



Podcast 18: Private Debt

Welkom bij Podfolio Nederland.

Een podcast waarin de beleggingsdeskundigen van Willis Towers Watson hun inzichten delen en er actuele onderwerpen aan bod komen.

Die voor u als institutionele belegger van belang zijn.

In tien minuten praten we u bij.

Beleggen is een vak, zeker in een turbulente tijd.

Daarom spreken we onze investment consultants wekelijks over belangrijke onderwerpen.

Onze beleggingsfilosofie gebruikt recente inzichten uit meerder vakgebieden zodat we continue kunnen inspelen op ontwikkelingen.

Wij noemen dat "Total Portfolio Approach".

Ik ben Jacco Heemskerk, hoofd beleggen bij Willis Towers Watson.

Vandaag spreek ik met Martijn Vet.

Martijn is een van onze investment analysts bij Willis Tower Watson.

Ik spreek met hem over het inzetten van het risicobudget in private schuldinstrumenten.

Dat beleggen in private markten stelt wel eisen aan de inrichting van de organisatie met specifieke vereisten voor kennis en ervaring.

Dat past in "3D-beleggen", een aanpak die helemaal past binnen onze "Total Portfolio Approach".

waar beursgenoteerde schuldinstrumenten duur zijn is de vergoeding voor private instrumenten hoger.

Door diversificatie is de portefeuille beter bestand tegen schokken en bieden private markten daarnaast ook nog eens mogelijkheden voor het investeren in verduurzaming.

Het stellen van eisen en het in gesprek blijven met de onderneming.

Nou Martijn een hele mondvol, ik zou zeggen welkom.

Dankjewel Jaco.

Om te beginnen eerst een vraag over ons eigen recente onderzoek: De "Global Pension Asset Study".

Daaruit blijkt dat Nederlandse pensioenfondsen vergeleken met het gemiddelde aanzienlijk minder in private markten beleggen dan dat je zou verwachten.

Dat schetst misschien perspectief dat kan beter.

Dat gezegd hebbende roept het ook de vraag op waarom Nederlandse pensioenfondsen minder in deze producten beleggen.

Waarom is dat?

[Martijn] Het feit dat Nederlandse pensioenfondsen minder in deze producten beleggen komt eigenlijk door de wet en regelgeving.

Die laat zien dat het zwaartepunt meer bij publieke markten liggen.

En dan vooral bij vastrentende waarden.

Dat zie je ook terugkomen in het vereist eigen vermogen.

Waarbij er meer aandacht wordt gegeven aan private schokken.

[Jacco] Dus wat je zegt, is, als je het hebt over beursgenoteerd vastrentende waarde, zoals staatsobligaties en bedrijfsobligaties dan hoef je daar minder eigen vermogen voor aan te houden dan in veel private beleggingen.

[Martijn] Precies daarom zie je dus dat daar te weinig aandacht aan wordt geschonken.

Terwijl er interessante eigenschappen zijn bij deze producten.

[Jacco] Toch even over die producten zelf.

Deze sector hang aan elkaar van definities en iedereen verstaat wat anders onder "private debt".

Als jij het over "private debt" hebt, waar heb je het dan over?

[Martijn] Eigenlijk is "private debt" een product waarbij kleinere Europese bedrijven vooral geld ophalen buiten de beurs om.

Normale grote bedrijven kunnen geld ophalen door naar de kapitaalmarkt te gaan, door aandelen uit te geven of obligaties uit te geven.

Dit doen landen ook natuurlijk met staatsobligaties.

Maar voor private bedrijven zijn er minder mogelijkheden.

Als we dan kijken naar "private debt" dan kunnen we eigenlijk vier categorieën onderscheiden.

De belangrijkste daarbij is eigenlijk "direct lending".

Dat is de meest bekende en de grootste markt.

Dit zijn eigenlijk die financieringen aan kleine tot middelgrote bedrijven.

Verder heb je ook nog wat kleinere sub-categorieën zoals "real asset debt".

Wat eigenlijk bestaat uit vastgoed- en infraleningen.

"distress debt" en "specialty finance".

[Jacco] Er is dus eigenlijk veel meer dan je in eerste instantie zou denken.

Het gaat wat mij betreft er niet om in deze korte podcast alles hier te belichten.

Dus ik zou willen focussen op directe financieringen aan kleine tot middelgrote bedrijven.

"Direct lending" dat zit als het in portefeuilles erin, vaak als bankleningen.

Jij zegt, je moet er toch op een andere manier ernaar kijken en er meer van in je portefeuille opnemen.

Waarom is dat goed?

[Martijn] Dan kunnen we mooi de link leggen naar "Total Portfolio Approach".

Daarin onderkennen wij eigenlijk drie aspecten, waaronder risico en rendement.

Daarnaast wordt ook impact belangrijk gevonden.

Dit komt allemaal naar voren bij "private debt".

Als we dan eerst gaan kijken naar risico en rendement dan kunnen we zeggen dat, dat er goed uitziet voor "private debt".

Dat komt eigenlijk, omdat er in Europa weinig mogelijkheden zijn voor banken om geld uit te lenen aan kleine tot middelgrote bedrijven.

Zeker na de kredietcrisis zien we dat er strenge regelgeving is gekomen.

Daarom zijn institutionele beleggers op zoek naar rendement, deze markt ingedoken.

Zo zien we dat daar dus rendementsverwachtingen zijn cash plus 5 tot 8 procent.

[Jacco] Dat klinkt te mooi om waar te zijn.

Behoorlijk hoog, waarom is dat zo hoog?

[Martijn] Eigenlijk liggen daar enkele zaken aan ten grondslag.

Dat komt eigenlijk doordat er andere risico's aan "private debt" zitten.

Er zitten andere risicopremies tegenover en vooral de illiquide risicopremie zorgt voor een hoog rendement.

Wij schatten in dat illiquiditeit risicopremie een half tot twee en half procent punt bijdraagt aan dit rendement.

Verder is er ook nog een "manager skill" premie.

Omdat "private debt" eigenlijk een inefficiënte markt is, is er voor goede managers de mogelijkheid om alfa te behalen.

En zo dus extra rendement te behalen.

Verder is "private debt" ook een complexe categorie waartegenover ook een risicopremie staat.

Gegeven deze rendementsverwachtingen is het niet gek dat de markt in de laatste 12 jaar is verdrievoudigd.

[Jacco] Dus wat ik je hoor zeggen is, je krijgt hier hogere vergoeding voor.

Dat heeft te maken met het feit dat je minder makkelijk die categorie kunt verkopen.

Dus je krijgt daar een vergoeding voor de illiquiditeit.

Je krijgt een vergoeding die te maken heeft met de complexiteit van het product.

Het is moeilijker te kopen, het is moeilijker te structureren en te doorgronden.

Dus daar word je voor beloond.

Het laatste wat je zeg is, die markt is niet zo efficiënt als de publiek genoteerde instrumenten.

Dus prijsvorming gaat anders.

Dus kun je daar ook ander rendement behalen door gewoon de juiste ondernemingen te financieren.

En misschien nog wel belangrijker, de slechte ondernemingen te vermijden.

Wanneer je het hebt over "3D-beleggen", welke mogelijkheden biedt private schuldfinanciering op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen?

[Martijn] Dus als we kijken naar het maatschappelijk verantwoord beleggen dan zien we dat private schuldinstrumenten een goede mogelijkheid bieden om dit te integreren in het beleid.

Pensioenfondsen en ook verzekeraars kunnen geld verstrekken aan ondernemingen die bijdragen leveren aan een betere wereld.

In die private transacties kunnen makkelijker ook voorwaarden worden gesteld aan de leningen.

Zo is doorlopende dialoog mogelijk met de onderneming.

Zo kom je dus met "3D-beleggen" tot de "Total Portfolio Approach".

[Jacco] Op zichzelf gezien een duidelijke casus maak je voor deze instrumenten.

Nou hebben we vorig jaar natuurlijk een schok gehad hoe heeft deze categorie zich eigenlijk gehouden tijdens die corona-crisis?

[Martijn] Er is natuurlijk een grote sell-off geweest.

Dat hebben we gezien in verschillende markten, op de obligatiemarkt is dit niet anders.

Daarom is het nu juist een goed moment voor nieuwe investeerders en ook bestaande investeerders om opnieuw te gaan kijken naar de kredietmarkt.

Kijk ook naar alternatieven zoals private markten.

Wij zien dus goede mogelijkheden in deze markt om pensioenfondsen doelstellingen te behalen.

[Jacco] Waar zou je beleggers aanraden om in eerste instantie te gaan kijken?

[Martijn] Eigenlijk hebben we een framework gemaakt voor de obligatieportefeuille.

Daarbij is het van belang om te kijken naar 3 C's.

De c van "corporate", "country" en "consumer".

Voldoende spreiding over deze C's is belangrijk om een goed begin te krijgen voor een gediversificeerde kredietportefeuille.

Afhankelijk van de huidige inrichting van je obligatieportefeuille kan een grote of een kleinere allocatie richting "private debt" waarde toevoegen.

[Jacco] Oké en als je dat gedaan hebt waar moet je dan aan denken als je deze categorie of deze instrumenten in je portefeuille wilt opnemen?

[Martijn] Eigenlijk is "private debt" niet als passieve strategie te implementeren.

Je moet een actieve managerstrategie hebben.

Verder hangt de implementatie ook af van de grootte en daarbij ook de "governance" capaciteit van een pensioenfonds.

[Jacco] En daarmee bedoel je zijn ze erop ingericht, hebben ze de mensen en de middelen om deze categorie in de portefeuille op te nemen en te beheren.

[Martijn] Ja precies, dus als we kijken naar pensioenfondsen die meer capaciteiten hebben, de grotere fondsen, dan achten wij het van belang dat de juiste managers worden gevonden.

En zo over het juiste netwerk deze leningen te "sourcen".

Het is van belang om te spreiden over verschillende managers.

Anders krijg je een groot concentratierisico.

Dus diversificatie is hierbij van belang.

Als we dan gaan kijken naar de kleinere fondsen ja daarbij is het eigenlijk onmogelijk om veel managers te selecteren.

Dus hierbij adviseren we om dit uit te besteden in de vorm van een fondsenoplossing.

Zo is spreiding over de managers alsnog mogelijk en is het "governance" vriendelijk want eigenlijk wordt het meeste uitbesteed aan het fonds.

Zo kunnen toch de verschillende risicopremies waar we het eerder over hebben gehad worden geactiveerd.

Eigenlijk is dit redelijk te vergelijken met een andere bekende strategie het hypotheken.

Hypothekenportefeuille wordt eigenlijk ook altijd actief beheerd en wordt geïnvesteerd in fondsenoplossingen.

Dus eigenlijk is "private debt" helemaal niet een enge categorie.

[Jacco] Goed gezegd, als je naar de toekomst kijkt wat zijn dan de mogelijkheden in de categorie?

[Martijn] Wij denken dat de komende jaren de groei nog niet is afgelopen.

Zoals eerder gezegd is het "booming" de laatste drie jaar.

In de laatste drie jaar is het verdrievoudigd.

Er is ook voldoende kapitaal nog beschikbaar bij de fondsmanagers.

Het probleem is nu dat er oplossingen moeten gevonden worden.

Hierom is het dus van belang om de implementatie en managerselectie goed te onderbouwen.

Managers moeten namelijk de goede kansen weten te vinden en als deze kansen dan eenmaal worden gevonden dan zien wij zeker een toegevoegde waarde in "private debt".

[Jacco] Oké, nou dat brengt ons alweer aan het einde van deze podcast over "private debt".

Martijn je hebt laten zien hoe "private debt" waarde kan toevoegen in een portefeuille van pensioenfondsen en ook hoe dit kan worden geïmplementeerd.

En vervolgens hoe het past in onze "Total Portfolio Approach".

Volgende keer spreken we verder over mogelijkheden in de context van een "Total Portfolio Approach".

Tot de volgende podcast!

Wilt u meer weten? Ga dan naar www.willistowerswatson.nl.