



PRIVATE ASSETS: ARBEIDSINTENSIEF MAAR UITEINDELIJK LONEND

Door Baart Koster

Waar vind je in de huidige laagrentende omgeving nog rendement? Die vraag houdt de institutionele markt al jaren in de greep en stond centraal gedurende de Live Uitzending van Financial Investigator over 'Where to find yield in (Alternative) Fixed Income?' Tijdens de paneldiscussie sprak dagvoorzitter Mary Pieterse-Bloem met drie CIO's over mogelijkheden om met Alternative Fixed Income het portefeullierendement op te krikken.



Niet alleen besprak Pieterse-Bloem de verschillende asset classes en strategieën, zij nam ook de geografische factor van markten onder de loep. 'Aangezien veel partijen nu pas de eerste dip in de private debt cyclus meemaken, kunnen we veel leren van de wijze waarop de Amerikanen daar eerder mee omgingen.' De zoektocht naar rendement noopt tot het onderzoeken van alle hoeken van het wijde beleggingsuniversum. Het is een gegeven waar ook specialisten op het gebied van Fixed Income, zoals Pieterse-Bloem, Global Head Fixed Income bij ABN AMRO Private Banking, dagelijks mee te maken hebben.

Hoe, zo startte ze het gesprek, gaan haar gesprekspartners daarmee om? Volgens Bob Homan, CIO bij ING Investment Office, is het momenteel, ook in fixed income, harder werken om rendementen te genereren dan vroeger. Maar, nuanceert hij, het is een relatief spel. 'Ik denk niet dat je naar absolute rendementen moet kijken, want die zijn inderdaad laag. Maar om het in perspectief te plaatsen: datzelfde geldt waarschijnlijk ook voor toekomstige rendementen op eigen vermogen. Tot nu toe is het rendement in fixed income, zelfs met rentes onder nul, nog steeds positief en ligt het boven het rendement op eigen vermogen.'

Uiteraard neem je dus al snel iets meer risico met High Yield en EMD. En dat kan ook niet anders, want je wilt geen negatieve rendementen, vervolgt Homan. Hij denkt overigens dat er nog ruimte is voor staatsobligaties. 'Ik denk dat ze rond de nul of misschien 0,1% rente opleveren, maar dat is in ieder geval beter dan de minus 0,5% die je betaalt als je in cash zit.'

Wouter Weijand, CIO bij Providence Capital, dat belegt voor vermogende particulieren, families en charitatieve instellingen, stelt dat een voorspelling voor de duur van de aanhoudend lage

rente koffiedik kijken is. 'Dat kan nog één, maar net zo goed nog vijf jaar duren. En je wilt je klanten gedurende de komende jaren niet met nul of bijna nul procent rente afschepen. Voor ons is private debt daarom het alternatief. Wij ontwikkelden de afgelopen 3 tot 4 jaar private debt pools voor een groeiende groep vermogende klanten. We keken voor hen naar coupons in eurogebieden van 5 tot 7% bruto en zijn geleidelijk overgegaan van senior secured naar iets meer subordinated en distressed debt, afhankelijk van waar we in de cyclus zitten. Voor ons is private debt een serieuze vervanging voor traditionele fixed income-categorieën.'

China: een aantrekkelijk alternatief?

Kees Verbaas, CIO bij Altis Investment Management, speelt als fiduciair manager een ander spel. Hij selecteert externe asset managers en neemt zelf geen asset allocatie-beslissingen. Maar het ligt voor de hand dat je bij het najagen van hogere rendementen eerst switcht van staatsobligaties naar Nederlandse woning-hypotheek, vindt hij. 'En de laatste tijd zien we dat klanten tevens kiezen voor een aantrekkelijke beleggingscategorie als export-financiering. In de returnportefeuille zitten daarnaast nog de traditionele asset classes Bedrijfsobligaties, High Yield en EMD.'

Gevraagd naar de afweging tussen high yield-obligaties en EMD, antwoordt Homan dat zijn strategische allocatie voor de obligatieportefeuille neerkomt op zo'n 15% EMD en een, wat hij noemt, normale positie voor high yield van 4%. Maar de relatieve risico-rendementskarakteristieken zien er wat hem betreft nu ongeveer hetzelfde uit. 'Overigens denk ik dat de manager misschien nog wel belangrijker is dan de allocatie als zodanig, want de verschillen tussen managers zijn dermate groot dat je een fiduciaire manager goed kunt gebruiken voor je managerselectie.'

Vervolgens verlegde Pieterse-Bloem haar focus van asset classes naar China. Dat wordt als aantrekkelijk beleggingsalternatief voor fixed income genoemd, maar hoe zien de deelnemers dat? Weijand zegt nog niet belegd te zijn in Chinese schuldinstrumenten en dus geen valutarisico in renminbi te lopen. 'We kiezen meer voor allocatie naar de euro of naar dollars voor onze meer internationaal georiënteerde klanten, hoewel we sinds augustus een onderweging hebben in de dollar.'

Homan zegt via EMD wel gealloceerd te zijn naar China. Opkomende markten zijn als regio belangrijk voor aandelen en op obligatiegebied gaat het dezelfde kant op met EMD, aldus Homan. 'In de komende jaren zal China, net als Japan nu, een afgezonderde beleggings-categorie worden, zowel voor aandelen als voor fixed income. Ik denk dat China wat dat betreft een belangrijker onderdeel zal worden van benchmarks en zo een belangrijkere beleggingsregio gaat worden.' Verbaas bevestigt dat toenemende belang. De meeste managers nemen China op als onderdeel in hun EMD-universum en het gewicht in de benchmark neemt ook toe. Volgens Verbaas zal dat naar verwachting tegen het einde van dit jaar zo'n 10% bedragen.

De keuze tussen reguliere en alternatieve vormen van fixed income gaat ook grotendeels over liquiditeit. Maar tijdens de crisis zagen we nogal wat scherpe liquiditeitsverschillen, zelfs tussen de segmenten binnen de reguliere markt. Pieterse-Bloem: 'Is dat een eyeopener? Of weten jullie dat eigenlijk al?' Weijand vond het niet echt verrassend. Immers, in elke crisis worden de meeste instrumenten illiquide, zelfs staatsobligaties en obligatie-ETFs. 'Maar meestal is dat een indicatie dat er interessante mogelijkheden liggen. We hebben in januari en februari gekeken naar zeer dure creditmarkten, waar zelfs de PIMCO's van deze wereld klaagden dat ze geen serieus geld meer konden verdienen. Toen alles fors onderuit was gegaan, kozen wij ervoor om, los van onze illiquide private debt programma's, high yield en investment grade bond funds tegen heel lage prijzen te kopen. En nu zitten we misschien wel weer 100 basispunten boven het niveau van begin dit jaar en liggen dit soort koopkansen alweer enkele maanden achter ons. Dus qua liquiditeit en stress in de markt kan het verkeren. Leek het aanvankelijk nog alsof niemand meer durfde te investeren, dat veranderde toen de Fed beloofde

investerings te zullen ondersteunen met diverse opkoopprogramma's. Toen zag je de investeringen direct weer op gang komen en dat is doorgaans niet iets om angstig voor te zijn. Het is juist een kans.'

Centrale banken: vloek voor de liquiditeit?

Er was al veel aandacht voor illiquide obligatiemarkten, zegt Homan. Dus ook hij was niet verbaasd. 'Meestal is het andersom: als je Europese staatsobligaties en Europese investment grade-obligaties koopt, is de liquiditeit erg slecht en als je verkoopt, is er ruime liquiditeit omdat de centrale banken met je mee kopen. In sommige stressperiodes is het juist andersom en daar liggen inderdaad de echte kansen. Heb je bijvoorbeeld eind maart high yield gekocht, dan kun je nu achteroverleunen.' Absoluut, vindt ook Pieterse-Bloem. Zij constateert echter dat de centrale banken in veel opzichten weliswaar een zegen voor de obligatiemarkten waren, maar dat ze misschien ook wel een vloek waren voor de liquiditeit. Kijk je namelijk naar de activiteiten van centrale banken, dan zou je kunnen verwachten dat daardoor de liquiditeit opdroogt. 'Nou', reageert Weijand, 'eigenlijk hebben centrale banken niet veel gedaan. De Fed had iets van tien opkoopprogramma's lopen, maar los nog van alle complianceregelings waarmee die waren omgeven, hebben ze maar 3% tot 5% van het geld gebruikt dat ze beschikbaar hadden. Dat geld was feitelijk ook nauwelijks nodig. Ze hoefden alleen maar te zeggen: we zullen er zijn, zoals Mario Draghi te kennen gaf alles te zullen doen om de euro te redden.'

Op dit moment is de liquiditeit inderdaad erg zwak, stelt Homan, vooral in investment grade-obligaties. 'Als je zelfs maar een miljoen wilt kopen, dan kan dat je al een paar werkdagen kosten.' Waaraan hij toevoegt dat liquiditeit de laatste tijd nogal verschilt. 'De ene week is er handel, de volgende week is er helemaal geen aanbod.' Dat is voor fund managers een probleem. Voor Verbaas die vanuit zijn fiduciaire rol onder meer met Homan samenwerkt, ligt dat weer anders. 'Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen', zegt Verbaas, 'hebben zeer strategische portefeuilles voor de lange termijn en ze veranderen hun asset allocaties daarom niet zo vaak. Wat ze wél deden, was herbalanceren, en precies in de periode van lagere liquiditeit. Dat kost dus wat meer tijd, maar deze investeerders profiteren wel van dislocaties in de prijszetting en komen er zodoende vaak goed uit.'



Kun je, kijkend naar de hele private debt-markt, zeggen dat die zich, behalve voor institutionele beleggers, óók opent voor particuliere vermogensklanten? Weijand belegt voor deze groep en typeert zijn klantbasis als 'een beetje institutionele particuliere klanten', want gemiddeld is elke klant goed voor tussen de vijftien en twintig miljoen euro belegbaar vermogen met een horizon van vaak tien jaar of meer. 'Individueel zouden ze uiteraard te klein zijn om toegang tot die markt te krijgen. Daarom hebben we ze samengevoegd in pools van circa 25 klanten, samen goed voor een pool van bijvoorbeeld 50 miljoen, en dat levert ons een institutionele behandeling op. We beleggen het vermogen bij, zeg, vijf managers en krijgen zo de laagste kosten en dezelfde toegang als pensioenfondsen.'

Verbaas constateert eveneens dat de actieve managers waarmee hij samenwerkt zich in het private debt-universum begeven. Maar dat doen ze wel met verschillende teams. 'Het is nu eenmaal een ander specialisme waarbij je tevens veel juridische analyse en documentatie-analyse doet. Er komt dus meer bij kijken dan alleen het analyseren van kredieten.' Het universum zal door de laagrentende omgeving ook verder groeien, verwacht Verbaas. 'Het is een interessante categorie voor asset managers, maar zeker ook voor private banken en institutionele investeerders die naar yield zoeken.'

Arbeidsintensief maar lonend

Homan deelt zijn zorg over het gevaar dat liquiditeit bij slechtere marktomstandigheden door massaal vluchtende klanten helemaal tot stilstand komt. Dan moeten bijvoorbeeld Mutual Funds, die juist zijn opgetuigd om meer liquiditeit binnen beleggingsproducten te creëren, wellicht geblokkeerd worden en transacties worden uitgesteld, of zullen de prijzen erg slecht zijn, vreest hij.

Verbaas brengt in die context handelsfinanciering als interessante asset class naar voren. 'Die kent meestal een korte looptijd, van drie tot twaalf maanden. Je praat daarbij concreet over de financiering van bijvoorbeeld een vrachtschip dat cacao's naar Ivoorkust naar Rotterdam vaart.'

Pieterse-Bloem neemt vervolgens de portefeuilleopbouw vanuit een overkoepelend perspectief onder de loep. Waar let je vooral op bij de asset selectie? Weijand wijst diversificatie aan als het belangrijkste element van aandacht. Beperk je niet tot slechts één private debt fund waar bij nadere inspectie slechts twintig leningen in blijken te zitten, waarschuwt hij. 'Zorg er daarentegen voor dat je een fors bereik hebt met behulp van platforms met meerdere beheerders, zodat je veel verschillende leningen in portefeuille hebt.' 'Tactisch gezien wil je dat je geld vrij snel en zeer goed gediversifieerd tegen redelijke kosten gemanaged wordt', vervolgt Weijand. 'Je moet je van dat kostenplaatje bewust zijn, dus van de prestatievergoeding en de wijze waarop die in rekening wordt gebracht, van hurdle rates en van de catch up rules et cetera. Dus werken met private assets is arbeidsintensiever, maar betaalt zich op langere termijn wel uit.'

Als we ten slotte een geografische vergelijking maken, van welke markt kunnen we dan meer leren, van de Verenigde Staten of van het Verenigd Koninkrijk? Verbaas antwoordt dat de Amerikaanse private debt-markt veel ontwikkelder is, omdat daar veel minder krediet wordt verleend via banken. De kleinere Europese markt is overigens wel aan het groeien, zegt hij, maar de VS blijft vooralsnog een meer ontwikkelde markt waarvan we veel kunnen opsteken. Weijand beaamt dat en wijst erop dat menig Amerikaans private debt fund al verschillende kredietcycli doorlopen heeft. Ontwikkelingen die in Europa nog gaande zijn, zoals het terugtrekken van banken uit private credit, heeft de VS al meegemaakt. Dit heeft tot een markt geleid van veel lokale spelers die alle soorten faillissementsprocedures reeds hebben doorlopen en precies weten wanneer het interessant wordt om te verschuiven van senior naar achtergesteld en mezzanine leningen en uiteindelijk naar distressed debt. Aangezien veel partijen nu pas de eerste dip in de private debt cyclus meemaken, kunnen we veel leren van hoe Amerikanen daarmee omgingen, denkt Weijand. Als Pieterse-Bloem tot slot vraagt of er nog een slotopmerking in de deelnemers zit, reageert Homan. 'We zien dat equity en private debt tot op zekere hoogte banken vervangen. Wanneer je geen toegang tot deze markten hebt, kun je overwegen om aandelen in banken te kopen. Waarschijnlijk heb je daarmee een vergelijkbaar risico-rendementsprofiel.' «

