

Beleggen in distressed debt biedt vooral nú kansen

DOOR HARRY GEELS

Beleggen in distressed debt wordt juist nu interessant omdat de kredietcyclus op zijn eind loopt, de opkoopprogramma's worden afgebouwd en de economische groei vertraagt. De spreiding in resultaten tussen bedrijven gaat toenemen en dat biedt kansen, zo betoogt Galia Velimukhametova, recent aangetreden bij Pictet Asset Management.

Wat is de definitie van distressed debt?

'Wat ons betreft gaat het om afgestrafte of zwaar ondergewaardeerde bedrijfsobligaties, zowel investment grade als high yield. Meestal is er sprake van een 'event' dat of reeds heeft plaatsgevonden of aanstaande is. Beleggers calculeren door bedrijfs- of sectorspecifieke omstandigheden een hoog risico op faillissement in. De kans is groot dat een bedrijf in problemen moet onderhandelen met de schuldeisers over de sanering van de schulden. De technische definitie van 'distressed' is een obligatie die meer dan 10%, ofwel duizend basispunten, boven de risicovrije rente staat. Er wordt ook wel onderscheid gemaakt tussen 'stressed' en 'distressed' credit. Bij stressed debt heeft een bedrijf nog wel diverse opties om de balans te verbeteren, bijvoorbeeld door het uitgeven of omzetten van schuld in aandelen of het verkopen van bedrijfsonderdelen. Distressed debt zien we eerder terug bij high yield, maar ook investment grade-bedrijfsobligaties kunnen distressed raken. Bedrijven kunnen in korte tijd van investment grade naar high yield en distressed vallen. Het gebeurt niet vaak, maar het kan. Denk aan Parmalat, Enron, Lehman en meer recent Steinhoff en DIA. Bij de meeste beleggers wordt distressed debt als onderdeel gezien van de allocatie naar bedrijfsobligaties. Wat liquiditeit betreft, ligt het tussen investment grade en direct lending.'

Waarom is Distressed Long/Short interessant voor beleggers en voor welke beleggers precies?

'Ten eerste zien we dat beleggers in distressed situaties vaak overdrijven. Als de betreffende bedrijven echter een goede sanering weten door te voeren, stijgen de koersen vaak erg snel. Als een bedrijf moet saneren door schuld om

Distressed debt zijn afgestrafte of zwaar ondergewaardeerde bedrijfsobligaties.

De technische definitie van 'distressed' is een obligatie die meer dan 10%, ofwel duizend basispunten, boven de risicovrije rente staat.

te zetten in aandelen, zien we vaak een vergelijkbaar herstel van de koersen, vaak nog verder omdat op de aandelenkoersen geen plafond ligt, terwijl obligaties op par worden afgelost. Dit zien we vaak gebeuren in cyclische sectoren als energie en materialen. We denken verder dat distressed debt vooral nu een interessante beleggingscategorie is omdat we een massieve groei hebben gezien van de bedrijfsobligatiemarkten, zowel in investment grade, high yield en leveraged loans, door de steeds lager wordende rente en doordat we aan het eind van de kredietcyclus zitten. Dat wil zeggen dat, als de rente zal stijgen, er meer spreiding komt in de prestaties van de verschillende bedrijven, afhankelijk van bijvoorbeeld hoeveel schuld ze op de balans hebben. Ook het langzaam terugdraaien van de opkoopprogramma's van de centrale banken zou de spreiding in resultaten doen toenemen. Het ligt voor de hand dat het percentage bedrijven dat distressed raakt, gaat toenemen, temeer daar we nu een vertraging zien van de economische groei. Daarom is het ook interessant om short te kunnen gaan. De laatste zes tot twaalf maanden zien we de spreiding in yields en volatiliteit al sterk toenemen en dit zal voorlopig wel zo blijven.'

Zijn shortposities goed op te zetten?

'Het hangt sterk van de situatie af. Voor de grotere bedrijven kunnen we Credit Default Swaps inzetten om invulling te geven aan een eventuele negatieve visie. Ook securities lending behoort tot de mogelijkheden, behalve als bedrijven in een zware distressed situatie terechtkomen. Dan droogt de markt voor securities lending meestal op. Waar het dus

op aan komt, is op tijd zijn, dus al short gaan voordat zich een distressed situatie manifesteert. De winsten zijn dan ook groter. We delen shortposities overigens in drie verschillende categorieën in. Ten eerste shortposities in cyclische sectoren die in een tijdelijke economische neergang zitten. Ten tweede zetten we shortposities op in sectoren die een massale herstructurering doormaken, door bijvoorbeeld maatschappelijke veranderingen. Denk aan de retailsector, waar traditionele businessmodellen niet meer werken. De derde categorie betreft bedrijven waar sprake is van speciale situaties, zoals fraude, wat we enkele malen per jaar tegenkomen.'

Wat zijn de risico's? Illiquiditeit?

'Er zijn intrinsieke risico's verbonden aan de analyses van de bedrijven en sectoren. Er zijn financiële risico's die betrekking hebben op de financiële cijfers en waardering en op juridische risico's die vooral tot uiting komen bij een herstructurering, waarbij de vraag is hoe gemakkelijk en tegen welke kosten geld kan worden teruggehaald. Illiquiditeit is inderdaad ook een risico, maar wij focussen op de leningen met grotere marktkapitalisaties. Verder is er het risico van de economische cyclus, bijvoorbeeld als een eventuele recessie en daarmee gepaard gaande herstructureringen langer duren dan verwacht.'

Wat maakt een distressed belegger succesvol?

'Ervaring in het uitvoeren van zowel financiële als juridische analyses. Er moeten waarderingen van bedrijven worden gemaakt om te beoordelen of een bedrijf onder- of overgewaardeerd is. En juridische documenten, zoals 'bond indentures', prospectussen en leningovereenkomsten, moeten goed worden doorgrond. Het is belangrijk een team te hebben waarbij de mensen verschillende economische cycli hebben doorgemaakt en hebben geleerd van fouten uit het verleden. Verder zijn onderhandelingsvaardigheden van belang.'

Hoe benaderen jullie Distressed Debt?

'Het is onze strategie om vooral bottom-up analyse toe te passen, waarbij bedrijven en relevante documenten financieel en juridisch grondig worden onderzocht. Ook kijken we goed naar het juridische kader van de landen waarin we beleggen en houden we allerlei macro-economische en sectorstudies bij. Een voorbeeld van zo'n studie voor de energiesector is de correlatie tussen de kans op succesvolle herstructureringen en de volatiliteit van energieprijzen. Bij de portefeuilleconstructie kiezen we

Ervaring in het uitvoeren van zowel financiële als juridische analyses maakt een distressed belegger succesvol!

Bij de portefeuilleconstructie kiezen we voor een combinatie van stressed en distressed bedrijven.

voor een combinatie van stressed en distressed bedrijven. We streven er niet naar om marktneutraal te zijn. We kunnen nettolong of -short zitten. Over de tijd zal het 'long book' wat groter zijn dan het 'short book'. Normaal gesproken wordt het meeste geld verdiend door te profiteren van herstructureringen. Extra alpha voegen we toe met enkele goede shorts waarbij de herstructureringen niet goed slagen.' «

Foto: Archief Pictet Asset Management



CV

Galia Velimukhametova is verantwoordelijk voor Distressed Debt bij Pictet Asset Management. Daarvoor was zij Distressed Debt Portfolio Manager bij Man GLG van 2008 tot 2018, waarbij de nadruk lag op Europese stressed high yield bedrijfsobligaties en distressed debt credit. Eerder was Velimukhametova Managing Director, Partner en lid van het beleggingscomité, verantwoordelijk voor managerselectie en portefeuillesamenstelling bij King Street Capital, Europe. Zij heeft ook gewerkt als handelaar in Debt/Equity en Capital Structure Arbitrage bij JP Morgan. Velimukhametova heeft een MBA behaald aan de Washington University en een Honours Degree in Economie aan de Moscow State University.