

# PRIVATE DEBT: EEN NIEUWE, VEELZIJDIGE EN INTERESSANTE BELEGGINGSMOGELIJKHEID

Door Martine Vissers

**De huidige laagrentende omgeving zorgt voor een search for yield bij beleggers. Nieuwe beleggingsproposities worden verkend en hierbij wordt steeds vaker private debt genoemd.**

Private debt is een verzamelterm voor illiquide bedrijfsleningen. Het is lastig om een eenduidige definitie te geven, omdat de karakteristieken van bedrijfsleningen sterk verschillen. In dit artikel wordt vanuit een helicopterview inzicht gegeven in deze verschillen, evenals in de ontwikkelingen en beleggingsmogelijkheden in private debt van middelgrote en kleine bedrijven.

## DE ONTWIKKELINGEN

In tegenstelling tot de Verenigde Staten is de private debt markt in Europa nog jong. Het verstrekken van leningen in Europa was de afgelopen decennia voornamelijk het speelveld van de banken. Door de kredietcrisis en de

daaruit voortvloeiende regelgeving (Basel III), is er vooral een verschuiving waar te nemen bij financiering van grotere bedrijven. Echter, het financieren van kleine ondernemingen is nog steeds voornamelijk het domein van de banken. Mede dankzij technologische ontwikkelingen, zoals fintech, krijgt marketplace lending (platformen waar vraag en aanbod samenkomen) een steeds prominenter positie. Institutionele beleggers investeren echter nog zeer beperkt in deze initiatieven, onder andere door het gebrek aan transparantie, schaal(baarheid), track record en skin in the game.

## EEN BREED BEGRIIP

Binnen het segment private debt zijn er veel verschillende financieringsvormen. De verschillen zijn voornamelijk toe te schrijven aan de omvang van de lening en de voorwaarden van de lening, zoals looptijd, aflossingsschema, rentebetaling, rangorde en zekerheden. Figuur 1 laat het onderscheid zien tussen de in Europa gangbare financieringsvormen gerelateerd aan de omvang van de ondernemingen en de rangorde van de financiering.

Institutionele beleggers, en dan met name verzekeraars, zijn actief in het financieren van grote bedrijven. Dit is een sterk gereguleerde en gestandaardiseerde markt. Private Placements, Bonds, Schuldschein en Leveraged Loans worden

*Private debt is een verzamelterm voor illiquide bedrijfsleningen.*

door deze partijen vaak ingezet om exposure te krijgen naar deze illiquide asset class. Ook zoeken institutionele beleggers samenwerking met banken om samen leningen te verstrekken aan grote bedrijven. De origination capaciteit en de kennis en kunde die zijn opgebouwd door grootbanken worden zo direct toegankelijk voor institutionele beleggers.

Naast deze financieringsvormen zijn er ook private debt fondsen die gedeeltelijk door institutionele beleggers worden gefinancierd. Deze fondsen verstrekken bedrijfsleningen aan middelgrote en kleinere ondernemingen. Ieder fonds heeft een eigen strategie ten aanzien van de te financieren activiteiten, het type en de omvang van de lening, eventueel een sectorspecialisatie en/of het verstrekken van sponsored of sponsored-less financiering (al dan niet samen optrekken met een private equity-partij).



Martine Vissers

## KENMERKEN PRIVATE DEBT FONDSSEN

In de afgelopen jaren zijn private debt fondsen voor middelgrote en kleine bedrijven sterk in opkomst. Voor een Nederlandse boutique asset manager hebben we het afgelopen jaar circa 90 Europese initiatieven onderzocht en bezocht. Deze initiatieven richten zich op diverse financieringsstrategieën voor kleine en middelgrote bedrijven (financiering tussen € 5 en € 20 miljoen). Uit het onderzoek is duidelijk geworden dat de private debt markt in het Verenigd Koninkrijk volwassener is dan in continentaal Europa. In het Verenigd Koninkrijk heeft de British Business Bank een belangrijke rol gespeeld bij de professionalisering van private debt initiatieven. Een commitment van de British Business Bank werkt voor investeerders als een keurmerk. Dit zien we ook ontstaan in continentaal Europa, waar het European Investment Fund steeds vaker eenzelfde rol vervult.

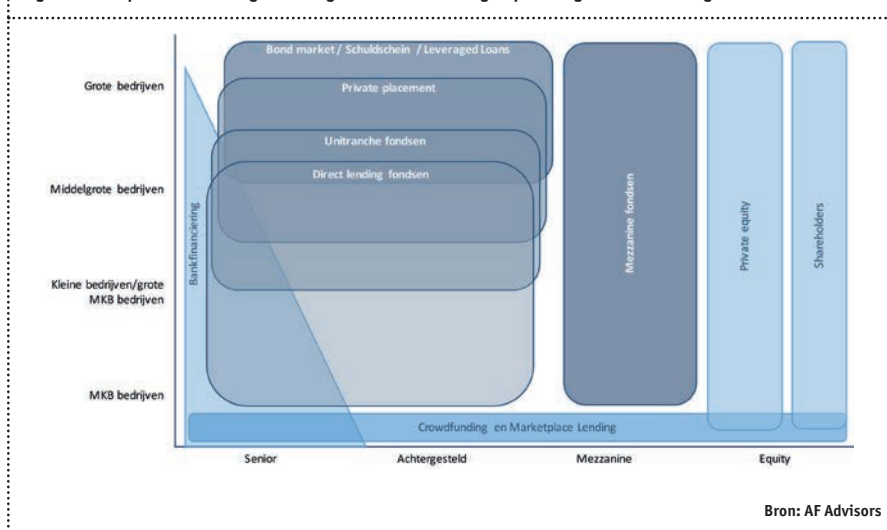
Enkele karakteristieken<sup>1</sup> van private debt fondsen zijn:

- Bruto rendementen liggen tussen de 5% (senior) en 12% (mezzanine), afhankelijk van de lening-portefeuille. Gebleken is dat de rendementen voor grotere leningen onder druk staan door het grote aanbod van managers en liquiditeit in de markt.
- De beheervergoeding ligt tussen de 100 en 175 basispunten op jaarbasis en additioneel is er een prestatievergoeding. Vaak worden ook administratiekosten in rekening gebracht en is er een opstart- of structureringsvergoeding. Er valt wel een neerwaartse trend van de vergoedingen waar te nemen.
- Het defaultpercentage ligt tussen de 1 en 4% en er is een recovery rate van circa 80%. Beide percentages zijn positiever dan bij de liquide variant van private debt (high yield bonds). Dit komt onder andere door de strikte convenanten, betrokkenheid van de manager en de aandacht voor monitoring.

## INVESTERINGSMOGELIJKHEDEN INSTITUTIONELE BELEGGERS

Bij een allocatie naar private debt zal

Figuur 1: Europese financieringsvormen gerelateerd aan doelgroep en rangorde financiering



allereerst de afweging moeten worden gemaakt inzake het doel van de belegging, het beoogde rendement-risicoprofiel, het beoogde investeringsvolume én de benodigde en aanwezige kennis in de organisatie met betrekking tot private debt.

Voor diverse financieringsvormen, zoals het vanuit de eigen balans verstrekken van leningen, is een hoog intern kennisniveau noodzakelijk. Op het moment dat dit niet aanwezig is, ligt het voor de hand om een externe manager te selecteren die via een fonds of een managed account exposure naar private debt aanbiedt. Het selecteren van een manager is met het huidige aanbod, de lange investeringsperiodes en relatief lastig te doorgronden onderliggende leningenportefeuilles geen sinecure.

Bij de opkomst van private equity speelde een soortgelijke problematiek. Er ontstonden vrij snel fund-of-funds die hebben bijgedragen aan het volwassen worden van deze asset class. Op dit moment zijn fund-of-funds initiatieven in private debt zeer beperkt. Ondanks de extra laag aan kosten kunnen fund-of-funds een bijdrage leveren aan het volwassen worden van de financieringsmarkt voor kleine en middelgrote ondernemingen. Dit onder andere door het:

- samenstellen van een goed gespreide portefeuille van private debt

initiatieven waarbij recht gedaan wordt aan de vele gezichten van private debt;

- uitoefenen van druk op de manager om onderwerpen zoals governance, risk en reporting de juiste aandacht te geven;
- versterken van onderhandelingskracht inzake de vergoedingen;
- uitvoeren van een diepgaande due diligence op managers;
- selecteren van fondsen met een verschillende positie in de kredietcyclus;
- initiëren van een kwaliteitsmaatstaf of eigen benchmark;
- het standaardiseren van lening-documentatie door kennisoverdracht.

Het huidige beeld is dat institutionele beleggers voornamelijk aandacht hebben voor financiering van grote bedrijven, wat te verklaren zou zijn door de hoge minimale volumes die men wil alloceren en de kwaliteitseisen. Echter, vanwege de interessante rendementen, steeds geloofwaardigere investeringsmogelijkheden en de geboden mogelijkheid om te investeren in de motor van de economie, roepen wij institutionele beleggers op om ook te kijken naar private debt fondsen of fund-of-funds die leningen aanbieden aan kleine en middelgrote bedrijven.«

<sup>1</sup> Preqin en eigen fondsspecifieke data

Dit artikel is geschreven door Martine Vissers, Director Structuring bij AF Advisors.