

# Private Credit steeds belangrijker in de beleggingsportefeuille

DOOR JOLANDA DE GROOT

Alternative Fixed Income krijgt een steeds prominentere rol in de vastrentende portefeuilles van institutionele beleggers. Een belangrijk onderdeel binnen Alternative Fixed Income is Private Credit: niet-beursgenoteerde leningen. Denk hierbij aan hypotheekleningen, infrastructuurleningen en (senior)bedrijfsleningen.

Wat maakt Private Credit als asset class zo interessant? Wat zijn de rendementen en wat zijn de risico's? Zijn er ook andere beweegredenen om in Private Credit te stappen? Heeft deze categorie een plek in het nieuwe pensioencontract? Victor van Will, verantwoordelijk voor Private Credit bij MN, en Johan Idema, hoofd Vastrentende Waarden bij MN, gaan in op deze vragen.

'Private Credit in de vorm van Nederlandse hypotheekleningen of private leningen is al lange tijd in institutionele portefeuilles te vinden', zegt Johan Idema. 'Zo heeft PMT in 2014 - samen met MN en DMFCo - MUNT Hypotheekleningen vormgegeven. Kort daarvoor, in 2013, is het Bedrijfsleningenfonds (co-financieringsfonds met banken) van start gegaan.'

## Waarom zijn deze initiatieven mooie beleggingsproposities en wat is het uiteindelijke doel?

**Victor van Will:** 'Het unieke aan het MUNT-product is dat pensioenfondsen sturing kunnen geven aan hun eigen risicoprofiel. Het MUNT-label is inmiddels de grootste 'niet-financiële' hypotheekverstrekker van Nederland. Reden om

destijds hypotheekleningen op te nemen was, naast het realiseren van een goed rendement, om bij te dragen aan een meer open markt voor hypotheekleningen.'

## Wat is de plaats van Private Credit in de beleggingsportefeuille?

**Van Will:** 'Door de lange beleggingshorizon is private credit een mooie diversifiërende beleggingscategorie. Een allocatie naar minder liquide leningen is zinvol vanuit een risico/rendement-gedachte en ook vanuit een buy and hold-gedachte. Private Credit heeft een plaats in zowel de matching- als de rendementsportefeuilles. Nederlandse hypotheekleningen hebben met hun voorspelbare cashflows en hun gematigde risicoprofiel een plek in de matchingportefeuille. Infrastructuurleningen zijn onderdeel van de rendementsportefeuille, al zijn er argumenten te verzinnen om de leningen in de matchingportefeuille te plaatsen. Geschikte private bedrijfsleningen hebben naar verwachting een rating van BBB/BB: hoger dan asset classes zoals high yield en EMD, maar lager dan een gemiddelde investment grade publieke credit-portefeuille. Daarmee zitten ze op de scheidslijn van de matching- en rendementsportefeuille. De leningen die worden opgenomen, passen vanuit risico/rendement-perspectief en ook vanwege de liquiditeit het beste in de rendementsportefeuille.'

'Met het nieuwe pensioencontract zal de scheiding tussen een matching- en een rendementsportefeuille vervagen, waardoor er meer vanuit een soort 'kredietstraat' gedacht kan worden. Dat betekent dat verschillende soorten kredietrisico's in verschillende vormen in de portefeuille kunnen voorkomen en in die hoedanigheid beter uitwisselbaar zijn dan in een omgeving van matching- en rendementsportefeuille-denken.'

## Welke rendementen zijn te verwachten binnen Private Credit en wat zijn de risico's waar je mee te maken hebt?

**Van Will:** 'Voor de rendementen gaan wij voornamelijk uit van een premie ten opzichte van de publieke markt, met als



VICTOR VAN WILL

doel een overrendement te behalen dat benodigd is ten opzichte van de verplichtingen. Voor hypotheek, als onderdeel van de matchingportefeuille, is deze vanuit risicoperspectief lager en dient deze momenteel vooral om de negatieve staatsrentes te compenseren.'

**Johan Idema:** 'De rendementen voor obligaties zijn laag en de kredietvergoedingen op publieke obligaties worden sterk beïnvloed door het opkoopprogramma van de ECB, dat een drukkend effect heeft op de kredietvergoeding. De vraag is of dit nog genoeg compensatie biedt voor de risico's.'

**Van Will:** 'Het huidige overschot aan liquiditeit heeft de spreads sterk naar beneden gedrukt. Dat geldt voor de publieke markten, maar ook voor de private markten. De grote vraag naar Private Credit zorgt ervoor dat de leningendocumentatie steeds minder bescherming biedt voor de belegger en de spreads laag zijn. Dat kan leiden tot onverantwoorde risico's. De markt voor direct lending kent veel fondsen die straks te weinig ammunisie hebben om bijvoorbeeld bij een nieuwe default cycle bedrijven te redden of te herfinancieren. Selectie van de juiste leningen, binnen de juiste categorie, is nu dus nog noodzakelijk, om spijt achteraf te voorkomen.'

**Idema:** 'Overigens voegen niet alleen institutionele beleggers Alternative Fixed Income aan hun beleggingsportefeuille toe. Ook voor andere partijen lijkt dit een geschikte asset class.'

### **Is de categorie nog wel aantrekkelijk, of zie je vooral een zogenaamde 'crowded trade'?**

**Van Will:** 'Binnen Alternative Credit zien we inderdaad een stijgend aanbod van (corporate) direct lending-fondsen die zich richten op ondernemingen die moeilijker financiering bij banken kunnen ophalen. We zien dat er kredietlijnen zijn bij banken die senior zijn ten opzichte van de overige schuldeisers, in geval de lijnen getrokken worden. Dit kan vaak als een teken worden opgevat dat het minder gaat met het bedrijf en er direct achterstelling van de overige leningen ontstaat.'

### **Zal de coronacrisis de problemen en de gevolgen van slechte structuren in de komende kwartalen blootleggen?**

**Van Will:** 'Om deze reden zoeken wij naar delen van de kredietmarkt waar de leningendocumentatie nog voldoende bescherming biedt aan de schuldeisers en er nog een premie te behalen is. Infrastructuurleningen zijn daar een goed voorbeeld van, hoewel daar ook een enorme druk staat op de spreadvergoedingen. Toch biedt de combinatie van goede documentatie en een minimaal overrendement nog genoeg houvast om te alloceren naar dit deel van de markt.'

### **Door het deels wegvallen van de banken worden voor bedrijfsleningen (met name de grotere leningen van 50-100 miljoen per transactie) op termijn mogelijkheden verwacht om voor langere duur ondernemingen te financieren. Wat zijn jullie gedachten daarover?**

**Van Will:** 'We zien dat veel middelgrote en grote bedrijven behoefte hebben aan een overzichtelijk aantal kredietverschaffers. Nu maakt men gebruik van markten met veel participanten, waarmee dreigt te moeten worden gecommuniceerd als het even tegenzit. Dit zorgt doorgaans voor complexiteit ten opzichte van de interne capaciteit bij de onderneming om hiermee om te gaan. De goedkope lening dreigt dan zomaar een dure lening te worden. We verwachten dat veel bedrijven een voorkeur hebben voor één grote tegenpartij die in staat is leningen te verstrekken van een grotere omvang.'

### **Wat worden in de toekomst de uitdagingen op het gebied van beleggen in Alternative Fixed Income?**

**Idema:** 'Markten zijn continu in beweging. Dit vraagt om aanpassingsvermogen. In het huidige pensioencontract hebben staatsobligaties en swaps bijvoorbeeld een grote omvang en lijkt het nieuwe pensioencontract ruimte te creëren om de trendmatige rentegevoeligheid af te dekken met Alternative Fixed Income.'

**Van Will:** 'De grote uitdaging op het gebied van Alternative Fixed Income is de kennis bij de uitvoerders en bij de pensioenfondsbesturen. Hoe kunnen we waarborgen dat de kennis goed wordt geborgd en gedeeld en de portefeuilles transparant zijn, zodat kan worden bijgestuurd en ook de risico's helder zijn? De bedragen die gealloceerd gaan worden, zijn immers substantieel, als wordt uitgegaan van minimaal 2% van de portefeuille.' «



JOHAN IDEMA