

Private debt blijft ook onder de Wtp aantrekkelijk

De markt voor private debt is wereldwijd sterk gegroeid. Ook Nederlandse pensioenfondsen hebben hun exposure flink vergroot. Behoudt de asset class zijn aantrekkelijkheid onder de Wtp? En welke risico's worden vaak nog onderschat? Tijdens een lunch webinar discussie van Financial Investigator onder leiding van Harry Geels bespreken drie experts waar pensioenfondsen op moeten letten als ze overwegen in private debt te beleggen.

Door Esther Waal



VOORZITTER

Harry Geels

Senior Investment Advisor,
Auréus



Mark Leeijen

Senior Fiduciair Adviseur,
Achmea Investment Management

De discussie opent met een zoektocht naar definities. Want private debt is breed, zo blijkt al snel. Mark Leeijen trapt af: 'Het is schuld papier dat niet publiekelijk wordt verhandeld en minder gestandaardiseerd is dan de publieke obligatie, waarmee we middelgrote en grote ondernemingen financieren, alsook infrastructuurprojecten en vastgoed'. De subcategorieën lopen sterk uiteen in risico. 'Zo zijn er de investment grade-categorieën, zoals private placements en leningen aan woningcorporaties en export-kredietinstellingen. Als je opschuift in risico, richting high yield, kom je uit op direct lending, real estate debt en infrastructure debt. Aan het uiteinde van het spectrum vind je onder meer distressed debt en mezzanine-leningen.'

Het interessantst voor pensioenfondsen vindt Leeijen direct lending en private placements, die ook de grootste markt vormen. 'Deze subcategorieën bieden in termen van spreiding de meeste toegevoegde waarde in de portefeuille, omdat pensioenfondsen vaak al investeren in het equity segment van infrastructuur en vastgoed.'

Robin Schouten reageert: 'Een pensioenfonds heeft een bepaald illiquiditeitsbudget en ik zie bij onze klanten in de returnportefeuille vaak nog wel ruimte voor wat illiquiditeit en diversificatie'. Tegelijkertijd signaleert hij ook buiten direct lending kansen, zoals in infrastructure debt of emerging market debt.

Volgens de drie experts zit de aantrekkelijkheid van private debt voor een belangrijk

deel in de illiquiditeitspremie. Leeijen: 'Als je direct lending vergelijkt met high yield, dan is de spread als compensatie voor de illiquiditeit en de complexiteit heel interessant. Onze verwachting voor high yield is momenteel iets meer dan 2% en voor direct lending 5,5%. Dus je wordt ruim voldoende gecompenseerd.'

Toch waarschuwen de panelleden voor onderschatte risico's. Schouten wijst allereerst op de standaardrisico's van illiquide beleggingen: transparantie, waarderingsprocessen en de vrijheid van de beheerder. 'Maar als je iets dieper kijkt, dan zijn de leningsvoorwaarden en de grip daarop heel belangrijke aspecten. En ook de relatie die de private equity-sponsor met de bedrijven heeft, maakt veel uit. Daar hebben veel beleggers nog weinig tot geen zicht op.'

Kevin Simons brengt het gesprek op de kredietrisico's, die volgens hem vaak te optimistisch worden geïnterpreteerd. 'De default rates zouden vrij laag zijn geweest de afgelopen jaren, maar wat is een 'default'? Private leningen worden onderhands ge  rigineerd. Dan is het in het voordeel van de uitgever van de lening dat je er bij betalingsproblemen samen probeert uit te komen en dat er geen default is, maar bijvoorbeeld een payment holiday. Als dat soort regelingen worden getroffen, dan valt dat vaak niet onder de traditionele definitie van een default, maar kost dat wel gewoon rendement. Voldoende countervailing power is daarom essentieel om goed beslagen ten ijs te komen met private debt.'

De private debt-markt groeit hard, en dat baart toezichthouders zorgen. 'Is dat terecht?', wil Harry Geels weten. Leeijen reageert: 'Je moet de vraag stellen of de leningsvoorwaarden niet iets te soepel zijn geworden en of er nog voldoende wordt gecompenseerd voor het risico. Het gaat echter niet zozeer om de allocatie, maar juist om wat eronder zit.'

'Direct lending en private placements bieden in termen van spreiding de meeste toegevoegde waarde in de portefeuille.'

‘In het segment met wat kleinere bedrijven zijn gunstigere voorwaarden te behalen voor beleggers.’

Welk type leningen zijn het? Welk onderpand? Daarmee houd je grip en beheers je de risico's.

Schouten vervolgt: ‘In Europa zijn de spreads iets gedaald, maar niet zo ver als in de VS. Het hangt ook heel erg af van het segment. Bij bedrijven met een omzet van meer dan 100 miljoen worden grotere clubdeals gedaan waar minder gunstig onderhandeld kan worden, omdat die bedrijven vaak ook veel andere financieringsmogelijkheden hebben. In het segment met wat kleinere bedrijven zijn gunstigere voorwaarden te behalen voor beleggers.’

In het nieuwe pensioenstelsel blijft private debt volgens alle paneldeelnemers aantrekkelijk, omdat zowel spreiding als rendement belangrijk blijven. Bovendien creëert het wegvallen van de VEV-restricties ruimte. Simons verwacht zelfs dat de categorie nog aantrekkelijker wordt.

Wel is timing cruciaal. Wie pas na invaren begint met het overwegen van private debt, loopt volgens Simons achter. ‘Begin minimaal een half jaar voor de transitiedatum alvast na te denken over de portefeuille ná transitie. Een selectietraject voor private markets kost al snel 3 tot 5 maanden.’

Geels vraagt hoe pensioenfondsen moeten omgaan met de illiquiditeit onder de Wtp. Volgens Leeijen is een schil van liquide assets essentieel. ‘Dan is doorgaans 30% aan illiquide beleggingen mogelijk, afhankelijk van de omvang van je portefeuille, je deelnemersbestand en je cashflows.’ Hij wijst erop dat er ook bij private debt cashflows bestaan, zoals aflossingen en rentebetalingen. Hiermee kan de allocatie enigszins worden gestuurd, wat een verschil is met bijvoorbeeld private equity.

Ook Simons ziet mogelijkheden om liquiditeit te creëren als dat nodig is. Hij raadt pensioenfondsen aan te werken met band-

breedtes. ‘Zorg dat je in een downturn, door de lagere volatiliteit, niet ineens een heel hoge allocatie hebt naar private debt, en die op het slechtste moment moet afbouwen.’

Schouten nuanceert aanvullend dat een 30%-allocatie niet universeel toepasbaar is. ‘30% zal voor een generiek pensioenfonds wel passen, maar we hebben ook pensioenfonds gezien waar dat te hoog was. Robuustheidsanalyses laten zien of rebalancing mogelijk blijft in stressscenario's.’

Als ander aandachtspunt voor pensioenfondsnoemt Schouten de inkoopkracht van beleggers bij managers, niet alleen voor onderhandelingen over tarieven, maar ook over voorwaarden. ‘Je moet goed grip hebben op de leningsdocumentatie en capital deployment.’

Private debt wordt vaak gepresenteerd als impactcategorie, constateert Geels. ‘Waarom eigenlijk?’ Leeijen wijst naar de invloed die beleggers hebben op de financieringsvoorwaarden. ‘Je kunt in convenanten doelstellingen op impact vastleggen. Ook de rente kan worden gekoppeld aan de gerealiseerde impact.’ Maar, zo nuanceert Schouten, ‘niet elk subsegment is even geschikt. Direct lending is wat mij betreft niet bij uitstek de plek waar je de meeste impact maakt. Bij infra debt en EMD draag je echt bij aan iets nieuws.’

Leeijen ziet wél voldoende mogelijkheden met direct lending. ‘Wij hebben een voorkeur voor bedrijven die met hun producten direct bijdragen aan een duurzame wereld. Daarmee realiseer je veel meer impact dan bedrijven die enkel hun processen verduurzamen.’

Simons benadrukt de noodzaak van betrouwbare data. ‘Je ligt erg onder een vergrootglas bij impactbeleggen, dus je moet goed opletten dat wat er wordt geclaimd, betrouwbaar is, gemeten kan worden, en realistisch is.’ Hij ziet dat impact due diligence steeds vaker wordt geïntegreerd in het selectieproces.

De panelleden verwachten dat de groei van private debt zal doorzetten dankzij de aantrekkelijke spread. Leeijen besluit: ‘Er zijn pensioenfondsen die, als ze zijn ingevaren naar het nieuwe pensioenstelsel, hun beleggingsbeleid herijken, maar ook fondsen die invulling willen geven aan impactbeleggen. Dan is het zeker ook interessant om private debt te overwegen.’ ■



Robin Schouten

Executive Director Fiduciair Management - Nederland, Van Lanschot Kempen Investment Management



Kevin Simons

Senior Consultant Asset Management, AF Advisors

IN HET KORT

Vooraf direct lending en private placements zijn interessant voor pensioenfondsen vanwege de diversificatiemogelijkheden.

Private debt is aantrekkelijk door de illiquiditeitspremie die een hogere spread biedt dan high yield.

Belangrijke risico's zijn de beperkte transparantie, het gebrek aan grip op leningsvoorwaarden en te optimistische defaultdefinities.

De groei van de markt roept vragen op over risicocompensatie en de kwaliteit van de leningsvoorwaarden.

Het nieuwe pensioenstelsel vergroot de aantrekkelijkheid van private debt, maar vereist timing en liquiditeitsbeheer.

Er zijn impactkansen, maar die verschillen per segment. Betrouwbare data is essentieel.