

PRIVATE CREDIT: BELEGGERS SPRINGEN IN HET FINANCIERINGS GAT

Door Alex Widmer

Sinds de financiële crisis hebben banken de broekriem flink aangehaald. Veel bedrijven hebben daardoor moeite om hun financiering rond te krijgen en worden geconfronteerd met strenge voorwaarden voor hun leningen. Verzekeraars en pensioenfondsen zijn in dit gat gesprongen. Hierdoor is 'private credit' uitgegroeid tot een bloeiende beleggingscategorie die de mogelijkheid biedt leningen te verstrekken aan gerenommeerde Europese ondernemingen tegen een aantrekkelijk rendement.

Beleggers moeten blijvend rekening houden met lage rentes, een traag vorderend herstel van de wereldwijde economieën en hogere volatiliteit. Tegelijkertijd heeft strengere regelgeving ertoe geleid dat banken steeds striktere voorwaarden stellen voor leningen en hun kredietfaciliteiten stapsgewijs afbouwen. Hierdoor hebben zelfs goedlopende bedrijven, die voorheen een uitstekende relatie met hun bank hadden, moeite om hun financiering rond te krijgen.

Deze ontwikkelingen hebben grote gevolgen voor groei, beleggingsklimaat en werkgelegenheid. Volgens de Europese Centrale Bank verzorgden banken voorheen 80% van de financiering van Europese bedrijven. Vooral kleinere ondernemingen zijn getroffen, terwijl het belang van deze ondernemingen juist erg groot is. Volgens een raming van GE Capital zorgen deze ondernemingen in de vier grootste Europese landen (Duitsland, Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk) samen voor bijna 30 miljoen banen.

Dit heeft de weg geëffend voor private credit. In de eenvoudigste vorm stelt private credit institutionele beleggers in staat

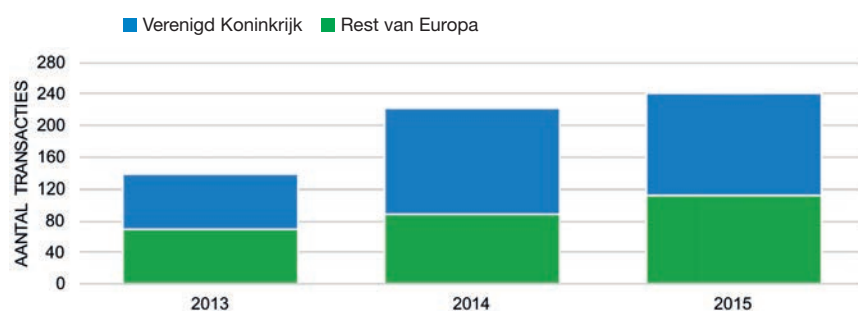
leningen te verstrekken aan ondernemingen die moeite hebben om financiering te krijgen van een bank. Private credit is voor verzekeraars daarnaast aantrekkelijk omdat het in het kader van Solvency II gepaard gaat met gunstige regelingen. De periodieke inkomsten die deze beleggingen opleveren, maken ze ook aantrekkelijk voor beleggers die behoefte hebben aan rendement in contanten.

In de VS bestaan dergelijke alternatieve kanalen om leningen te verkrijgen al veel langer in de vorm van closed-end beursgenoteerde fondsen. In Europa is er geen vergelijkbaar instrument en om die kloof te dichten, zijn naar schatting reeds meer dan



Alex Widmer

Figuur 1: Direct Lending transactiestromen



Bron: Deloitte Alternative Lender Deal Tracker

50 Europese direct lending-fondsen opgericht, met een totaal toegezegd vermogen van ruim 40 miljard euro.

Hoewel dit een aanzienlijk bedrag lijkt, verbleekt het in vergelijking met de totale potentiële omvang van deze markt. S&P heeft begroot dat middelgrote Europese ondernemingen in de periode van 2014 tot 2018 tussen de 350 miljard en 730 miljard euro aan nieuwe financieringen nodig zullen hebben. Daarnaast zal nog eens 2.100 miljard euro nodig zijn voor de herfinanciering van bestaande leningen. Het is dan ook niet verwonderlijk dat het aantal leentransacties in het midden-segment van de Europese markt een stijging doormaakt, zoals Figuur 1 laat zien.

Op dit moment kunnen pensioenfondsen en verzekeraars in Europa via twee kanalen leningen verstrekken aan het middensegment van de markt:

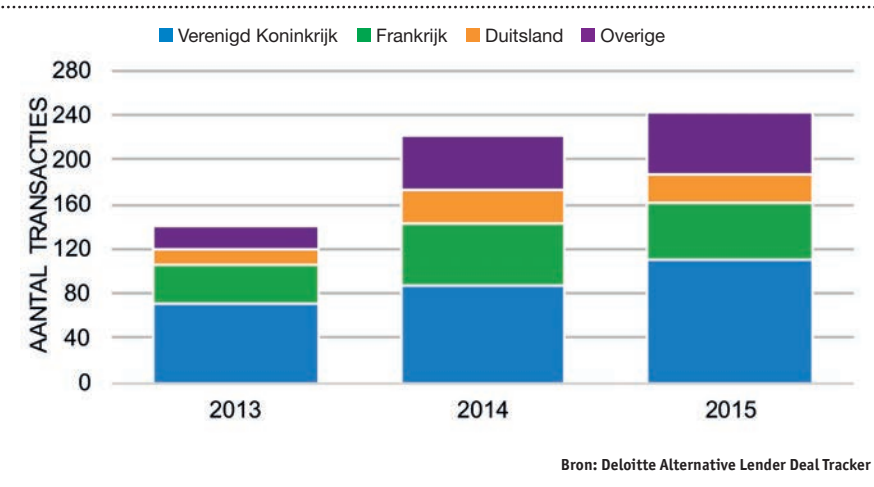
- 1 Private equity-ondernemingen die behoefte hebben aan brede financiering voor de ondernemingen in hun portefeuille, om hun kapitaal efficiënt te laten groeien.
- 2 Middelgrote ondernemingen, vaak familiebedrijven, die een lening nodig hebben voor herfinanciering, kapitaal-uitgaven, fusie of overname, enzovoort.

Tot nu toe is de meerderheid van de Europese private credit transacties terug te voeren op Duitse, Franse en Britse geldschieters, hoewel ook in andere landen het aantal transacties toeneemt (zie Figuur 2).

Wij zijn van mening dat institutionele beleggers gezien hun lange termijn horizon goed in staat zouden moeten zijn om te voldoen aan de huidige en toekomstige kapitaalbehoeften van deze middelgrote bedrijven.

Naast een aantal potentiële risicopremies zoals compensatie voor het kredietrisico, illiquiditeit en complexiteit, biedt deze beleggingscategorie unieke voordelen, zoals een bredere spreiding van de vastrentende waarden-portefeuille en een lagere gerealiseerde volatiliteit.

Figuur 2: Transactievolume per land



Uiteraard zijn er ook risico's. De al genoemde illiquiditeit en het feit dat de belegger zich vastlegt voor de volledige duur van de krediet-faciliteit springen hierbij het meest in het oog.

Uit cijfers van S&P en Moody's blijkt echter dat het gemiddelde invorderingspercentage van Europese leningen aan middelgrote bedrijven op 76% tot 100% ligt. Dat percentage is een stuk hoger dan dat voor gesyndiceerde bankleningen (66% tot 75%) en high-yield obligaties (38% tot 46%). Daar komt bij dat ook de defaultpercentages in deze markt lager zijn dan in andere 'sub-investment-grade' beleggingscategorieën.

Een ander belangrijk risico is dat het bij een investering in een onderneming altijd mogelijk is dat de prestaties lager uitvallen dan verwacht. Of dat gebeurtenissen in de wereldeconomie, waarop de onderneming geen invloed heeft, het succes ondermijnen.

Grondige research en risicocontrole zijn daarom van cruciaal belang. Om private credit met succes te beheren, zijn langdurige ervaring en uitstekende inzichten in de markt vereist. Vooral om in een vroeg stadium rechtstreeks afspraken te maken, in plaats van afhankelijk te zijn van derde partijen en openbare inschrijvingen.

Ook is het erg belangrijk dat het team de capaciteit heeft om diepgaande krediet-analyses, due diligence en monitoring uit te voeren, vooral wanneer het gaat om ondernemingen die niet ondersteund worden door ander (private equity) kapitaal.

Als een onderneming in moeilijkheden komt, is het belangrijk dat beleggers direct maatregelen kunnen nemen.

Het is ook cruciaal om de juiste balans in de portefeuille te houden tussen achtergestelde en 'senior secured' leningen (waarvan de tweede categorie aanzienlijk minder risicovol is). Het kan daarnaast verstandig zijn om bepaalde sectoren met cyclische kenmerken en ondernemingen met een minder goede reputatie te vermijden.

In de praktijk beschikken de meeste beleggers zelf niet over de middelen om met succes een private credit portefeuille op te bouwen en vormen closed-end beleggingsfondsen een meer praktische optie. Wanneer hiervoor gekozen wordt is de belangrijkste uitdaging de beheerders te selecteren die de beste middelen inzetten om de bovengenoemde risico's in te nemen.

Private credit is een beleggingscategorie met een toenemende populariteit in het huidige moeilijke klimaat. Het biedt een mogelijkheid om regelmatige inkomsten te vergroten, vastrentende waarden-portefeuilles breder te spreiden en te beleggen in een categorie die zich, volgens ons, in een structurele groeifase bevindt. «

Dit artikel is geschreven door Alex Widmer, Hoofd van BlackRock Alternatives Specialists EMEA voor private equity en infrastructuur.