

Fund Finance en Insured Credit, beproefd en getest

Door Esther Waal

Sinds de kredietcrisis is private credit een van de snelst groeiende asset classes. De beleggingscategorie is echter allerm minst homogeen te noemen. Het universum biedt een zeer breed scala aan strategieën. Twee relatief nieuwe vormen van private credit zijn Fund Finance en Insured Credit. Wat hebben deze strategieën beleggers te bieden?

Tijdens een door Financial Investigator georganiseerd webinar over Fund Finance en Insured Credit stelden twee buyside beleggers, Han Rijken van Lifetri en Erik Hulshof van pensioenfonds PNO Media, kritische vragen aan twee specialisten, Bas Kragten en George Nijborg van Aegon Asset Management.

Voorafgaand aan de vragensessie verzorgen Kragten en Nijborg eerst een korte introductie op het bredere spectrum van alternative fixed income-strategieën. Kragten wijst op de fundamentele wijzigingen in de afgelopen decennia ten aanzien van de rol van banken in de financiering van private kapitaalbehoef ten, die hebben geleid tot een vervijfvoudiging van het totale volume aan het uitstaande private capital sinds 2010, met verschillende maturities en risico-rendementskenmerken.

Insured Credit

Nijborg gaat vervolgens door op het concept van Insured Credit: leningen en obligaties die worden opgekocht en volledig worden verzekerd door hoog gerate verzekeraars (A en AA). 'Dit vermindert het kredietrisico aanzienlijk, omdat inves-

teerders dubbel verhaal kunnen halen: zowel bij de oorspronkelijke lener als bij de verzekeraar indien de lener in gebreke blijft.'

Nijborg benoemt de volgende kenmerken van Insured Credit:

1) Lager risico:

'Door de verzekering is het risico lager. De verzekeraar biedt een extra laag van bescherming bovenop het onderliggende kredietrisico.'

2) Relative value:

'Insured Credit biedt vaak hogere spreads in vergelijking met investment grade bedrijfsobligaties, wat het aantrekkelijk maakt voor investeerders die op zoek zijn naar een betere yield.'

3) Diversificatie:

'Er zijn ongeveer 60 verzekeraars actief in de kredietverzekeringmarkt, wat een brede diversificatie van de risico's mogelijk maakt.'

4) ESG-integratie:

'Het is mogelijk om duurzame aspecten te integreren in een Insured Credit-transactie.'

Nijborg noemt als voorbeeld een lening aan het land Servië, dat een BB-kredietrating heeft. De lening werd gebruikt voor infrastructuurprojecten en werd volledig verzekerd door negen verschillende (A- en AA-gerate) verzekeraars, wat leidde tot een hogere credit rating en een aantrekkelijke spread voor investeerders.

'Kun je iets vertellen over de liquiditeit?' wil Rijken weten. Nijborg geeft aan dat hij een Insured Credit-transactie als een buy-and-hold-investering ziet. 'We gaan ervan uit dat er geen actieve secundaire markt is. Maar het gebruik van credit insurance is niet nieuw. Het wordt al decennia lang gebruikt door banken. Het is evenwel mogelijk dat wij een transactie verkopen aan een bank.'



Han Rijken

Chief Investment Officer,
Lifetri



Erik Hulshof

Uitvoerend Bestuurder,
Pensioenfonds PNO Media

Hulshof is geïnteresseerd in de omvang van de markt. 'Zeker voor pensioenfondsen is dat van belang.' Nijborg antwoordt dat de omvang van de markt door twee verschillende elementen wordt bepaald: de onderliggende assets en de verzekeraars. 'Met de ongeveer 60 actieve kredietverzekeraars verwachten wij dat klanten in een portfolio exposure kunnen krijgen naar 20 tot 25 verschillende verzekeraars. De onderliggende assets betreffen een heel breed spectrum, van EMD tot corporate leningen en structured finance of ABS. De markt is dus groot genoeg voor institutionele klanten om een rol in te kunnen spelen.'

Rijken wil meer weten over de risico's. 'Het is een verzekering die veel dekt, maar het is geen garantie. Dus welke risico's loop je als belegger?' Nijborg: 'Het risico is dat je onderliggende leningnemer en de verzekeraar tegelijkertijd omvallen. Kredietverzekeraars zijn echter actief in heel verschillende businesssegmenten, ook in heel traditionele vormen van verzekeren. De kredietcrisis heeft bijvoorbeeld bijna geen impact gehad op hun rating. Bovendien loopt het track record van dit type transacties terug tot 2007. Het concept is tried and tested.'

Fund Finance

Kragten licht vervolgens het thema Fund Finance toe, wat het verstrekken van financiering aan beleggingsfondsen inhoudt. 'Deze financiering kan plaatsvinden in verschillende stadia van de levenscyclus van een fonds, bijvoorbeeld tijdens de investeringsfase of tijdens de waardecreatiefase. Dit type financiering is cruciaal omdat het fondsen in staat stelt sneller en efficiënter kapitaal aan te trekken en te investeren zonder direct afhankelijk te zijn van capital calls richting investeerders.'

Kragten benoemt twee soorten financiering:

1) Capital Call Finance:

'Dit is een vorm van financiering waarbij leningen worden verstrekt aan fondsen gedekt door de kapitaalverplichtingen van de limited partners (LPs). Deze financieringsvorm kent een beperkt risico omdat de leningverstrekker kan terugvallen op de toezeggingen van de LPs.'

2) NAV (Net Asset Value) Finance:

'Deze methode wordt gebruikt in een latere fase van het fonds, wanneer de investeringen zijn gedaan en waardecreatie plaatsvindt. Het fonds kan extra financiering aantrekken om bijvoorbeeld

aanvullende acquisities te doen of om liquiditeit aan LPs te bieden.'

Rijken wil weten wat het betekent als veel nieuwe partijen toetreden op een terrein dat eerst vooral door banken werd gedomineerd. Kragten: 'De groei van private markten laat zien dat er meer ruimte is voor institutioneel geld naast de banken. En tegelijkertijd zien we ook dat banken tegen grenzen aanlopen, niet alleen vanuit volume, maar ook vanuit kapitaalsbeslag.'

Hulshof wijst op het risico op de LPs, de participanten in het fonds, met name bij Capital Call Finance, en op het risico op de investeringen in het fonds bij NAV Finance. 'Hoe werkt het proces om die risico's goed in kaart te brengen?' Kragten onderstreept hierop het belang van grondige due diligence en risicobeheer. 'Dit omvat bij Capital Call Finance het beoordelen van de kwaliteit en diversificatie van de LPs, de ervaring en reputatie van de general partner (GP), de contractuele zekerheden die in de financieringsstructuur zijn ingebouwd en de rechten die je hebt om eventueel uit te stappen. NAV Finance kent vergelijkbare aandachtspunten, waarbij ook de manager en de kwaliteit en spreiding van onderliggende portefeuilles van belang is.'

Rijken vraagt of bij Capital Call Finance niet continu veel cash uitstaat, omdat het om relatief korte financieringen gaat. Kragten benadrukt dat het volume in de markt heel groot is. 'Er zijn voldoende investeringsmogelijkheden om aflossingen snel weer door te beleggen en te herbeleggen.'

Kragten sluit af met enkele algemene opmerkingen: 'Een deel van het aantrekkelijke rendement zit natuurlijk in het stukje illiquiditeit. Iedere belegger moet zelf bepalen hoeveel ruimte hij heeft voor illiquide beleggingen. Dat is deels gedreven door liquiditeitsbehoefte, maar ook deels door risk appetite. De verplichtingset die heel veel verzekeraars en pensioenfondsen hebben, is langer dan de gemiddelde duration van bankfunding. Zij zijn misschien zelfs wel beter in staat om een stukje illiquiditeit over te nemen dan banken.' ■

Disclaimer

Aegon Investment Management B.V. (KVK-nummer 27075825) staat bij de Autoriteit Financiële Markten geregistreerd als een vergunninghoudende fondsbeheerder. Op basis van haar fondsbeheervergunning is Aegon Investment Management B.V. ook bevoegd tot het verlenen van discretionair vermogensbeheer, beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders.



Bas Kragten

Head of Private ABS & Infrastructure,
Aegon Asset Management



George Nijborg

Head of Insured Strategies and European Private Placements,
Aegon Asset Management



Bekijk hier de video van het webinar over Fund Finance en Insured Credit

IN HET KORT

Zowel Fund Finance als Insured Credit bieden unieke voordelen wat betreft risicobeheer, rendement en diversificatie.

Grondige due diligence is essentieel, evenals samenwerking met betrouwbare partners om de risico's te minimaliseren en de voordelen te maximaliseren.

De markt voor zowel Fund Finance als Insured Credit is groot genoeg om aanzienlijke kapitaalallocaties van institutionele beleggers op te nemen.