

PRIVATE DEBT VEREIST TOEGEWIJDE AANDACHT

Door Wim Groeneveld

Private debt trekt steeds meer de aandacht van institutionele beleggers. Financial Investigator stelde vijf experts de vraag hoe private debt in de beleggingsstrategie past. Ook werd ze gevraagd met welke issues rekening moet worden gehouden bij het beleggen in deze asset class.

Private debt, dat wil zeggen schuld die niet wordt uitgegeven en verhandeld op openbare markten, is de oervorm van kredietverlening. Het biedt bedrijven en instellingen het benodigde kapitaal om projecten uit te kunnen voeren. Volgens Roland van den Brink, beleggingsstrateeg en oprichter van TrigNum, beleggen de meeste pensioenfondsen al lange tijd in private debt. Zo waren eind jaren zeventig en begin jaren tachtig van de vorige eeuw onderhandse leningen aan instellingen zoals ziekenhuizen populair (en achteraf zeer winstgevend). 'Ruwweg twee derde van het aanbod komt tegenwoordig van private equity-partijen', aldus Van den Brink. Het rechtstreeks lenen aan een instelling of bedrijf door een pensioenfonds komt tegenwoordig niet vaak voor, zo geeft hij aan. 'Ongeveer een derde van de vastrentende waarden bij pensioenfondsen heeft een rating van BBB of lager, wat aangeeft dat private debt nog steeds een belangrijke beleggingscategorie is.'

DE ROL IN DE BELEGGINGSSTRATEGIE

Partijen die institutionele beleggers adviseren, zien de groeiende aantrekkingskracht van private debt bij hun cliënten. Klanten van bfinance alloceren al geruime tijd naar private debt. 'Ook hebben we verschillende Nederlandse institutionele beleggers geholpen bij het alloceren naar private debt-strategieën variërend van direct corporate lending tot trade finance en commercial real estate debt', zegt Trevor Castledine, Senior Director in het Private Markets Team van bfinance. De stabiele waarderings, voorspelbare cashflows, sterke verwachte rendementen en bescherming tegen neerwaartse bewegingen noemt hij als directe redenen voor de populariteit.

Wealth Management Partners belegt sinds een aantal jaren wereldwijd in private debt via closed-end fund-of-funds (pools). 'We beleggen in deze asset class omdat deze exposure naar credit risk geeft op een wijze die een extra risicopremie oplevert ten

opzichte van traditionele vastrentende waarden tegen een gematigd risico', vertelt René van de Merwe, die verantwoordelijk is voor de managerselectie en monitoring binnen het Private Markets Team. 'De extra risicopremie komt voort uit onder meer de illiquiditeit en de complexiteit.' Het gematigd risico waarover hij rept, is volgens hem voor een belangrijk deel terug te leiden tot de een-op-een-relaties die managers vaak hebben met de bedrijfseigenaren. Daardoor kunnen managers de kwaliteit van leningsvoorwaarden sturen, de voortgang nauwgezet monitoren en daadkrachtig ingrijpen bij een verslechtering van de situatie. Van de Merwe: 'Onze portefeuilleconstructie zorgt ervoor dat onder alle marktomstandigheden stabiele rendementen mogelijk zijn. We hanteren als het ware een allweather-strategie.'

Binnen a.s.r. Vermogensbeheer worden private leningen beschouwd als een strategische asset class vanwege de lage correlatie met traditionele asset classes en een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel. 'Sinds 2015 hebben we via de afdeling Alternative Fixed Income voor eigen boek geleidelijk en zorgvuldig een portefeuille met private debt opgebouwd via zowel externe managers als directe beleggingen', vertelt Michael Heemelaar, Managing Director Treasury, Fixed Income and Alternative Fixed Income bij a.s.r. Vermogensbeheer. Het type private debt dat die afdeling zelf beheert, en waarop die afdeling zich in de toekomst zal blijven richten, bestaat hoofdzakelijk uit private senior secured loans aan middelgrote



Foto: Archief MN

Markus Schaen



Foto: Archief bfinance

Trevor Castledine

ondernemingen die zowel beurs als niet-beursgenoteerd kunnen zijn. 'De leningen kenmerken zich door sterke convenanten en goede zekerheden. De verstrekte leningen worden door de ondernemingen over het algemeen aangewend voor verdere groei- en investeringsuitgaven, verduurzaming, overnames, en projectfinanciering.'

OPMERKELIJKE VEERKRACHT

Wat betreft het beleggen in private debt maakt Markus Schaen, Senior Fund Manager bij fiduciair manager MN, een kanttekening. Er zijn namelijk nogal veel verschillende definities in omloop. 'In de meer brede definities worden onder private debt alle schuldtitels van niet-beursgenoteerde entiteiten en van individuen verstaan. Onder deze definitie hebben we reeds een ruime allocatie naar private debt, want we beleggen voor onze opdrachtgevers onder meer in Nederlandse hypotheekleningen, in high yield-obligaties van niet-beursgenoteerde bedrijven en in infrastructuurleningen.'

Indien echter een nauwere definitie wordt gehanteerd en alleen de rechtstreekse, directe financiering van bedrijven als private (corporate) debt wordt beschouwd, dan is de exposure nog enigszins beperkt, aldus Schaen. 'Zo beleggen we voor onze opdrachtgevers in Europese bank loans en in Nederlandse bedrijfsleningen. Het is echter de intentie om op dit vlak uit te breiden. We zijn bezig een beleggingsstrategie voor private corporate debt te ontwikkelen met de focus op leningen aan middelgrote Nederlandse en Europese bedrijven die bij voorkeur ook op ESG vlak beter dan gemiddeld scoren.'

Beleggers die de stap nog niet hebben gezet, wijzen doorgaans op de beperkte liquiditeit van de asset class of het ontbreken van deze categorie in de strategische asset allocatie. Castledine beklemtoont dat in sommige gevallen het ontbreken van een significant trackrecord voor het voeden van (op liquide activa gerichte) risicomodellen een probleem is. Ook was het eerst een factor van belang dat de asset class niet volledig is getest tijdens een economische neergang. 'Dat is inmiddels niet meer het geval', zegt Castledine. Sterker nog, de asset class heeft een opmerkelijke veerkracht aan de dag gelegd. Hij voegt daaraan toe: 'Mogelijk is er

ook nog een gebrek aan bekendheid met de beleggingscategorie, waardoor een beleggingscommissie van een pensioenfonds terughoudend kan zijn om hier naar te alloceren.'

PRIVATE DEBT ALS BOUWSTEEN IN DE PORTEFEUILLE

Verscheidene pensioenfondsen hebben echter al jaren een belang in deze asset class en dat blijft naar verwachting toenemen. Een allocatie naar private debt brengt verschillende voordelen met zich mee. Een paar zijn er al genoemd. Castledine: 'Ze vinden de betrouwbare inkomsten en het gebrek aan volatiliteit zeer aantrekkelijk en dat geldt ook wat betreft de diversificatiete opzichte van risicovollere activa, zonder noodzakelijkerwijs een aanzienlijk rendement op te geven. Meer recentelijk zien ook verzekeraars de voordelen van diversificatie en een hoger rendement op hun gereguleerd kapitaal in een omgeving waar de obligatierendementen zeer laag zijn.'

Heemelaar schetst nog een aantal voordelen. Private leningen aan middelgrote bedrijven bieden een relatief aantrekkelijk rendement in vergelijking met publiek verhandelbare investment grade- en high yield-obligaties met een soortgelijk risicoprofiel. 'Dit heeft te maken met een liquiditeits- en complexiteitspremie.' Daarnaast is de correlatie met een aantal andere asset classes gering, waardoor op portefeuilleniveau een aantrekkelijker rendement kan worden behaald bij hetzelfde risico. Heemelaar: 'Daarbovenop zijn de faillissementen van de categorie private debt waar wij ons op richten, gemiddeld BBB en BB gerate

senior secured loans van middelgrote ondernemingen, relatief gering en de opbrengst na herstructurering volgend op een faillissement relatief hoog.'

Beleggingsstrateeg Van den Brink benadrukt dat in investment cases van private debt de kasstromen van kredietwaardige Europese bedrijfsleningen door de lage wanbetalingsratio (default rate) als betrouwbaar worden gezien en daardoor bijdragen aan de matchingdoelstelling. Het zakelijke karakter, waardoor een extra opslag wordt ontvangen, draagt bij aan de (indexatie)ambitie, zo stelt Van den Brink.

Bij MN wordt private corporate debt als een bouwsteen van het vastrentende gedeelte van de returnportefeuille beschouwd. Tot dit deel van de returnportefeuille worden verder high yield-obligaties, EMD en infrastructuurleningen gerekend. Schaen: 'De bouwstenen hebben bepaalde zaken gemeen, maar verschillen op andere vlakken van elkaar. Wat private corporate debt zal toevoegen in vergelijking met de andere bouwstenen, is exposure naar bedrijven die we nog niet in portefeuilles hebben en naast een vergoeding voor het kredietrisico ook een vergoeding voor de illiquiditeit van het product. Daarnaast verwachten we door betere documentatie en convenanten in een sterkere positie te staan als een leningnemer onverwacht in problemen geraakt.'

KAF VAN HET KOREN SCHEIDEN

Niet-beursgenoteerd private debt kent de standaard vastrentende risico's. Denk aan renterisico, looptijdrisico, valutarisico en kredietrisico, maar deze asset class heeft



Foto: Archief Wealth Management Partners

René van de Merwe



Foto: Archief a.s.r. Vermogensbeheer

Michael Heemelaar

ook een aantal specifieke risico's en beheervereisten. Van den Brink noemt een bonte verzameling op. Beleggers moeten onder andere letten op usance-verschillen, aanbodrisico, opvraagbaarheidsrisico en transparantierisico. 'Aanvullend op dat laatste is het zaak om er rekening mee te houden dat een volledige doorkijk van de portefeuille mogelijk is. En het kunnen toetsen op ESG-kenmerken is eveneens gewenst.'

Er zijn meer issues waar beleggers tegenaan kunnen lopen bij het investeren in private debt. Private debt is namelijk nog een relatief jonge beleggingscategorie, waarvoor een diepgaandere analyse nodig is om het kaf van het koren te scheiden. Castledine erkent dat het selecteren van de juiste manager essentieel is en dat niet alle klanten de relevante deskundige middelen hebben om zomaar vertrouwen in een manager te stellen. 'Als closed-end fondsstrategie is er daarnaast de noodzaak om commitments vooruit te plannen en regelmatig een 're-up' te doen om het gewenste exposureniveau te bereiken en vervolgens te behouden. Dit vergt een zekere beheertijd en kan, indien slecht uitgevoerd, leiden tot een chaotische opeenstapeling van regels in de portefeuille. Het is niet per se complex, maar het vereist wel toegewijde aandacht.'

Van de Merwe vindt dat het vanwege de mogelijk grote rendementsverschillen van groot belang is om managers te identificeren met teams die over relevante ervaring beschikken om portefeuilles door moeilijke tijden heen te navigeren. Daarnaast constateert hij dat managers die aan de

hoogste kwaliteitseisen voldoen vaak hoge minimale inschrijftickets hebben. 'Investeerders dienen omvangrijk genoeg te zijn om daaraan te kunnen voldoen. Ook is het van belang om zelf als investeerder over de reputatie en het trackrecord te beschikken om daadwerkelijk toegang te verkrijgen. Door kapitaal te poolen, konden wij aan de minimale eisen voldoen. De aanstelling van een team van ervaren professionals bevorderde de toegang.' Een ander issue waarop Van de Merwe wijst, is dat de specifieke eigenschappen van private markets-investeringen extra educatie vereisen richting investeerders. 'Het vergt enkele jaren om allocaties op niveau te brengen. Door aan opvolgende pools te committeren, kan dan een stabiele allocatie ontstaan.'

VRAAG GROEIT SNELLER DAN HET AANBOD

Het opbouwen van een gediversifieerde private debt-portefeuille vraagt dus vooral ervaring, deskundigheid en geduld om de beste leningen te selecteren die gedurende een gehele cyclus een goed rendement genereren. De belangrijkste doelstelling is om faillissementen in de portefeuille te voorkomen, onderstreept Heemelaar. 'Dit wordt enerzijds bewerkstelligd doordat wij ons niet richten op de laagste, meest risicovolle segmenten van de markt. En anderzijds door onze intensieve samenwerking met een aantal bancaire partners, waardoor we beschikken over een breed en deskundig platform om kredietaanvragen te kunnen beoordelen.'

Schaen ziet dat verschillende zaken die vandaag de dag bij beleggen in publieke schuldmarkten nauwelijks meer een thema zijn, nog wel uitdagingen vormen binnen de private debt-markten. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de diepte van markten, de waardering van posities, het aanbod aan ervaren managers, externe ratings van emittenten, de juridische vormgeving van de belegging of de hoogte van de beheervergoeding. 'Onze opdrachtgevers willen bijvoorbeeld graag het aantal verschillende vermogenscategorieën in de portefeuille overzichtelijk houden. Een vermogenscategorie zal derhalve op termijn minimaal een paar procent van het belegd vermogen moeten kunnen uitmaken. Bij een totaal belegd

vermogen van enkele tientallen miljarden gaat het per vermogenscategorie al snel om miljarden. In veel segmenten van private debt kun je dergelijke allocaties simpelweg niet kwijt.'

Hier komt nog bij dat private debt momenteel zeer populair is onder institutionele beleggers. Daardoor lijkt de vraag naar private debt sneller te groeien dan het aanbod. 'Dit heeft nadelige consequenties voor de opbouwsnelheid van portefeuilles, maar mogelijk ook voor de spreads op leningen en voor de leningvoorwaarden.' Maar niet alleen de ondernemingen zitten momenteel in een goede positie, ook in de onderhandelingsrelatie tussen belegger en beheerder lijkt het momenteel eerder op een sellers market, zo besluit Schaen. «

SAMENVATTING

- **Private debt is populair vanwege de stabiele waarderingen, voorspelbare cashflows, sterke verwachte rendementen en bescherming tegen neerwaartse bewegingen.**
- **De kasstromen van kredietwaardige Europese bedrijfsleningen worden door de lage wanbetalingsratio als betrouwbaar gezien.**
- **Private leningen aan middelgrote bedrijven bieden een relatief aantrekkelijk rendement in vergelijking met publiek verhandelbare investment grade- en high yield-obligaties met een soortgelijk risicoprofiel.**
- **Het is van belang om managers te identificeren met teams die over relevante ervaring beschikken om portefeuilles door moeilijke tijden heen te navigeren.**
- **De diepte van markten, de waardering van posities, het aanbod aan ervaren managers, externe ratings van emittenten, de juridische vormgeving van de belegging of de hoogte van de beheervergoeding blijven uitdagingen binnen private debt.**

Foto: Archief Roland van den Brink



Roland van den Brink