

Groei private debt vraagt om keuzes

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Diversificatie, schaalgrootte, impact en het nieuwe pensioenstelsel zijn bepalende factoren voor een allocatie naar private debt. Dat bleek tijdens het door Financial Investigator georganiseerde seminar over private markets, waar vier experts de kansen en risico's van de asset class bespraken.

Waar moet een belegger die nieuw is op deze markt beginnen?

Menno van den Elsaker: 'Het simpele antwoord is: begin met de grootste en bekendste sub-strategie, en dat is direct lending. Die komt qua product en analyse ook het dichtst in de buurt van publieke high yield en leveraged loans. In 2014 introduceerden we ons eerste Europese direct lending-mandaat, dat we in de loop der tijd met andere managers hebben uitgebreid. Vervolgens hebben we Real Asset Credit, Speciality Finance en Opportunistic Credit toegevoegd om een echt gediversifieerde portefeuille op te bouwen. Het kostte enige tijd om private debt binnen het pensioenfonds met traditionele asset classes als aparte asset class erkend te krijgen en een aparte allocatie te ontvangen.'

In 2020 zijn we volledig gescheiden, zowel juridisch als operationeel, van bijvoorbeeld het team voor liquide kredieten, zodat klanten afzonderlijk konden alloceren naar alternative credit. Om dat te bereiken ben ik al in 2017 begonnen met het formuleren van een strategie en het opstellen van bedrijfsplannen.'

Is het waarschijnlijk dat private debt op de lange termijn een rustiger resultaat oplevert?

Alex Neve: 'Ja, want je krijgt minder volatiliteit en dus ben je minder afhankelijk van marktfluctuaties. Als pensioenfonds ben je een langetermijn-belegger en hoef je niet tussentijds te verkopen. In vergelijking met private equity hoeft er minder cash te worden

aangehouden, waardoor het geld veel sneller kan worden ingezet. In IRR-termen lijkt private equity misschien beter, maar waarschijnlijk levert private debt een beter rendement.'

Jorg Sallaerts: 'Private debt is als asset class pas echt ontstaan na de wereldwijde financiële crisis van 2008/2009, toen banken zich en masse terugtrokken uit het verstrekken van financieringen aan (snelgroeïende) bedrijven. Over de afgelopen zeventien jaar is private debt door meerdere cycli getest, zoals de Griekse bankencrisis van 2013, COVID-19, de inmenging van Rusland in Oekraïne en de daarop volgende periode van hoge energieprijzen en kosteninflatie eind 2022, en Trumps reeks van tariefaankondigingen en de daaropvolgende macro-economische instabiliteit eerder dit jaar. Ondanks dit alles heeft private debt over al die zeventien jaar een consistent trackrecord laten zien, met beduidend betere rendementen dan enkele andere asset classes.'

De huidige markt wordt min of meer gedomineerd door een heel klein aantal grote spelers. Moet je nadenken over concentratie-risico?

Markus Schaen: 'Diversificatie in de portefeuille is zeker nodig. Tegelijk hebben we in de praktijk met beperkingen te maken. Tijdens de eerste presentatie van dit seminar werd uiteengezet dat voor een gediversifieerde private debt-portefeuille tien tot vijftien managers nodig zijn om tot een portfolio van tussen de tweehonderd en driehonderd verschillende bedrijven te komen. Inhoudelijk ben ik het daar niet mee oneens, maar de realiteit is nu – en trouwens ook in mijn vorige baan – dat er veel weerstand zal zijn als ik met het voorstel zou komen dat we tien tot vijftien managers moeten aannemen.'

De kans is denk ik groter dat je met één of twee direct credit-verstrekken in je portefeuille eindigt, die tien tot vijftien bedrijven in hun eigen portefeuille hebben. Met meer managers stijgt ook de kans op overlap in de portefeuille. Dit risico moet je zien te beperken, bijvoorbeeld via contractuele afspraken. En je >



VOORZITTER

Hans de Ruiter

Pensioenfonds TNO, PMT,
Pensioenfonds Achmea,
Nyenrode Business University



Menno van den Elsaker

APG Asset Management



Alex Neve

onafhankelijk investment
consultant



Jorg Sallaerts

Arcmont Asset Management



Markus Schaen

BrandNewDay

‘Je krijgt bij private debt minder te maken met volatiliteit en dus ben je minder afhankelijk van marktfluctuaties.’

moet erop letten dat je niet wordt blootgesteld aan dezelfde bedrijven in je private equity-portefeuille.

Er is zeker een risico op minder diversificatie of een hogere concentratie in de portefeuilles, maar dat zie je ook aan de kant van de managers, waarschijnlijk omdat de grotere spelers succesvoller zijn in het fundraise en steeds groter worden, waardoor een aantal kleinere spelers wordt verdrongen en de markt zal verlaten. Er bestaat, nogmaals, dus zeker een concentratie-risico aan de kant van de managers, maar ook aan de kant van de portefeuille.’

Van den Elsaker: ‘Als je alleen naar de statistieken over fondsenwerving binnen private debt kijkt, zie je dat deze worden gedomineerd door enkele grote spelers. Dat moet zeker in de gaten worden gehouden. Aan de andere kant moet je kijken naar wat een manager kan doen met een groter fonds – dat kan een concurrentievoordeel opleveren voor deze grotere spelers. Ze kunnen dan financieringspakketten afsluiten die normaal gesproken door banken zouden worden afgesloten.’

Gezien onze omvang werken we samen met enkele van deze grotere spelers. Maar voor onze impactinvesteringen maken we bijvoorbeeld ook gebruik van enkele kleinere spelers, omdat zij bepaalde expertise en maatwerk op dat gebied kunnen bieden. Het gaat ons er dus echt om wat de toegevoegde waarde is die een manager specifiek kan bieden.’

Sallaerts: ‘Volgens de laatste data van Preqin beheren de top-5 private debt-managers, inclusief wijzelf, circa 48% van het totale uitbestede vermogen in de private debt-markt. Dat betekent dat bepaalde trackrecords worden gewaardeerd. Men houdt van een bepaald niveau van stabiliteit en zoekt steeds vaker zijn toevlucht tot schaalgroottes. Denk daarbij aan de omvang van het investeringsteam, het relatiemanagementteam en ondersteunende diensten.’

Een manager moet goed toegerust zijn om iedere belegger op elk moment van de dag te woord te kunnen staan en in staat zijn om te voldoen aan de voortdurende en verbeterde rapportagevereisten. In mijn ogen is het dus juist een goede zaak dat veel beleggers kiezen voor managers die groter zijn, omdat die over meer vaardigheden beschikken en beter aan je eisen kunnen voldoen.’

Is het gezien de politieke onzekerheid in de Verenigde Staten verstandig om meer te alloceren naar Europa, met name wat betreft private markten, waar je je voor een langere periode vastlegt?

Neve: ‘De meeste pensioenfondsen die ik ken zijn zowel in Europa als in de Verenigde Staten actief. Misschien zou de vraag eerder moeten zijn: moeten we meer doen in emerging markets? Daar zijn veel partijen waarschijnlijk onderbelegd. De hoogste rendementen liggen echter nog steeds in de Verenigde Staten, dus je profiteert niet veel van die regionale diversificatie qua spreads. Wel is regionale spreiding altijd verstandig vanuit risicoperspectief. Er zijn veel andere gebieden binnen private debt dan wel direct lending in de Verenigde Staten, waarin je kunt beleggen om te diversificeren. Weg van de exposure naar



bedrijven, met bijvoorbeeld infrastructuurleningen, consumentleningen of insurance linked securities, die ik ook als sub-categorie van private debt zie.’

We gaan over op een nieuw pensioenstelsel. Heeft dat gevolgen voor de allocatie naar en misschien ook voor de allocatie binnen private debt?

Van den Elsaker: ‘Onder het nieuwe pensioencontract heb je de beschermingsportefeuille, die zoveel mogelijk de verplichtingen moet afdekken, en de rendementsportefeuille. Daarin zit bij de meeste partijen private debt samen met high yield-obligaties en emerging market debt. Op basis van risico en rendement ziet private debt er aantrekkelijk uit.

Ik ben blij dat we in 2020 al de hele infrastructuur hebben opgezet om te investeren in private debt, zodat het voor onze klanten nu makkelijker is om de allocatie te verhogen. Over het algemeen verwachten we dat pensioenfondsen in het nieuwe pensioenstelsel meer zullen alloceren naar private markten, waaronder private debt.’

Vraag uit het publiek: wat moet er gebeuren om de private debt-markt in Europa te laten groeien?

Sallaerts: ‘Ik denk dat die groei al zo’n tien tot twaalf jaar aan de gang is, waarbij het tempo blijft versnellen. Inmiddels is private debt een gevestigde asset class in Europa. We zien dat beleggers iets meer van hun portefeuille naar Europa alloceren en dat sommigen ook vaker op

‘Private debt heeft over de afgelopen zeventien jaar een consistent track-record laten zien, met beduidend betere rendementen dan enkele andere asset classes.’

zoek zijn naar managers die zich uitsluitend op Europa richten.’

Hoe belangrijk is het om duurzaamheid en impact mee te nemen bij het selecteren van private debt-investeringen?

Schaen: ‘Veel van wat Nederlandse institutionele beleggers doen in private markets, heeft ook een impactfocus. De aanname is dat het gemakkelijker is om impact te realiseren in een private markt-omgeving omdat je als verstrekker van eigen of vreemd vermogen in contact staat met de onderneming. Het is minder anoniem dan in een publieke markt. In een bilateraal overleg met een bedrijf of samen met een kleine club andere partijen kan normaliter meer geëist en bewerkstelligd worden op het vlak van impact en duurzaamheid.’

Van den Elsaker: ‘Als je het vergelijkt met private equity, staan impact-investeringen binnen private debt nog redelijk in de kinderschoenen. Dat bracht ons tot de beslissing om daar een voortrekkersrol in te willen gaan spelen. Daarom zijn we gesprekken begonnen met een aantal managers die al een hoog ESG-DNA hadden. We hebben met hen ons impactkader besproken: hoe je resultaten meet, hoe je rapporteert, enzovoort. Het gaat hierbij om een additioneel acceptatieproces voor impact naast de reguliere kredietacceptatie. Je moet nu ook impactbeoordeling doen, en dat op continue basis. Dat is een extra activiteit die veel tijd en middelen kost.

Managers moeten bedrijven vinden die meetbare impact hebben vanuit sociaal of milieu-oogpunt. Veel bedrijven zijn nog steeds gericht op activiteiten die afval verminderen, wat goed is, maar wat wij niet classificeren als impact. Het gaat om het leveren van producten of diensten die een impact op de wereld hebben.’ ■

‘Ik ben blij dat we in 2020 al de hele infrastructuur hebben opgezet om te investeren in private debt, zodat het voor onze klanten nu makkelijker is om de allocatie te verhogen.’

IN HET KORT

Private debt biedt stabiele rendementen en minder volatiliteit dan publieke markten.

Diversificatie blijft cruciaal, maar concentratie bij grote spelers neemt toe.

De Europese groei zet door, al blijven VS-rendementen aantrekkelijker.

Het nieuwe pensioenstelsel stimuleert de allocatie naar private markten.

Duurzaamheid en impact winnen aan belang, maar vereisen extra beoordelingskaders.

Institutionele beleggers zoeken een balans tussen schaalvoordelen, maatwerk en maatschappelijke waarde.