



DE BELANGSTELLING VOOR ALTERNATIVE CREDIT GROEIT SNEL

Door Harry Geels

Alternative credit vormt een dynamische, complexe beleggingscategorie die zich sterk aan het ontwikkelen is. Gabriella Kindert, Head of Alternative Credit en Maureen Schlejen, Hoofd Institutionele Relaties Nederland van NN Investment Partners, lichten in dit interview toe welke voordelen en uitdagingen alternative credit beleggers biedt.

Alternative credit lijkt een breed containerbegrip. Wat verstaat NN IP hieronder?

Gabriella Kindert: 'Er zijn inderdaad verschillende begrippen in omloop, zoals alternative lending, private debt, direct lending, et cetera. Deze worden in de praktijk door elkaar gebruikt. Het betreft een steeds belangrijker beleggingscategorie die bestaat uit leningen verstrekt aan bedrijven, organisaties en projecten buiten het gereguleerde bankcircuit om. Binnen deze categorie zijn er twee subsegmenten die duidelijk van elkaar moeten worden onderscheiden. Ten eerste bieden actieve vermogensbeheerders en institutionele beleggers alternatieve bronnen van krediet, hetzij rechtstreeks, hetzij via hun klanten – bijvoorbeeld pensioenfondsen en verzekeraars, maar ook family offices en stichtingen. Ten tweede zijn er fintech-bedrijven die alternatieve leningen aanbieden middels nieuwe businessmodellen, zoals crowd funding en peer-to-peer lending. Zij dagen de traditionele status quo uit in een nog nauwelijks gereguleerde wereld. Ze hebben nu weliswaar een klein marktaandeel, maar dit zou in de toekomst kunnen veranderen. Ik denk dat daarvoor nauwe betrokkenheid met en goedkeuring van de toezichthouders noodzakelijk is.'

NN IP is hierin overigens niet actief. Wij bieden de eerste, meer traditionele vorm van alternative credit aan. We hanteren daarbij dezelfde hoge mate van fundamentele analyse, compliance, risicomanagement en dergelijke als de banken. We bieden dus eigenlijk dezelfde producten aan als banken, maar dan binnen een asset management-framework.'

Maureen Schlejen: 'We hebben het over een markt die door de disintermediatie na de kredietcrisis snel groeit. Meer dan de helft van de pensioenfondsen belegt inmiddels al in alternative credit

en de verwachting is dat dit percentage tot meer dan 80% kan groeien in 2020. Alternative credit biedt beleggers interessante kenmerken, zoals een lage correlatie met meer traditionele beleggingscategorieën, aantrekkelijke rendementen en relatief interessante spreads. De hoogte van het verwachte rendement verschilt uiteraard per type belegging.

Ook niet onbelangrijk voor institutionele beleggers: de markt voor alternative credit is wat betreft beschikbare investeringsmogelijkheden erg diep. Er zijn veel bedrijven en projecten die een financiering nodig hebben, maar deze om wat voor reden dan ook niet kunnen krijgen. Dit noemen we ook wel de financieringskloof, die vooral voor de kleinere bedrijven (SME's) groot is, maar bijvoorbeeld ook bestaat voor grote infrastructuurprojecten. Banken zijn vooral uit deze markt teruggetreden vanwege kapitaalbeperkingen. Dat is een maatschappelijk probleem, omdat SME's een primaire bron zijn van economische groei en tweederde van de werkgelegenheid vertegenwoordigen.'

Alternative credit helpt de zogeheten financieringskloof te overbruggen. Waarom lijkt alternative credit deze financieringskloof wel te overbruggen en lijken andere initiatieven zoals securisaties (ABS, RMBS en CLOs) en dergelijke deze kloof minder te dichten?

Kindert: 'Er is vanuit regulering en toezicht een grote druk op de banken. Ze moeten de leverage op hun balans terugbrengen. De totale assets van het hele bankwezen zijn sinds 2009 bijna ieder jaar gedaald. Hetzelfde geldt sinds de kredietcrisis voor het aantal en de totale waarde van gesecuritiseerde beleggingen.

Securitisaties zijn relatief complex voor banken, de regelgeving is zeer stringent en het kapitaalbeslag voor beleggers onder bijvoorbeeld Solvency II is onaantrekkelijk. De 'first-loss guarantee' kost te veel. De laatste drie jaar zien we weliswaar een lichte verbetering, maar staan we nog ver onder de niveaus van voor de crisis, vooral in Europa. Na de crisis is er hier voor securitisaties ook veel negatieve reclame geweest.'

Schlejen: 'Institutionele beleggers kunnen de kloof wél overbruggen. Ze zijn vanuit hun lange verplichtingenstructuur als het ware natuurlijke beleggers in leningen. Ze hebben een lange beleggingshorizon en kunnen de lagere liquiditeit van de leningen dragen. De strategische richting is in Europa duidelijk gezet richting groei van de kapitaalmarkten in de markt van leningen. De EU heeft zelfs een Action Plan on Capital Market Union geschreven. Ook de laatste officiële papers van de Europese Commissie onderschrijven het nut van leningen.'



CV

Gabriella Kindert (MA, MBA) is Head of Alternative Credit bij NN Investment Partners (NN IP). Ze geeft leiding aan de verschillende beleggingsteams die verantwoordelijk zijn voor het beheren van NN IP's illiquide fixed income strategieën, zoals bijvoorbeeld Nederlandse hypotheekleningen, project finance, commercial real estate leningen en exportleningen met overheidsgaranties (ECA leningen). Het Alternative Credit team beheert momenteel ongeveer € 17,3 miljard aan assets voor institutionele beleggers. Gabriella heeft meer dan 20 jaar internationale ervaring op het gebied van banking, alternative credit en private equity.

Via welke dienstverlening of platforms vinden alternative credits hun weg naar (institutionele) beleggers en welke uitdagingen spelen daarbij?

Kindert: 'Educatie is erg belangrijk. Institutionele beleggers moeten begrijpen wat ze doen. We moeten richting onze beleggers goed kunnen aantonen wat goed en fout kan gaan in de markt van alternative credit in het algemeen en in de verschillende deelsegmenten ervan. Zo helpen we de markt met zijn eigen ontwikkeling. Ook toezichthouders en politici hebben onze informatie nodig. Beleggers moeten op een verantwoorde manier in de juiste delen van de markt terechtkomen. Het belang hiervan overstijgt daarbij de rendementen: beleggers kunnen met private credit de economie stimuleren. Voor alle duidelijkheid, we werken daarbij veelal samen met banken. Ze hebben weliswaar niet altijd de noodzakelijke lange financieringsmogelijkheden, maar ze hebben wel de kennis van de gang van zaken en financiën van bedrijven. Het is een samenwerking: de banken verstrekken het korte termijn werkkapitaal, onze beleggers de langetermijn-financiering. Zo worden de risico's ook gedeeld.'

Schlejen: 'Er is een grote informatie-asymmetrie in deze markten. De bedrijven weten veel, de beleggers weinig. Er is vaak weinig tot geen publieke informatie. De informatie-asymmetrie wordt verder gecompliceerd door het grote aantal subcategorieën, zoals infrastructuur, bedrijfsleningen, commerciële vastgoedleningen, overheidsgerelateerde leningen, hypotheekleningen en distressed debt. Daarnaast leidt het private karakter van elk van deze categorieën logischerwijs tot een beperktere informatieverstrekking. Het is vaak zinloos om vergelijkingen te maken. Wij proberen de informatie-asymmetrie op te lossen met de kennis van de mensen en systemen van ons en met de kennis van de banken.'

Wat kan alternative credit in termen van spread of premie bieden? En uit welke bronnen is de spread opgebouwd?

Kindert: 'De prijzen van iedere beleggingscategorie worden bepaald door vraag en aanbod. De private markt heeft echter een geheel eigen dynamiek. We moeten feitelijk obligaties met leningen vergelijken. Bij leningen wordt door ons erg gefocust op neerwaartse risico's. Hoe wordt de lening gestructureerd? Hoe worden beschermingen zoals hypotheekleningen en uitoefeningsrechten ervan in het contract vormgegeven? De leningen zijn vaak complex en dit wordt gecompenseerd middels een complexiteitspremie. Ook voor gebrek aan liquiditeit wordt door beleggers een premie gerekend, de illiquiditeitspremie. De spread wordt verder beïnvloed door marktinefficiënties, ofwel hoe gemakkelijk of moeilijk is het om kopers en verkopers bij elkaar te brengen, en de verwachte 'probability of default' en 'recovery rates' van de betreffende leningen. In het algemeen komt er een spread, ook wel 'private pricing differential' (ppd) genoemd, van 0,5 tot 5% tot stand.

Overigens is ook de liquiditeit van de publieke obligatiemarkten door regulering veranderd. Banken mogen door toenemende regulering steeds minder obligaties op eigen boek houden. Tegelijkertijd vindt er een concentratie plaats van wereldwijde belangen bij 'buy-and-hold'-beleggers en centrale banken. Eigenlijk zouden beleggers nu ook voor de publieke obligatiemarkten een illiquiditeitspremie moeten rekenen. Door de lage rente en daarmee samenhangende 'search for yield' en de lage volatiliteit is het maar de vraag of beleggers dat op dit moment rekenen. Al met al vinden wij het rendements-risicoprofiel van private leningen nu gunstig afsteken bij die van de publieke obligaties.'

Schlejen: 'De spread is overigens niet stabiel in de tijd. Wij houden per subsegment een monitor bij, waarin onder andere vraag- en aanbodverhoudingen worden meegenomen. De spread wordt daarbij vergeleken met de risico's. We zien inderdaad dat diverse pensioenfondsen hierdoor een meer gediversifieerde portefeuille van alternative credits willen bouwen. En daarbij kunnen wij ze helpen, door op alternatieven met een beter profiel te wijzen. NN IP belegt in een zeer groot aantal subcategorieën van alternative credit en wij hebben daardoor goede kennis over de relatieve aantrekkelijkheid van al deze segmenten. Wij zijn zowel een asset als een solutions provider. We hebben hierin veel ervaring; wij doen dit voor onze verzekeraar al sinds begin jaren negentig.'

Is alternative credit een defensieve beleggingsstrategie?

Kindert: 'Ja, de meeste private leningen bieden op dit moment de hoogste veiligheid in de kapitaalstructuur. De leningen worden meestal gedekt door activa en/of aandelen van de betreffende bedrijven. Veel leningen hebben verder een variabele rente, waardoor ze een natuurlijke hedge bieden tegen het risico van stijgende inflatie. Tot slot is het mogelijk om, zoals eerder genoemd, te spreiden. In onzekere tijden kunnen beleggers bijvoorbeeld meer exposure opbouwen naar leningen met kortere looptijden, zoals trade finance of factoring.'

Schlejen: 'Wij zien dat beleggers niet alleen meer spreiden binnen alternative credit, maar ook meer alternative credit opbouwen. Dit gaat ten koste van de allocatie naar bijvoorbeeld aandelen, omdat die te volatiel zijn, of ten koste van staatsleningen, omdat die nu te weinig opleveren en gevaar lopen bij een rentestijging. Dit geldt overigens niet alleen voor pensioenfondsen, maar ook voor verzekeraars, en sinds kort kijken ook onafhankelijke vermogensbeheerders en family offices naar onze oplossingen. We zien dat steeds meer beleggers belangstelling tonen. We hebben bijvoorbeeld een handboek 'Alternative credit and its asset classes' geschreven en beschikbaar gesteld op onze website. Deze wordt veel gedownload. Dit geeft aan hoeveel kennisbehoefte er nu voor de beleggingscategorie bestaat.'



CV

Maureen Schlejen (MBA) is Hoofd Institutionele Relaties voor de Nederlandse markt bij NN Investment Partners. Voorheen werkte zij bij Robeco, waar zij ruim 20 jaar ervaring heeft opgebouwd binnen de Nederlandse vermogensbeheerindustrie. Sinds 2013 focust zij zich puur op de institutionele beleggingsmarkt. Ze heeft bij Robeco verschillende commerciële functies vervuld, als laatste in de rol van Head of Institutional Sales Benelux and Nordics.

Hoe kan het best in deze beleggingscategorie worden belegd, via fondsen of mandaten?

Schlejen: 'Allebei, van belang is wat het beste past bij de klant. Wat betreft de liquiditeit maakt het niet uit, ze zijn beide illiquide. Een mandaat kan zich meer toespitsen op specifieke behoeften van de belegger. Het is niet per se een kwestie van de omvang van het vermogen, het is vooral ook een kwestie van kennis. Voor een mandaat is meer kennis nodig. Onze Client Solutions-afdeling adviseert hierover. 'Monitoring and reporting' zijn overigens net zo belangrijk als kennis. Met goede monitoring en reporting kunnen beleggers eerder bijsturen en in control zijn.'

Kindert: 'Als laatste: NN IP voldoet als beheerder natuurlijk aan alle regels. Alle kennispublicaties, monitoring en rapportages zijn meerdere malen langs compliance geweest. En ook op deze categorie wordt onze strenge ESG-overlay gelegd.'