



DE EUROPESE PRIVATE DEBT-MARKT: GOEDE DIVERSIFICATIE IN DE CREDIT PORTEFEUILLE

Door Harry Geels

Diverse trends stuwen de ontwikkeling van de Europese private debt-markt, zoals strengere regulering en de zoektocht van beleggers naar yield en diversificatie in de obligatieportefeuille. Delta Lloyd zette al ruim tien jaar geleden de eerste stap in deze markt. 'Een logisch gevolg van de ontwikkelingen', aldus Clemens Braams, Fundmanager Fixed Income Illiquid bij Delta Lloyd Asset Management. 'We kennen de behoefte van de institutionele klant, en dus welke leningen we wel en niet willen binnen de huidige regelgeving.'

Welke trends kunnen we waarnemen in de Europese private debt-markt?

'Wat betreft kredietverstrekking moeten banken onder Basel III terug in grootte, aantallen en looptijden. Hierdoor kunnen kleinere en middelgrote bedrijven lastiger aan financiering komen. We zien nu dat institutionele beleggers in de markt van private debt stappen en dat gat opvullen. Voor 1998, toen de Europese kapitaalmarkt werd ingevoerd, hadden we in Nederland overigens bij diverse pensioenfondsen ook grote onderhandse leningenportefeuilles. Tijdens deze vereuropeïsering werd de small- en midmarkt eigenlijk steeds meer en uiteindelijk volledig door de banken bediend. Bedrijven met ratings konden met de hulp van investment banks ook op de obligatiemarkten terecht. Maar er is nu door de terugtrekking van banken weer een gat ontstaan voor de kleinere bedrijven, waar, zoals gezegd, partijen zoals wij op inspringen. Aanvankelijk zagen banken ons als bedreiging. Bankens koppelden hun diensten zoals betalingsverkeer en advisering over fusies en overnames vaak aan de kredietverstrekking. Zonder de kredietverstrekking waren ze aanvankelijk bang dat bedrijven ook andere diensten niet zouden afnemen. Het heeft een tijd geduurd voordat banken beseften dat ze beter met ons konden samenwerken. Wij bieden die andere diensten toch niet aan.'

En andere trends, zoals Solvency II?

'Solvency II is feitelijk een methodiek voor verzekeraars om kapitaalbeslagen te berekenen. Onder deze regelgeving wordt het voor verzekeraars steeds nadeliger om in aandelen te beleggen, omdat er een te groot kapitaalbeslag voor nodig is. Aan de ene kant hebben we staatsleningen die te weinig opleveren en aan de andere kant aandelen die te risicovol zijn. Tussen beide zit een grijs gebied dat aangeboord moet worden. Alternatieven zijn de creditmarkten, maar die leveren tegenwoordig ook te weinig op. Deze markten zijn erg 'crowded', met alle gevaren van dien. Andere alternatieven zijn verder hypotheek, high yield en private debt in verschillende vormen, zoals leningen aan midden- en kleinbedrijf en infrastructure debt. Deze markten waren tot enkele jaren geleden in Europa nog weinig ontwikkeld. Maar ze worden, mede door de zoektocht naar yield, steeds volwassener. Europa gaat de VS achterna, waar deze markten veel ontwikkelder en dieper zijn wat betreft liquiditeit. Europa is er voor alle duidelijkheid nog lang niet. Basel III en Solvency II zijn weliswaar Europese regelgevingen, maar de wijze en het moment van uitvoering hiervan verschillen toch van land tot land, met Nederland als het braafste jongetje van de klas.'



Dus de stap naar de Europese private debt-markt is een logisch gevolg?

‘Klopt. Het was opvallend dat veel Europese bedrijven voor hun kredietfinanciering aanvankelijk naar de Amerikaanse private placement-markt, de USPP-markt, gingen. Bijvoorbeeld Heijmans, die bij een nieuwe financieringsbehoefte een rondje maakte langs Amerikaanse verzekeraars en pensioenfondsen. ‘Als ze euro’s nodig hebben, waarom lenen ze dan niet gewoon in Europa?’, zo vroegen wij ons op een gegeven moment af. Wij staken onze eerste teen in het water door mee te doen in deze markt. Als Vopak bijvoorbeeld naar de Amerikaanse private placement-markt ging, boden wij ook aan voor een deel van de financiering mee te doen: een eurotranche in een USPP-lening, met dezelfde voorwaarden. Zo bouwden we kennis en ervaring op. Vervolgens zijn we proactiever geworden, door steeds vaker direct in contact te treden met bedrijven. Tegenwoordig weten de bedrijven, banken en adviseurs ons goed te vinden.’

CV

Clemens Braams begon zijn carrière in 2000 bij NIB Capital Asset Management, dat later overging in ABP Investments. Hij heeft zich door de jaren heen gespecialiseerd in direct beleggen in bedrijfskredieten en dan met name in de hogere risicoklassen en illiquide instrumenten. Na ABP werkte hij twee jaar bij MN services, waar hij ook mede verantwoordelijk was voor de externe managerselectie voor US High Yield. Vervolgens is hij na een korte tijd bij een credit hedge fund (HCM) begonnen bij Delta Lloyd, waar hij zijn specialisme verder heeft kunnen uitbouwen richting Private Debt. Zijn team is nu verantwoordelijk voor alle Private Debt beleggingen binnen Delta Lloyd. Braams heeft een Master in bedrijfseconomie van de Erasmus Universiteit Rotterdam en is CFA charterholder.

Zijn er nog subsegmenten binnen de markt voor private debt en welke yields horen daarbij?

‘Ja, en die verschillende deelmarkten komen grotendeels voort uit het nog altijd versnipperde Europa. De Duitse Schuldschein-markt is bijvoorbeeld weer een heel andere dan de leveraged loans- of de high yield-markt. Verder hebben we infrastructure debt, EUPP, dat lijkt op de USPP voor large caps, Mid- en Small cap PP en verder nog wat specifieke, meer op eigen vermogen gerichte leningen. We proberen overigens door die segmenten heen te kijken. Bedrijven met een zekere kredietwaardigheid in de mid market, staan bij ons centraal. Daarna kijken we welk instrument het beste past. Dat zou ook een leveraged loan kunnen zijn. Het gaat erom dat de uiteindelijke voorwaarden interessant zijn.

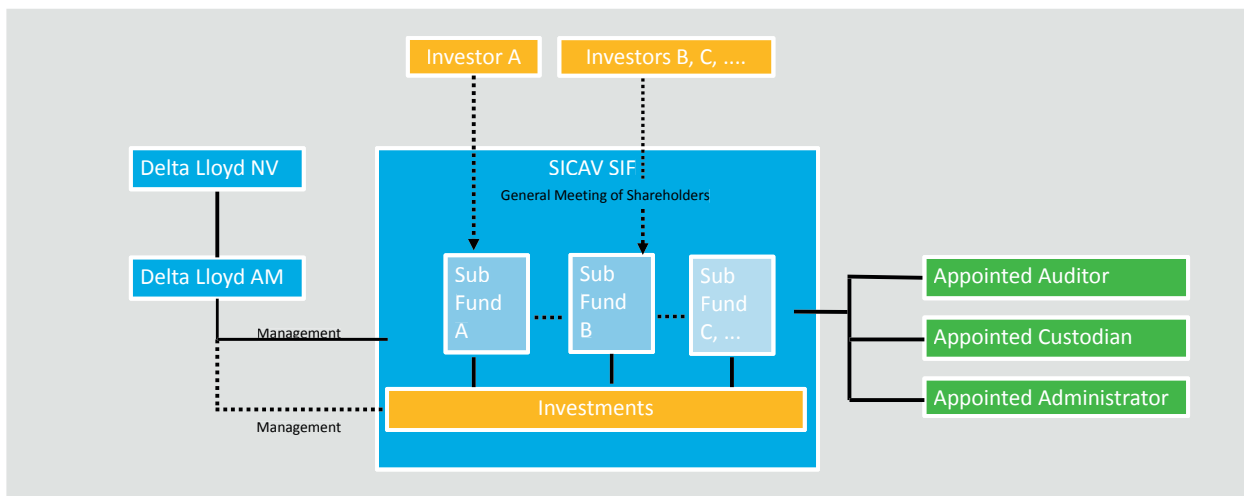
Dit is toch wel een andere werkwijze dan normaal is in de institutionele wereld, waar nog erg in hokjes of segmenten wordt gedacht. Dat beperkt uiteindelijk de visie en kansen. De huidige yields variëren van 3,5 tot 5% voor vijf tot zeven jaar lopende leningen, voor infrastructure debt is de looptijd vaak nog langer. Leveraged loans lopen vaak korter, meestal drie jaar, en zitten boven de 5%. We doen niet aan leningen aan small caps waarbij de yields en risico’s nog hoger liggen. Vanwege het inmiddels grote beheerde vermogen van Delta Lloyd in de private debt-markt zijn deze leningen voor ons te klein. We weten ondertussen precies welke leningen we wel en niet willen.’

Wat is belangrijk bij het verstrekken van leningen?

‘Als eerste: een goed lokaal netwerk en juridische kennis om leningen te kunnen structureren. Het is belangrijk ervoor te zorgen dat, als zaken misgaan, er een goede juridische positie is zodat de ‘recovery’ maximaal is. Veel leningen op de private debt-markt hebben voorrang op gewone bedrijfsobligaties, zelfs op het meest seniore papier. We zitten met onze leningen altijd op hetzelfde niveau als banken. Bij onderhandelingen zitten we met ze aan dezelfde tafel. Verder vinden wij het belangrijk om te schalen naar risico’s. Een ‘single-B-onderneming’ zal bijvoorbeeld nooit zo’n grote lening krijgen als een ‘double B’.

Verder vinden wij het van belang de ‘overcrowded trades’ te vermijden en uitgebreide research naar de bedrijven te doen, in samenwerking met bijvoorbeeld lokale banken die de betreffende bedrijven goed kennen. Liquiditeit van de markten is voor ons niet zo’n issue. Het is namelijk de bedoeling om de leningen tot het eind van de looptijd aan te houden. Om succesvol te zijn op deze markt is het tot slot belangrijk goede mensen te hebben die het geduld kunnen opbrengen een leningsproces, dat door de vele due diligences en gesprekken met het bedrijfsmanagement gemakkelijk zes maanden kan duren, uit te kunnen zitten. Het is niet zoals in

Figuur 1: Fondsstructuur van private debt



Bron: Delta Lloyd Asset Management

de liquide bedrijfsobligatiemarkt, waarin traders dagelijks leningen proberen te plaatsen.’

Jullie onderscheiden vier fasen?

‘Klopt, de eerste fase is die van de ‘deal sourcing’, waarbij wij banken, financieel adviseurs, oude businessrelaties en co-investors benaderen of door deze partijen worden benaderd. Wij doen altijd meteen een ‘quick scan’ om snel te kunnen beoordelen of we met een potentieel interessante deal te maken hebben. We geven hierbij ook een indicatieve prijs af. In de tweede fase vindt het transactieproces plaats, waarin de meeste arbeid wordt verricht. Er worden research en bedrijfsbezoeken gedaan en bedrijfsplannen beoordeeld. Daarnaast kijken we of duurzaamheid voldoende is geïntegreerd in het bedrijfsmodel. Dit proces mondt uiteindelijk uit in een eindprijs. In de derde fase vinden de juridische werkzaamheden plaats, zoals het aanstellen van een onafhankelijk juristenteam en het opstellen van de leningdocumenten. Aan het eind van elk van deze drie fasen stemt het beleggingscomité of er een stap verder wordt gegaan en wordt feedback gegeven aan het bedrijf. De laatste fase is het monitoringsproces. Deze fase moet niet onderschat worden. Er moet op kwartaalbasis door de bedrijven een rapport opgeleverd worden, zodat wij kunnen vaststellen of nog aan de voorwaarden van de lening wordt voldaan. Vaak lopen we dan met de bankiersmeetings mee.’

Bieden jullie al extern een product voor ‘mid market private debt’ aan en in welke beleggingscategorie positioneren jullie dit?

‘Op dit moment is het product alleen intern beschikbaar voor de levensverzekeraar Delta Lloyd. We gaan het binnenkort ook extern aanbieden, aan andere verzekeraars en eventueel

pensioenfondsen. We beschouwen het als een toevoeging op de bestaande credit portefeuille. Het biedt een goede diversificatie op de standaardobligatie- en credit portefeuille. Het gaat namelijk doorgaans om kleinere, regionaal georiënteerde familiebedrijven met een ander profiel dan de grote, meestal beursgenoteerde bedrijven. Soms bedienen we ook nichebedrijven met heel eigen dynamieken. De leningen aan Nederlandse bedrijven maken nu ongeveer 70% van de portefeuille uit. De rest betreft bedrijven uit België, Duitsland, Engeland en Oostenrijk. Zuid-Europese bedrijven liggen juridisch lastiger. De fondsen worden opgezet als closed-end SICAV’s, waarbij het fonds wordt toegespitst op de wensen van de klant. Zo voeren we nu oriënterende gesprekken met een partij die alleen leningen aan Nederlandse bedrijven wil verstrekken.

Waarom fondsen? Dat is regeltechnisch het handigst. Er is dan bijvoorbeeld een onafhankelijke custodian en een onafhankelijke waardering en accountantscontrole. We doen eigenlijk alleen het management van de fondsen. Er zijn in Europa in dit segment weinig aanbieders met zo’n lang track record als wij. Niettemin zal het niet eenvoudig zijn om dit ‘product’ te verkopen. Bij de meeste potentiële klanten is er nog geen ‘bakje’ voor gevormd in de portefeuille. En als het niet in een standaardbakje past, wordt er over het algemeen ook niet naar gealloceerd. Maar dat is absoluut een gemiste kans.’ «

Meer lezen over dit onderwerp?

Ga naar de research pagina ‘Alternative Fixed Income’ op www.financialinvestigator.nl/research

