

Kansen voor verzekeraars in real estate debt

Vastgoedobligaties winnen aan populariteit bij verzekeraars, pensioenfondsen en asset managers die hun vastgoed- en vastrentende portefeuilles willen diversifiëren. Natalie Howard, Head of Real Estate Debt bij Schrodgers, zet de specifieke kenmerken uiteen tijdens een interview met Financial Investigator.

Door Jan Jaap Omvlee

Snelle groei real estate debt

‘De snelle groei van real estate debt is het gevolg van het samenkomen van een aantal factoren. Om te beginnen zijn wij van mening dat de vooruitzichten voor vastgoed op de middellange termijn over het algemeen positief zijn. De COVID-19-crisis heeft de markten in goede staat achtergelaten. Vastgoedobligaties kunnen institutionele beleggers een additioneel rendement bieden van 100 tot 150 basispunten ten opzichte van bedrijfsobligaties met een vergelijkbare rating. Dit rendement bestaat voornamelijk uit inkomsten en een illiquiditeitspremie.

Daarnaast zijn de risicokenmerken van real estate debt ten opzichte van bedrijfsobligaties en aandelen erg gunstig. Vastgoedobligaties bieden een bescherming tegen neerwaartse risico's vanwege het feit dat er fysiek vastgoed onder ligt, in combinatie met een aanzienlijke kapitaalbuffer en robuuste leningstructuren. De gevoeligheid voor het renteklimaat wordt ook beperkt door coupons van leningen met een variabele rente, die worden aangepast wanneer de rente verandert. Dit helpt bij het waardebehoud in een fase van stijgende rente of om de duration te beperken. De correlatie met de S&P 500-index is historisch gezien negatief.

Vastgoedobligatiemarkten drastisch veranderd sinds de financiële crisis

‘Sinds de wereldwijde financiële crisis van 2007-2008 zijn de markten voor vastgoedobligaties, vooral in Europa, drastisch veranderd. Een combinatie van factoren heeft geleid tot een vermindering van het beschikbare bankkapitaal voor kredietnemers, wat op haar beurt een groeiende mogelijkheid biedt voor institutioneel, niet-bancair kapitaal om aan de vraag van kredietnemers te voldoen. Niet-bancair kapitaal vertegenwoordigt nu 6% (ca. € 63,1 miljard) van de Europese vastgoedschuldmarkt, vergeleken met slechts 0,8% (circa € 14 miljard) in 2008. Dit in vergelijking met het Verenigd Koninkrijk, waar niet-bancaire leningen ongeveer 20% bedragen, en de VS-markt, waar dit percentage dichter bij 40% ligt.

COVID-19 en de invoering van Basel IV hebben ertoe geleid dat banken zich verder teruggetrokken hebben, waardoor er een kloof tussen vraag en aanbod is ontstaan die wordt opgevuld door alternatieve kredietverstrekkers. De huidige markt biedt een scala aan beleggingsmogelijkheden in real estate debt

die worden gekenmerkt door een goede relatieve waarde, vooral in vergelijking met bedrijfsobligaties van vergelijkbare kredietkwaliteit.'

Real estate debt aantrekkelijk voor beleggers

'In vogelvlucht bieden vastgoedobligaties voor beleggers de volgende voordelen:

Relatieve waarde en toegang tot de illiquideitspremie: Voor beleggers in onroerend goed is de relatieve waarde ervan aantrekkelijk. Senior vastgoedobligatiebeleggingen hebben in vergelijking met bedrijfsobligaties met een vergelijkbare kredietrating in de afgelopen vijf jaar een hoger rendement laten zien.

Betere bescherming van de belegger: De voorwaarden van leningen zijn doorgaans goed uitonderhandeld tussen leningnemer en leninggever. Vastgoedschuld is een private asset class, en terwijl standaarddocumenten de basis vormen, worden de belangrijkste contractuele voorwaarden van elke overeenkomst aangepast om ervoor te zorgen dat de investering de specifieke risico's weergeeft van het onderliggende vastgoed en het bedrijfsplan van de kredietnemer. Een deel van deze onderhandelingen spitst zich toe op het type en het niveau van de financiële convenanten in de leningdocumentatie, die specifiek zijn voor elke lening en de kredietverstrekker beschermen in ongunstige scenario's.

Duidelijk proces voor de afwikkeling van noodlijdende leningen: Het feit dat vastgoedleningen doorgaans in handen zijn van één of enkele onderliggende kredietverstrekkers, in vergelijking met meerdere investeerders in een openbare bedrijfsobligatie-emissie, betekent dat kredietverstrekkers rechtstreeks met de kredietnemer kunnen onderhandelen bij een default. Deze sterke onderhandelingspositie kan investeerders in real estate debt meer onderhandelingsmacht geven. De mogelijkheid om proactief mogelijke problemen aan te pakken, leidt doorgaans ook tot een gestroomlijnder afwikkelingsproces bij eventuele noodlijdende leningen.

Bij wanbetaling kunnen kredietverstrekkers zich beroepen op het onderliggende vastgoed en het onderpand beheren en uiteindelijk liquideren om hun lening terug te krijgen. Houders van niet-achtergestelde vastgoedleningen, met eersteklas zekerheden en duidelijke



CV

Natalie Howard

Natalie Howard is Head of Real Estate Debt bij Schroders Investment Management. Ze is werkzaam geweest in verschillende segmenten van de kapitaalstructuur van diverse vastgoedcategorieën, zowel aan de verkoopzijde als aan de aankoopzijde. Voordat zij bij Schroders in dienst trad, bekleedde zij leidinggevende posities bij DRC Capital, AgFe, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Charterhouse Bank en Paribas.

lijke convenanten, kunnen er doorgaans voor zorgen dat deze executie en liquidatie tijdig plaatsvinden om het verlies te minimaliseren.

Bescherming tegen verliezen: Real estate debt wordt gedekt door harde activa en de opbrengst van een belegging in onroerend goed hangt af van de waarde van afgeschermd, fysiek onroerend goed. Dit is anders dan bij beleggingen in bedrijfsobligaties, waar de inning voor obligatiehouders doorgaans meer afhankelijk is van het beheer van een bedrijf als going-concern. Deze zekerheidsstelling kan ertoe bijdragen dat beleggers in vastgoedobligaties zowel kwantitatief als qua timing meer waar voor hun geld terugkrijgen als een belegging niet de verwachte resultaten oplevert. Het is ook belangrijk op te merken dat senior vastgoedleningen een typische LTV (loan to value) hebben van 50-60%, dus meer 'collateralised' zijn door het onderliggende vastgoed. Bij een wanbetaling zorgt dit voor hogere 'recoveries' met minimale verliezen, in vergelijking met een gemiddeld recuperatiepercentage van <40% voor bedrijfsobligaties.

Stabiele kasstromen: Real estate debt is een vastrentende belegging die profiteert van een set aan stabiele rente- en aflossingsbetalingen, wat aantrekkelijk is voor verzekeraars die op zoek zijn naar zeer voorspelbare inkomstenstromen. Leners hebben wel het recht om hun lening vervroegd af te lossen. Daarom worden vaak 'aflossingspenalty's' toegepast om het

risko van vervroegde aflossing te beperken. Deze boetes kunnen variëren van een vast percentage van het geleende bedrag, dat gewoonlijk afneemt naarmate de lening langer uitstaat, tot een volledige 'make whole' of 'spens'-bescherming, waarbij de leningnemer de leninggever moet compenseren voor het mislopen van couponbetalingen die gedurende de looptijd van de lening zouden zijn ontvangen. Het aanbod van 'make whole'-leningen op de markt kan echter beperkt zijn, zodat het een aantal maanden kan duren om een portefeuille van aanzienlijke omvang op te bouwen.

Diversificatie van meer liquide beleggingen:

Real estate debt kan diversificatievoordelen bieden wanneer deze wordt toegevoegd aan een portefeuille van meer traditionele beleggingscategorieën. De leningen kunnen ofwel een coupon met vaste rente uitbetalen, ofwel een marge over een variabele referentierente (bijvoorbeeld Euribor of Libor/Sonia). Leningen met variabele rente verminderen de exposure van een schuldportefeuille aan renteschommelingen, aangezien de coupon van de lening aan het begin van elke renterekeningsperiode wordt aangepast om rekening te houden met eventuele wijzigingen in de referentierentevoet. Deze diversificatievoordelen kunnen expliciet worden meegenomen in een intern model of in de standaardformule van Solvency II.

Verbeterde veerkracht en kapitaalefficiëntie:

De kapitaalbehandeling van beleggingen in real estate debt is gunstig voor beleggers die het onderpand dat de schuld dekt, in hun risicogebaseerde modellen kunnen opnemen.

Overwegingen bij de standaardformule

'Aangezien transacties met vastgoedobligaties 'private' zijn, hebben zij geen publieke rating en worden zij daarom oftewel geclassificeerd als 'non-rated', oftewel beoordeeld aan de hand van een goedgekeurde interne rating onder Solvency II. Het gebruik van een interne rating betekent dat de asset behandeld wordt als elke andere obligatie of lening met een rating in het kader van de spreadrisicomodule, terwijl de classificatie als 'non-rated' een 'spread capital charge' oplevert van net onder die van BBB-leningen. De leningen hebben een middellange looptijd, doorgaans vijf jaar, waardoor zij een effectieve 'spread capital charge' van 15% hebben indien zij als 'covered bonds' worden behandeld.

Solvency II staat verzekeraars toe de waarde van door de kredietnemer gestelde zekerheden¹ te erkennen, mits aan bepaalde voorwaarden is voldaan. Deze voorwaarden zijn onder meer:²

- De verzekeraar heeft de mogelijkheid om de zekerheid te liquideren of te behouden.
- De zekerheid is van voldoende kwaliteit.
- Er is geen materiële correlatie tussen de waarde van het onderpand en de kredietwaardigheid van de lener.
- Het collateral is niet in de vorm van effecten.

Verzekeraars kunnen hierdoor mogelijk profiteren van een lagere 'spread capital charge' in vergelijking met andere vastrentende beleggingen met een vergelijkbare rating. In dit scenario wordt de niet-achtergestelde schuld in de vorm van vastgoed namelijk behandeld als een 'covered bond', waardoor de 'spread capital charge' lager uitvalt dan bij een ongedekte obligatie zonder rating met een vergelijkbare looptijd.

Voorbeeld van een levensverzekeraar

'In 2020 hebben we gewerkt voor een levensverzekeraar in het Verenigd Koninkrijk om de zorgen die daar speelden met betrekking tot de lage yields in de surplusportefeuille weg te nemen. De cliënt wilde graag de beschikbare opties voor rendementsverbetering onderzoeken, zonder dat het kapitaalbeslag veel zou veranderen en zonder dat er een grote markt-to-market volatiliteit zou optreden. Wij hebben vervolgens de surplusportefeuille geoptimaliseerd met behulp van traditionele obligaties en aandelen, in combinatie met alternatieven zoals infrastructure debt en real estate debt. Uit onze analyse bleek dat in dit geval de opname van een positie in real estate debt bijzonder gunstig was, zowel wat betreft de toename van het verwachte rendement als wat betreft de diversificatievoordelen. Tegelijkertijd had de door ons voorgestelde strategie ook een zeer sterke sociale impact.

Tijdens het due diligence-proces hebben wij met de investment, actuariële en risicoteams van de cliënt de economische risico's van de strategie toegelicht, evenals de operationele aspecten van beleggen in een closed-end vehikel. We hebben met de cliënt uiteraard ook de standaardformule voor de behandeling van de belegging besproken, gebaseerd op de geldende regelgeving.' ■

Contact

Voor meer informatie over de visie van Schroders op real estate debt, kunt u contact opnemen met:

Wim Nagler -
Head Institutional Clients
Benelux
wim.nagler@schroders.com

Sjoerd Hoogeveen -
Sales Director Institutional
sjoerd.hoogeveen@schroders.com

Claudia Dawson -
Client Manager
claudia.dawson@schroders.com

www.schroders.nl

IN HET KORT

Real estate debt biedt verzekeraars (en andere institutionele beleggers) verschillende voordelen, waaronder:

- Positieve diversificatie-effecten, stabiele kasstromen en betere yields voor ratings die vergelijkbaar zijn met die van publieke obligaties.
- De mogelijkheid voor beleggers om het risicorendementsprofiel af te stemmen op hun beleggingsdoelstellingen door te lenen met verschillende hefboomen en verschillende typen vastgoed.
- Sterke bescherming van beleggers, doordat de contractuele voorwaarden van elke lening kunnen worden aangepast ter bescherming van het kapitaal van investeerders.

1 Article 176(5) of the Delegated Regulation EU 2015/35.
2 Article 214 of the Delegated Regulation EU 2015/35.