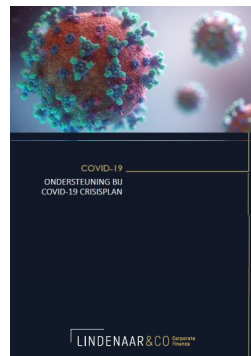
De volgende fase: hoe financier je groei?

December 2019



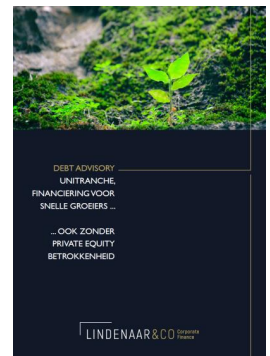
ZBC's, consolidatie en toenemende financieringsopties

Maart 2020



Ondersteuning bij het COVID-19 crisisplan

November 2020



Unitranche, financiering voor snelle groeiers

Voor meer informatie, bijpraten of een vrijblijvende kennismaking:



Lindenaar & Co Corporate Finance  
Emmalaan 25  
3581 HN Utrecht  
T: +31 (0)30 223 2100  
[www.lindenaar-cf.com](http://www.lindenaar-cf.com)



**Meile Salverda**  
Director  
M +31 (0)6 5371 2660  
[meile@lindenaar-cf.com](mailto:meile@lindenaar-cf.com)

