

# ALTERNATIVE CREDIT: EEN OVERZICHT

Door Harry Geels

**De markt voor alternative credit groeit snel, mede door de desintermediatie. In dit artikel wordt een overzicht gegeven van deze markt: van de diverse soorten alternative credit, de voor- en nadelen ervan en de potentiële bronnen van rendement.**

Alternative credit is lange tijd omschreven als het spectrum aan beleggingen dat zich als een niche buiten de traditionele obligatiemarkten bevond. Maar het laatste decennium kunnen we er niet omheen dat alternative credit steeds populairder is geworden. Door mismatches in vraag- en aanbod op de leningmarkt, bijvoorbeeld ontstaan door de desintermediatie, zijn er buiten de beurzen veel initiatieven ontplooid, vooral door institutionele beleggers. Daardoor groeit de markt voor alternative credit niet alleen hard, maar is deze ook diverser geworden. Het betreft bovendien een markt die sterk evolueert. Sommige sub-segmenten groeien, andere nemen in omvang af.

## OPDELING VAN DE MARKT

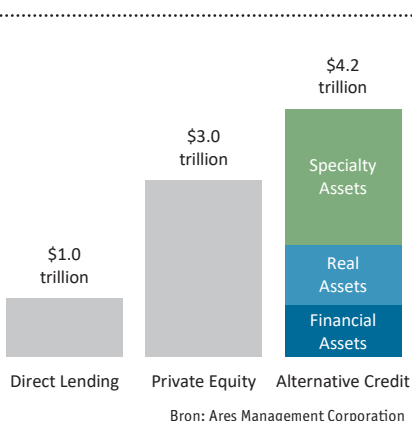
Het is nog niet zo gemakkelijk een overzicht te geven van de markt voor

alternative credit. Niet alleen omdat de markt sterk evolueert, maar ook omdat beleggers er nog weleens andere definities op nahouden. Er zijn echter wel een aantal dominante, onderscheidende factoren. Alternative credit wordt gekenmerkt door minder liquiditeit, transparantie en standaardisatie. Daardoor is deze markt minder efficiënt en kan actief beheer potentieel een bron van rendement zijn. Volgens de alternatieve vermogensbeheerder Ares is de markt voor alternative credit ongeveer \$ 4,2 biljoen groot. Daarmee wordt de markt voor private equity in omvang ruim verslagen.

De logische tegenhangers voor alternative credit vormen de traditionele of mainstream credits. Over het algemeen worden met de mainstream credits de investment grade-obligaties bedoeld,

zowel uitgegeven door overheden als door bedrijven. Volgens Willis Towers Watson is de verdeling tussen mainstream en alternative ongeveer een derde versus twee derde. De markt voor alternative credit is daarmee eigenlijk zó groot, dat institutionele beleggers hier bijna automatisch een deel van hun obligatieportefeuilles naar toe moeten alloceren. De markt voor alternative credits bestaat verder uit zowel beursgenoteerde als private instrumenten. Het wel of niet beursgenoteerd zijn, is dus geen onderscheidend kenmerk voor zowel de alternative als de mainstream credits. Beide soorten kunnen beursgenoteerd zijn of niet. Sterker nog, de beursgenoteerde obligatiemarkt neemt de laatste jaren relatief sterk af versus de private markt. In Figuur 2 staat een gangbare opdeling van de markt voor alternative credit.

**Figuur 1: Relatieve grootte van de alternative credit markt, eind 2019**



**Figuur 2: Soorten alternative credit**

SOORTEN VAN ALTERNATIVE CREDIT	OMSCHRIJVING
<b>High yield</b>	Obligaties uitgegeven door ondernemingen en overheden met een rating lager dan BBB.
<b>Bank loans</b>	Bank loans, ook wel Leveraged loans genoemd, zijn high yield-obligaties met een variabele rente, maar uitgegeven met een onderpand (secured loans), vaak ten behoeve van een leveraged buy-out of het herstructureren van schulden.
<b>EMD of Frontier debt</b>	EMD of Emerging Market Debt en Frontier debt zijn obligaties uitgegeven in opkomende of frontiermarkten. Ze kunnen investment grade of high yield zijn en worden in harde (meestal USD) of lokale valuta's uitgegeven.
<b>Structured credit</b>	Bij Structured credit gaat het om een breed begrip dat over het algemeen verwijst naar de methode van 'pooling' van schuldverplichtingen en vervolgens herverdeling van de cashflows, waarbij de bijbehorende risico's in theorie tegelijkertijd worden herverdeeld, vaak in de vorm van complexere gestructureerde kredietinstrumenten zoals CMO's, CLO's en CDS'en.
<b>Credit Long/Short</b>	Een actief beheerde obligatieportefeuille, waarbij de beheerder ondergewaardeerde obligaties koopt en met overgewaardeerde obligaties short gaat, al dan niet fysiek of middels CDS'en, vaak ook toegepast in de distressed debt-markten.
<b>Illiquid credit</b>	Zeer gevarieerd segment van obligaties die rechtstreeks door bedrijven aan beleggers worden uitgegeven. De meest bekende vormen zijn Infrastructure Debt, Real Estate Debt en SME-leningen (leningen verstrekt aan mid- en smallcaps, waar banken zich als leningverstrekkers hebben teruggetrokken). Rentes kunnen variabel of vast zijn.

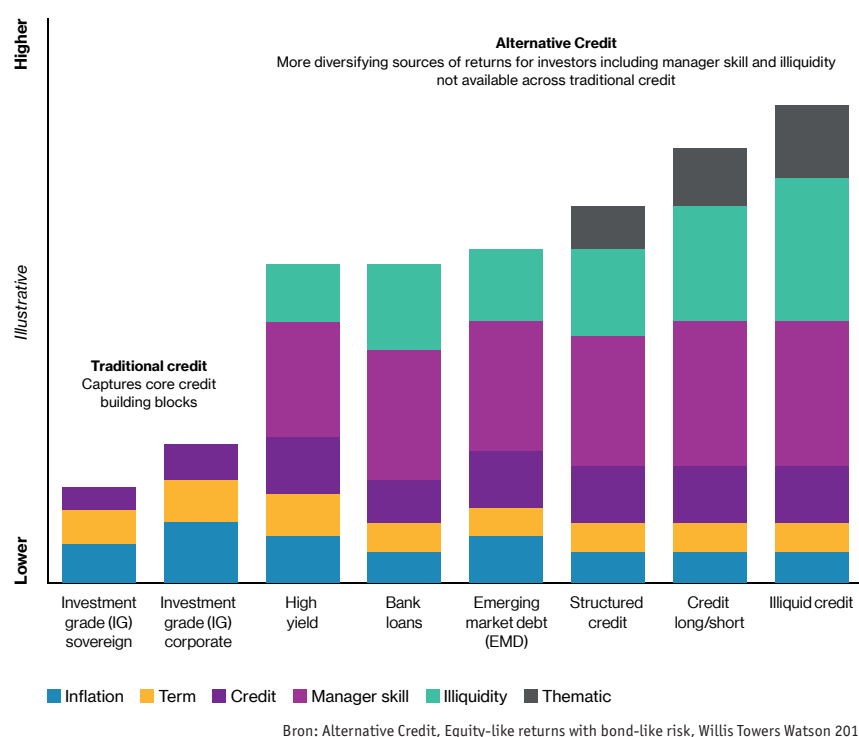
Bron: Financial Investigator

## VOORDELEN VAN ALTERNATIVE CREDIT

Even afgezien van de omvang en diversiteit van de markt biedt alternative credit nog een aantal potentiële voordelen<sup>1</sup>. Voor institutionele beleggers kunnen de volgende worden genoemd:

- **Hogere yields:** Over het algemeen is er bij alternative credit sprake van hogere yields, vanwege een illiquiditeits- en complexiteitspremie. Ook is de markt vaak lastig toegankelijk voor ‘gewone’ beheerders. Het vereist speciale kennis, specifieke vaardigheden en een netwerk om deals te kunnen sluiten. De toetredingsbarrières beperken de concurrentie, hetgeen de yield potentieel wat opdrijft. Vaak kunnen daardoor ook extra zekerheden onderhandeld worden, waardoor er bij eventuele faillissementen kleinere verliezen ontstaan. Door de inefficiënties in de markt voor alternative credit kunnen beheerders ook nog waarde toevoegen met ‘manager skills’, zoals in Figuur 3 is weergegeven.
- **Defensief:** Door goede overeenkomsten te sluiten tussen de verstrekkers van geld en de bedrijven en projecten waaraan geleend wordt, kunnen grote risico’s worden uitgesloten. Regelmatig wordt hierbij afgesproken dat de geldverstrekkers ook kunnen ingrijpen als het niet goed gaat. Omdat de leningen meestal niet op de beurs staan, is er sprake van een beperkte volatiliteit.
- **Diversificatie:** De meeste subsegmenten van de markt voor alternative credit vertonen een beperkte correlatie met de standaardbeleggingscategorieën. Het toevoegen ervan aan de portefeuille verlaagt dus de risico’s. Bovendien bevatten veel subsegmenten unieke karakteristieken, die ook weer risicoverlagend kunnen uitwerken in een breed gespreide portefeuille.
- **Matching van verplichtingen:** Bij veel beleggingen in alternative credit is er sprake van voorspelbare kasstromen.

Figuur 3: Bronnen van rendement



Soms worden ook lange looptijden overeengekomen, vooral als het om illiquid credits gaat. Dergelijke leningen passen dan eventueel in de matchingportefeuille.

### • ESG-integratie is relatief

**gemakkelijk:** Door rechtstreeks met bedrijven in contact te treden over de leningsvoorwaarden kunnen gemakkelijker eisen worden gesteld aan duurzaamheid, meestal precies volgens de eisen die de geldverstrekker zelf stelt.

### EEN GOEDE BEHEERDER

Goede alternative creditmanagers hebben veel geïnvesteerd in de kennis en de netwerken van de subsegmenten waarin ze actief zijn. Er zijn twee netwerken: die van het sluiten van deals en die van het ophalen van geld bij beleggers. We zien daardoor dat de alternative creditmanagers wat betreft beheerd vermogen vaak redelijk groot zijn. De volgende competenties worden vaak bij de due diligences betrokken:

- Reputatie, trackrecord en ervaring.
- Omvang van de beheerder.
- Spreidingsmogelijkheden tussen sectoren en omvang deals.
- Uitvoeringssnelheid en mogelijkheden tot directe inzetbaarheid van kapitaal.

### WAAROM NIET?

Ondanks de overvloed aan goede argumenten zijn bijna alle beleggers nog steeds onderwogen in alternative credit. Er zijn weinig beleggers die een marktbenadering kiezen en dus de obligatieportefeuille voor ongeveer twee derde naar alternative credit hebben gealloceerd. Als belangrijkste oorzaken hiervoor worden genoemd: gebrek aan kennis en kunde, extra kapitaaleisen boven mainstreamobligaties en de hogere kosten. Maar worden deze argumenten al niet voldoende afgevangen door de yieldverschillen tussen alternative en mainstream credits van dit moment en de groei in omvang en diversiteit van alternative credit? Beleggers zouden zich op zijn minst goed op de mogelijkheden moeten oriënteren. «

<sup>1</sup> Geïnspireerd door <https://www.nnip.com/nl-NL/professional/asset-management/alternative-credit>