

# Vooruitzichten private debt relatief goed

Door Hans Amesz Fotografie Sam Huibers | PICS





In de afgelopen jaren is, mede doordat banken door regelgeving minder kapitaal kunnen aanhouden en ze minder betrokken zijn bij de financiering van bedrijven, een verschuiving gaande van public naar private debt. Die trend betekent ook dat beleggers kunnen profiteren van een hoger rendementsprofiel.

Tijdens het seminar ‘How to position your portfolio for 2024 and beyond’, georganiseerd door Financial Investigator, spraken vier experts met dagvoorzitter Bob Homan over de vooruitzichten voor private debt.

**Waarom is private debt interessant?**

**Roy Kroon:** ‘Private debt kan een hoog rendement opleveren vanwege de illiquiditeitspremie. Private assets bieden meer mogelijkheden voor diversificatie in de beleggingsportefeuille. Verder gaat het om variabel rentende beleggingen, wat betekent dat je niet wordt blootgesteld aan duration, dus hebben ze de neiging stabielere te zijn.’

**Andreas Klein:** ‘Alleen kijken naar rendement is op zichzelf waarschijnlijk een beetje een afleidingsmanoeuvre. Je moet ook naar het risico kijken, dat is de andere kant van de medaille. Het is duidelijk dat je bij private debt veel sterkere beschermingen en controles hebt om de waarde van je investeringen te behouden. Je ziet hoe dit, door de jaren heen, heeft geleid tot hogere terugverderingspercentages. Als we vooruitkijken – ik heb natuurlijk geen kristallen bol – denk ik dat de geopolitieke macro-onzekerheid nog steeds heel duidelijk aanwezig is op zowel de korte als de middellange termijn. Daarom is het vermogen om waarde te behouden als er iets misgaat bij private debt van groot belang.’

**Lalantika Medema:** ‘De huidige omgeving is beïnvloed door veranderingen in de regelgeving, de terugtrekking door banken en uitdagingen ten aanzien van traditionele kredietverstrekkingmodellen. Dit biedt een kans voor goed gefinancierd privaat kapitaal om in te stappen. Op de private markt

profiteren investeerders van directe besprekingen met de kredietnemer en de mogelijkheden om de voorwaarden en het beheer van een transactie te controleren.’

**Waarom wordt er dan nog in openbare liquide bedrijfsleningen geïnvesteerd?**

**Klein:** ‘Ik denk dat liquiditeit tot op zekere hoogte een zekere waarde heeft. In tijden van stress is die liquiditeit overigens meestal niet beschikbaar. Het goede aan private markets is dat we langetermijnbeleggers zijn. We zijn fundamenteel gedreven, niet marktgedreven, en daarom kijken we naar assets voor de lange termijn. Dat is waarom het gaat om de stabiliteit van het rendement en minder om de volatiliteit daaromheen.’

**Is nu het juiste moment om te investeren in private debt?**

**Kroon:** ‘Er is natuurlijk niet één gouden moment om te investeren in private debt, maar je ziet wel een verschuiving van public naar private debt. In de afgelopen pakweg twintig jaar heeft veel financiering plaatsgevonden op de publieke markten. Dat is minder geworden, onder andere omdat de banken door regelgeving minder kapitaal kunnen aanhouden. Dat betekent dat ze minder relevant zijn voor de financiering van bedrijven. In die zin helpen reguleringstrends om private markten te laten groeien en dat heeft ertoe bijgedragen dat de spreads zijn toegenomen, ook door de hogere rentetarieven. In vastrentende waarden zijn de rentetarieven de afgelopen tien jaar erg laag geweest, maar inmiddels zijn ze weer veel aantrekkelijker. Misschien dat er de komende periode sprake blijft van een vrij gunstige renteomgeving.’

**Medema:** ‘Ja. We zien kansen aan zowel de aanbod- als de vraagkant. Aan de aanbodkant trekken banken en traditionele kredietverstrekkers zich terug. Aan de vraagzijde hebben originators en leners toegang tot minder kapitaalbronnen. Als gevolg daarvan kunnen beleggers strengere voorwaarden en convenanten opleggen en tegelijkertijd profiteren van een hoger rendementsprofiel. Daarnaast heeft de volatiliteit op de publieke markten ook uitdagingen gecreëerd voor kredietnemers en kapitaalverstrekkers die in het verleden afhankelijk waren van de publieke markt.’



**VOORZITTER**

**Bob Homan**

Hoofd, ING Investment Office



**Andreas Klein**

Head of Private Debt, Pictet Asset Management



**Roy Kroon**

Team Lead Credit Investments, PGB Pensioendiensten



**Niels Las**

Associate Director Credit Risk Sharing Investment, PGM Investments



**Lalantika Medema**

Alternative Credit Strategist, PIMCO

‘Er liggen kansen in zowel de markt voor corporate finance als de markt voor specialty finance.’

**Niels Las:** ‘Wij verkrijgen exposure naar private debt via credit risk sharing-transacties met banken. Het is momenteel een aantrekkelijke tijd om in credit risk sharing te investeren. Steeds meer banken ontdekken dit instrument, en steeds meer jurisdicties staan open voor het toestaan van kapitaalvrijval voor banken als ze een risk sharing-transactie aangaan. Het betreft echter een gespecialiseerde markt, dus wij denken dat het juiste moment om in te stappen om ervaring op te doen, even geleden was om in staat te zijn daar nu de vruchten van te plukken.’

**Waarom dan uitgerekend nu investeren in een misschien nog niet volwassen markt met minder transparantie en illiquiditeit?**

**Klein:** ‘De private markten spelen in op informatieasymmetrie. Het feit dat jouw deals en de activiteiten die je onderneemt niet openbaar zijn, verschaft je een concurrentievoordeel. Het geeft je een voorsprong, waardoor je alpha kunt creëren. Als iedereen over een perfecte set aan informatie beschikt, genereer je alleen maar rendementen. We zijn altijd bereid om op vertrouwelijke basis naar onze investeerders bekend te maken wat we doen, maar we gaan niet naar de pers of naar concurrenten om op te scheppen over wat we bereiken op het gebied van dealstructurering, rendement en dergelijke, want dat is niet in ons voordeel.’

**Is er op dit moment een groter verschil tussen slechte en goede leningen dan normaal?**

**Kroon:** ‘Dat is over het algemeen niet het geval. Er spelen altijd wel problemen, zoals bijvoorbeeld in de afgelopen jaren met de zwakkere leningdocumentatie, maar dat hoort erbij. Dat heeft ook te maken met de kwaliteit van de manager. Het managerselectieproces speelt een belangrijke rol.’

**Las:** ‘Ik denk dat we misschien meer portefeuilles met een lager risico zien. De reden waarom banken significant risk transfer-transacties doen, is enerzijds als credit hedge, maar ook om kapitaalvrijval te krijgen. Als je primair geïnteresseerd bent

in kapitaalvrijval, wil je waarschijnlijk de onzekerheid rond verliezen beperken die een investeerder negatief zou kunnen interpreteren.’

**Waar richten jullie je bij voorkeur op?**

**Klein:** ‘Wij richten ons met name op bedrijven, senior-secured en lagere middenmarkten. Dat laatste is waarschijnlijk een beetje meer controversieel, maar wij denken dat de lagere middenmarkt een op zichzelf staand segment in de markt is en dus niet zo sterk gecorreleerd is met macrogebeurtenissen. Wat we proberen te doen is niche-bedrijven vinden die ontwrichtende technologieën of producten en diensten hebben die afgeschermd zijn van de bredere macro-economie, weg van de investeringscycli, weg van rentebewegingen, weg van grensoverschrijdende handel en dergelijke.’

**Medema:** ‘We zien kansen in zowel de markt voor corporate finance als de markt voor specialty finance. Op het gebied van specialty finance en woningfinanciering richten we ons op consumentengebieden, waaronder woningkredieten, consumentleningen, luchtvaartfinanciering en financiering van apparatuur. Op het gebied van corporate finance richten we ons momenteel op kapitaaloplossingen.’

**Kroon:** ‘Ik denk dat er ook ruimte is voor de private credit market, waarvan 50% in handen is van private equity. Dat kan je zien als een risico of een kans. Er staat tenminste een sponsor achter die hopelijk het bedrijf steunt waarin je investeert. Dat geeft wellicht meer kapitaalcommitment dan wanneer je rechtstreeks in een bedrijf investeert. Je kunt ook meer gebruikmaken van ESG- of impactstrategieën, wat sowieso meer mogelijk is bij onderhandse leningen.’

**Hoe om te gaan met de SDGs en ESG in private debt?**

**Klein:** ‘Het lijkt erop dat we hier niet om ESG heen kunnen. We zien ESG in een paar categorieën. Eén is die van de regelgeving, namelijk SFDR en rapportage en dergelijke. Een belangrijker element van ESG in onze beleggingsfilosofie is het toevoegen van waarde. Hoe kunnen we ons daadwerkelijk actief en doelgericht inzetten om waarde in ‘onze’ bedrijven te creëren? We sluiten ook sectoren uit, zoals gokken, tabak, olie- en gasexploratie en dergelijke. En het gaat eveneens om het begrijpen van risico, want

‘Private markten spelen in op informatieasymmetrie.’

ESG-risico is volgens ons ook kredietrisico. Het hebben van sterkere, duurzamere bedrijven verlaagt het daadwerkelijke risico van onze beleggingen.’

**Las:** ‘Onze grote klant, een pensioenfonds voor de Nederlandse gezondheidszorg, is erg ambitieus op het gebied van ESG. Vanwege de flexibiliteit van risk sharing-transacties kunnen we ESG benaderen vanuit verschillende invalshoeken. Een daarvan is het hanteren van een uitsluitingsbeleid. De tweede invalshoek is de due diligence op de ESG-integratie van een bank, waarin we beoordelen hoe ESG geïntegreerd wordt in het kredietverleningsperspectief en hoe ESG wordt beheerd op portefeuille-niveau. Er is nog een derde invalshoek: we vinden impact assets natuurlijk aantrekkelijk. Als we onderliggende kredieten kunnen vinden die worden geassocieerd met positieve impact, willen we daar graag met een bank aan werken. Tot nu toe is dat laatste het meeste gematerialiseerd in transacties die we hebben gedaan op het gebied van projectfinanciering. Een aanzienlijk deel van de onderliggende portefeuilles heeft betrekking op hernieuwbare energie.’

**Zien we dat kredietrisico en duurzaam risico hand in hand gaan?**

**Medema:** ‘ESG-integratie is een onderdeel van ons beleggingsproces. Ons portefeuilleteam werkt direct samen met het ESG-portefeuillebeheerteam om de relevante risicofactoren en overwegingen te identificeren tijdens het due diligence-proces. Wat wordt gevolgd of geëvalueerd vanuit een E-, S- en G-perspectief is erg afhankelijk van de sector.’

**Hoe denken jullie over de renteomgeving en de economie?**

**Klein:** ‘Ik denk dat je de debt-markt moet verdelen in transacties die bestaand en uitstaand zijn – dus deals die 12, 18, 24, 36 maanden geleden zijn gedaan. We komen waarschijnlijk op een punt van significante herfinanciering en dat zal tegelijkertijd een aantal kansen en risico’s creëren. De balansen die geherstructureerd moeten worden, zullen veel kansen bieden voor distressed funds. Je moet een deel van het herfinancieringsgat opvullen. Wat nieuwe transacties betreft, zijn de vooruitzichten voor de komende 12, 24 maanden goed. Macroeconomische indicatoren wijzen meer op een zachte dan op een harde landing. Vanuit

**‘Reguleringtrends helpen om private markten te laten groeien.’**

een kredietperspectief is dat eigenlijk best oké, omdat we over het algemeen beschermd zijn tegen een lichte neerwaartse beweging.’

**Kroon:** ‘Een pensioenfonds heeft een zeer lange beleggingshorizon. We springen niet in en uit de markt op basis van economische verwachtingen, maar je beoordeelt je portefeuilleconstructie steeds op basis van zaken als risico versus rendement en ESG als geheel. Die vooruitzichten zijn relatief goed voor private debt. Het investeringsproces is wel relatief lang en in private credit kun je geen € 500 miljoen per dag investeren, maar toch vallen er binnen een redelijk tijdsbestek behoorlijke allocaties op te bouwen die ook gunstig kunnen zijn voor je portefeuilleconstructieproces.’

**Las:** ‘De wanbetalingspercentages zullen waarschijnlijk omhooggaan, maar we weten niet met hoeveel. Om transacties te prijzen, gebruiken we een statistische benadering waarin we een groot aantal scenario’s simuleren. We houden rekening met de huidige economische vooruitzichten door wat minder gewicht op de meer optimistische scenario’s te plaatsen. Daarnaast ontlenen we enig comfort aan het feit dat we de afgelopen jaren veel hebben meegemaakt: COVID, het uitbreken van de oorlog tussen Rusland en Oekraïne, stijgende energieprijzen. Bedrijven die deze turbulentie goed hebben doorstaan, hebben een bepaalde mate van robuustheid laten zien.’

**Medema:** ‘Wat we het afgelopen jaar hebben zien gebeuren, is dat we in feite zijn overgestapt van een omgeving met een lage rente en een enorme liquiditeit naar een omgeving met een hogere rente en een beperkte liquiditeit. Wij denken dat private debt enorme kansen biedt en het is belangrijk om een breed net uit te werpen door over sectoren heen te kijken in plaats van je alleen te richten op directe leningen aan bedrijven. Deze beleggingen kunnen ook profiteren van zelf-aflossende kasstromen, backing van harde assets en kortere looptijden. Bovendien zijn de rendementsprofielen die we vandaag de dag op een ‘unlevered’ basis zien hoger bij een lager risico. Dat is ook een voordeel voor kredietverstrekkers nu.’ ■

**CONCLUSIE**

Er is sprake van een verschuiving van public debt naar private debt.

Aan de aanbodkant trekken banken en traditionele kredietverstrekkers zich terug. Aan de vraagzijde hebben initiators en leners minder toegang tot kapitaalbronnen.

De private markten spelen in op informatieassymetrie. Het feit dat deals en de ondernomen activiteiten niet openbaar zijn, verschaft een concurrentievoordeel.

Private debt biedt mogelijk grote kansen. Het is belangrijk over sectoren heen te kijken in plaats van alleen gericht te zijn op directe leningen aan bedrijven.