

Private debt is ‘here to stay’

Door Harry Geels

De markt voor private debt groeit om verschillende redenen hard. Is de beleggingscategorie al voldoende getest en gaat de groei zich voortzetten? Financial Investigator organiseerde hierover een mini ronde tafel met Boris Harmsen van Pemberton Asset Management, Roy Kroon van PGB Pensioendiensten, en Markus Schaen van MN.

Hoe aantrekkelijk is private debt op dit moment ten opzichte van public (corporate) debt?

Roy Kroon: ‘We zien nog altijd een toenemende vraag naar financieringen, bijvoorbeeld vanuit M&A-activiteiten. Die lagen even stil vlak na de sterk opgelopen rente, maar zijn weer met verve opgepakt. Banken kunnen niet in die vraag voorzien, zeker niet in het mid-market-segment, dus bieden private markten uitkomst, tegen spreads die weliswaar iets zijn afgenomen, maar nog altijd aantrekkelijk zijn. En dat terwijl op de publieke investment grade- en high yield-markten de spreads historisch gezien op het gemiddelde of zelfs soms ver onder het gemiddelde liggen. Ik denk dat we in een grote transformatiefase zitten, waarbij het MKB moet wennen aan hogere spreads. Bedrijven zijn de afgelopen decennia als het ware gesubsidieerd geweest door relatief goedkoop bancair krediet.’

Markus Schaen: ‘De vraag is wat we precies onder private markten verstaan. In overleg met onze opdrachtgevers hebben we een private debt-strategie ontwikkeld die verschillende segmenten van de private debt-markt afdekt. We hebben recentelijk de manager search afgerond voor het eerste segment, private placements, en

verwachten in de tweede helft van 2024 te kunnen beginnen met de opbouw van een portefeuille in dit segment. We zien al dat de spreads daar, net als bij publieke markten, flink kleiner zijn geworden. De manager ontvangt van ons een spread-doelstelling, die onder andere recht doet aan de illiquiditeitspremie. Het valt nu in de private placements-markt niet mee om die te realiseren. In andere segmenten van private debt zien we hogere spreads, maar ook die zijn lager dan enkele jaren geleden. We zien ook het karakter van de deals veranderen, nu bedrijven zich relatief meer met private debt en wat minder met aandelenkapitaal versterken. Oftewel, de convenanten zijn wat lichter geworden. Tot slot zien we banken ook weer terugkomen in de kredietverstrekking, wat ook weer meer competitie geeft.’

Boris Harmsen: ‘Zeker bij de grotere deals zien we inderdaad de concurrentie van de banken weer toenemen. Dit leidt tot compressie in spreads en lichtere convenanten, wat overigens bij die grote bedrijven soms ook gerechtvaardigd is. Pemberton richt zich niet op dit type transacties. Wij focussen op mid-market-bedrijven, met zo’n twintig tot honderd miljoen EBITDA. Voor deze bedrijven is het lastig geld op halen in de publieke markten. Er zijn verder nog sector-specifieke ontwikkelingen, waardoor er zeker in het middensegment veel goede deals te vinden zijn.’

Welke factoren bepalen de aantrekkelijkheid van private debt?

Schaen: ‘Private debt is natuurlijk minder liquide, maar als daar ruimte voor bestaat in de portefeuille, is het relatief aantrekkelijk vanwege de hogere spreads. Verder is onze obligatieportefeuille in de loop der jaren flink gegroeid, dus is het nodig om de markt breder te bezien en ook te kijken naar welk type bedrijven we willen financieren. De uitgifte van obligaties is in beginsel voorbehouden aan grote ondernemingen, de financiering

van kleine en middelgrote ondernemingen ontbrak in onze vastrentende portefeuilles. Daarnaast zijn bepaalde sectoren waarin we graag beleggen ondervertegenwoordigd op de publieke markten. Denk aan renewable energy, maar ook aan sectoren die de achterban aanspreken, bijvoorbeeld meer 'B.V. Nederland'. We kunnen met private debt niet alleen beter sturen op bedrijfstypes, maar ook op looptijden en natuurlijk ook op de gewenste convenanten en credit ratings. En tot slot, in tegenstelling tot publieke markten, kunnen beleggers hier, indien nodig, eenvoudiger en directer met het management schakelen.'

Harmsen: 'We zitten inderdaad veel dicht op het wel en wee van de bedrijven. We krijgen zelfs maandrapportages waarbij we het format en de mate van gedetailleerdheid zelf kunnen bepalen. Publieke markten zijn verder cyclischer van aard. In tijden van crisis hebben ze de neiging 'dicht' te gaan en in goede tijden open, wat deels verband houdt met het vergelijkbare cyclische businessmodel van banken. Bedrijven zijn daardoor nooit 100% zeker van dealflow in publieke markten. Private markten kennen een veel duurzamere flow. Op dit moment hebben wij aan dertien Nederlandse ondernemingen leningen verstrekt, wat die bedrijven niet meer lukte via het bancaire circuit.'

Kroon: 'We beschouwen onder andere de relatieve aantrekkelijkheid van alle segmenten op de obligatiemarkten en dan zien we dat de risico-rendementsverhouding goed ligt en dat private debt ook diversificatie-effecten heeft, onder andere vanwege het minder cyclische karakter ervan. We geven wel liquiditeit op, dus een allocatie moet dan wel voor de lange termijn zijn, wat natuurlijk prima bij institutionele beleggers past.'

Verwachten jullie dat de Wtp invloed gaat hebben op de allocatie van Nederlandse pensioenfondsen naar private debt?

Schaen: 'Volgens mij zijn de strategen daar nog niet uit. De algemene verwachting is dat de matchingportefeuille kleiner zal zijn. Als er dan meer naar de returnportefeuille gaat, is er ook meer ruimte voor beleggingscategorieën als private debt. Ik verwacht overigens niet dat het illiquiditeitspercentage in de portefeuilles van onze opdrachtgevers door de Wtp fors omhoog zal gaan.'

Kroon: 'Ik denk dat de risico's verschuiven: jongeren krijgen meer, ouderen minder risico's. Het hangt dus van het profiel van het fonds af hoe portefeuilles gaan schuiven. We verwachten voor ons op aggregatieniveau geen grote veranderingen in het gemiddelde risicoprofiel. Maar als jongeren een groter deel van de returnportefeuille krijgen, zijn er daar, gezien de langere beleggingshorizon, meer mogelijkheden om in minder liquide beleggingscategorieën te beleggen. Maar dat moeten dan wel categorieën zijn die een vergelijkbaar risico-rendementsprofiel als aandelen hebben. Het gaat dan om het diversificatiepotentieel en dat is bij private debt, in vergelijking met aandelen, prima.'

Harmsen: 'De Wtp opent inderdaad mogelijkheden voor de wat hoger renderende private-debt-segmenten in de returnportefeuilles. Voor de matchingportefeuille kunnen bepaalde 'veiliger' of defensievere delen van de markt interessant zijn, bijvoorbeeld als aanvulling op de hypothekenportefeuille. Nederlandse pensioenfondsen hebben nog relatief weinig belegd in private debt vergeleken met bijvoorbeeld veel institutionele beleggers in de Nordics. Wat direct lending betreft, loopt Europa nog flink achter op de VS. De Wtp biedt tot slot ook nog mogelijkheden om de portefeuilles weer eens strategisch onder de loep te nemen, wellicht ook kijkend naar hoe vergelijkbare andere beleggers de portefeuille inrichten.'

De markt voor private debt is enorm gegroeid. Is er een bubbel in de maak?

Kroon: 'We weten pas of die er echt is geweest als hij barst. Er storten zich nu veel partijen op deze markt en dat creëert per definitie inefficiënties bij de managers of bij de markt. Maar dat is gebruikelijk bij iedere groei van een beleggingscategorie die opkomend is en waarschijnlijk voor de lange termijn een belangrijke rol gaat spelen in de financiële markten, om redenen die eerder zijn genoemd, met de desintermediatie van banken als de belangrijkste. Een bubbel lijkt overdreven, maar er zijn rafelranden die bij de snelle groei naar volwassenheid horen. En stel dat er een bubbel is, dan hoeft dat niet erg te zijn, mits de belegger goed spreidt en de juiste managers selecteert. Het gaat om het bereiken van een specifiek doel. Laat de markt maar doen wat ze wil.'



Boris Harmsen

Boris Harmsen is Head of Origination and Business Development Benelux bij Pemberton Asset Management. Tussen 2015 en 2019 gaf hij bij Deutsche Industriebank AG leiding aan de activiteiten op het gebied van leveraged finance en sponsor coverage in de Benelux. Eerder was hij onder andere Investment Manager bij Egeria en werkzaam bij Deutsche Bank en ABN AMRO. Harmsen studeerde af aan de Rijksuniversiteit Groningen met een Master of Law.



Roy Kroon

Roy Kroon is Teamlead Credit Investments bij PGB Pensioendienst en is verantwoordelijk voor zowel de intern beheerde investment grade creditportefeuille als de uitbestede alternative fixed income- en hypotheekportefeuilles. Hij begon er in 2015 als Manager Fixed Income & Treasury. Eerder werkte hij tien jaar als Senior Portfolio Manager bij MN. Kroon begon zijn carrière als Credit Analyst bij ABN AMRO Asset Management en heeft een masterdiploma Economie van de Vrije Universiteit Amsterdam.



Markus Schaen

Markus Schaen is sinds 2008 werkzaam voor MN als Principal Fixed Income. Hij werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener NV. Aan de Universiteit Maastricht behaalde hij zijn doctoraal-diploma Bedrijfseconomie, waar hij tevens de Register Accountancyopleiding afrondde. Ook volgde hij de postdoctorale studie Treasury Management aan de VU in Amsterdam en het Executive Pensions Program aan Nyenrode.

Schaen: ‘Door de snelle groei van de markt zien we dat de convenanten minder goed zijn. Bij de managers is er druk om al het geld te beleggen. Of we dat een rafelrand van de groei noemen of een bubbel, is niet zo relevant. Verder is deze beleggings-categorie nog niet echt getest. Als er sprake zou zijn van een bubbel, heeft die nog niet echt kunnen knappen. COVID-19 was in principe een grote test, maar daar hebben we toch met zijn allen een fiscale en monetaire bail-out gekregen. En bij bubbels, even afgezien of daar bij private debt nu sprake van is, zijn er ook altijd winnaars. Bedrijven hebben nu betere mogelijkheden om zich te financieren. En private equity lijkt ook te profiteren. Die kan voor leverage terecht bij de publieke én private markten en speelt regelmatig privaot en publiek tegen elkaar uit.’

Harmsen: ‘De markt is snel gegroeid en dat trekt, zoals altijd, de nodige opportunisten met een gebrekkig track record aan. Daarom is het van belang dat beleggers uitgebreid en zorgvuldig onderzoek doen naar managers. Het risico zit vooral bij managers die veel geld ophalen maar met kleine teams werken. Wat betreft een echte goede test van de markt ben ik het ermee eens dat tijdens de pandemie de markten zijn gesubsidieerd. Aan de andere kant, als we zien wat er sinds 2020 is gebeurd, denk aan disrupties in de aanbodketens, sterke stijging van de rente en inflatie naar niveaus van de jaren zeventig, is de weerbaarheid van de beleggingscategorie echt wel goed getest. En wat mij betreft is die test geslaagd. Verder biedt die rentestijging ook een test voor de verschillende managers. Hebben zij bij de verstrekte financieringen scenario’s bekeken waarin bijvoorbeeld de rente van 5% naar 10% is gestegen?’

In hoeverre kunnen investeerders sturen op ESG-doelstellingen door te beleggen in private debt?

Kroon: ‘ESG is een containerbegrip. Wij streven ESG-impact na. Daarin zijn wij anders dan de meeste beleggers, die vaak met een best-in-class benadering werken. Er zijn niet veel impactmanagers. En dan zijn we helaas genooddaakt om ook deels op het standaard ESG-kader terug te

vallen, dus bijvoorbeeld CO₂-intensieve bedrijven uit te sluiten. Gelukkig kunnen we met private markten meer op impact sturen, met steeds betere data.’

Schaen: ‘Private debt heeft inderdaad meer ESG-potentie, vooral vanwege de 1-op-1-relaties, waardoor er ook meer eisen zijn te stellen door de beleggers, al zijn er hier wel grote verschillen tussen managers. Het helpt dat de private debt-portefeuilles doorgaans kleiner zijn, gemiddeld zo’n dertig leningen, waardoor het maatwerk ook makkelijker wordt dan bij een typische publieke marktportefeuille, waar het al snel om honderden leningen gaat.’

Harmsen: ‘We zijn inderdaad nauwer betrokken bij bedrijven, waardoor de relatie en interactie met de CFOs veel beter is dan op de publieke markten. Voor ons zijn ESG en impact essentieel. We werken ook nauw samen met bedrijven om hun beleid te verbeteren, bijvoorbeeld op het gebied van de energietransitie, en om hen te helpen hun ESG-rapportages op een marktconform niveau te krijgen.’

Wat zijn de vooruitzichten voor private debt?

Harmsen: ‘Door strenge regulering en de daaropvolgende terugtrekkende beweging van banken uit de mid market, is de trend naar private onomkeerbaar. Beleggers zullen focussen op de meer ‘volwassen’ managers. En er komen meer specialistische strategieën, zoals NAV financing, die focussen op bepaalde sectoren of deelmarkten.’

Kroon: ‘De VS is al veel verder dan wij, wat voor Europa ook nog groei van private debt belooft. De groei van de markt wordt waarschijnlijk als eerste begrensd door de maximale illiquiditeit die beleggers kunnen accepteren.’

Schaen: ‘Private debt wordt een permanente allocatie in de portefeuilles. Pensioenfondsen zijn daarin nog altijd onderwogen. Als er een keer een crisis komt, met ‘defaults’, zal dat de beleggings-categorie testen, maar ook weer volwassener maken.’ ■

IN HET KORT

Private debt kan rekenen op structurele groei door de desintermediatie van de banken en de interessante karakteristieken voor langetermijnbeleggers, zoals minder cycliciteit en de illiquiditeitspremie.

De beleggingscategorie leent zich beter dan publieke credits voor ESG- en impactbeleggen.

Private debt is verder een belangrijke schakel in de financiering van het MKB en daarom van belang voor innovatie en concurrentie in de economie.

De beleggingscategorie heeft zich weerbaar getoond tijdens recente crises.