

PRIVATE DEBT LANGZAAM OP WEG NAAR VOLWASSENWORDING

Door Clemens Braams

De Europese private debt-markt is zijn kindertijd aan het ontgroeien. Door grote reguleringsverschillen en geringe standaardisatie is er echter nog veel te winnen op het gebied van harmonisatie en transparantie.

In vergelijking met de Verenigde Staten is de Europese markt voor private debt een jonge markt, waarvan de uitkristallisering nog volop gaande is. Het verstrekken van bedrijfsleningen in Europa was tot voor kort het exclusieve speelveld van banken, maar de kredietcrisis en de regels van Basel III brachten daar na 2007 verandering in. Banken schroefden hun kredietverlening sterk terug, waardoor bedrijven op zoek moesten naar nieuwe financieringsbronnen. Institutionele investeerders, zoals

verzekeringsmaatschappijen, sprongen in op die vraag en begonnen onderhandse leningen te verstrekken aan bedrijven. Daarmee was de wedergeboorte van de Europese private debt-markt een feit.

UITEENLOPENDE MARKTSEGMENTEN

Bij een jonge markt als die voor private debt, rijst al snel de vraag wat daar precies onder verstaan wordt. Die vraag is eigenlijk alleen te beantwoorden met een heel ruime definitie: de markt voor alle illiquide bedrijfsleningen. Dat maakt het

er niet direct eenvoudiger op, want illiquide bedrijfsleningen bestaan er in allerlei soorten en maten: Mezzanine-leningen, Unitranche, MidCap Private Placements, Leveraged Loans, EUPP/USPP Large Cap, Private Euro Medium Term Notes (EMTN Bonds), Infrastructure en Schuldschein: het zijn allemaal submarkten van de private debt-markt, ieder met een eigen karakter. De verschillen tussen al die soorten van private debt kunnen erg groot zijn. Dat geldt bijvoorbeeld niet alleen voor de voorwaarden van de leningen, maar ook voor de omvang. Zo hebben leveraged loans vaak een *deal size* die kan oplopen van 150 tot ver boven de 300 miljoen euro, terwijl mezzanine-leningen er al zijn vanaf enkele miljoenen.

Als institutionele investeerder merken wij geregeld dat lang niet alle professionals op het gebied van private debt zich bewust zijn van de grote verschillen tussen alle submarkten, terwijl dat juist erg belangrijk is om spraakverwarringen te voorkomen. Iedere submarkt van het private debt-spectrum kent zijn eigen benadering en invalshoek. Zo vereist het verstrekken van kleinere, hoger renderende leningen (iets waar maar relatief weinig aanbieders zich op richten) veel meer voorbereidend onderzoek dan bij leveraged loans, waar al erg veel institutionele aanbieders actief zijn. Die laatste submarkt is sterk gereguleerd en



Clemens Braams

gestandaardiseerd, terwijl bij kleinere leningen veel maatwerk komt kijken en er geen sprake is van standaardisatie. Ook heb je bij kleinere leningen als investeerder beduidend meer *pricing power*. Het maakt dus nogal wat uit waar je als private debt-fonds de focus op legt. Als beleggers kijken wij zelf vooral naar leningen met een omvang van circa 25 tot 150 miljoen euro, waar de risicopremies op een hoger niveau liggen. Deze relatief kleine leningen bevinden zich vooral in de submarkten MidCap PP, Unitranche en Mezzanine.

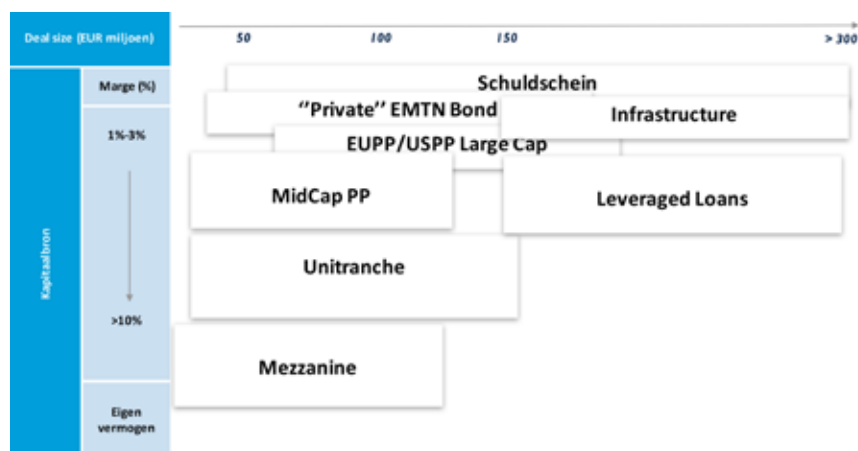
REGULERING EN STANDAARDISATIE

De Europese private debt-markt kenmerkt zich nog door grote reguleringsverschillen per land. Zelf investeren wij alleen in leningen aan bedrijven uit Noordwest-Europa, waar de positie van kredietgevers goed is geregeld. De regulering van de Franse, Nederlandse, Duitse en Britse markt loopt echter flink uiteen, waardoor de Europese private debt-markt een weinig consistent beeld vertoont. Zo geeft ieder land zijn eigen invulling aan het toezicht op institutionele beleggers die willen investeren in private debt. Uit het oogpunt van consistentie zou het toezicht op Europees niveau geregeld moeten worden, maar zover is het nog niet. Er valt ook veel te winnen op het gebied van standaardisatie. Daarbij gaat het om het realiseren van Europese basisvoorwaarden voor private debt-leningen. Via de European Private Placement Association¹ (EUPPA) zetten wij ons, samen met andere partijen, actief in voor de harmonisatie van de private debt-markt. Pas als uniforme regulering en meer standaardisatie zijn gerealiseerd, zal er sprake zijn van een volwassen Europese markt.

PRIVATE DEBT EN BANKLENINGEN VULLEN ELKAAR AAN

In Nederland waren wij in 2008 als eerste institutionele investeerder actief in de private placement-markt. Inmiddels zijn er in Nederland diverse aanbieders van private debt-fondsen en is private debt uitgegroeid van een niche tot een geaccepteerde beleggingscategorie. Die acceptatie zien we ook bij banken. In het begin namen banken een vrij afwachtende

Figuur 1: Illiquide bedrijfsleningen



Bron: Delta Lloyd AM

houding aan tegenover private debt en de investeerders die zich hierop gingen richten, want het was even wennen voor banken dat hun alleenheerschappij op het gebied van bedrijfsleningen werd doorbroken. Die afwachtende houding verdween echter al snel, want de praktijk leerde dat private debt en bankleningen elkaar goed aanvullen. Waar private debt een looptijd kent van vijf tot tien jaar, is dat bij het werkkapitaal dat banken verstrekken gemiddeld drie jaar. Institutionele investeerders en banken zitten dus niet in elkaars vaarwater, integendeel zelfs. Private debt-partijen en banken werken nu zeer nauw samen bij het realiseren van deals, want in de lokale markten komen de netwerken van banken goed van pas voor investeerders bij het leggen van contacten met bedrijven.

Door de langere looptijd is private debt voor bedrijven een welkome aanvulling op hun kapitaalstructuur, die voor meer diversiteit zorgt. Bedrijven die kiezen voor private debt geven vaak de voorkeur aan langere relaties met geldverstrekkers, op basis van wederzijds vertrouwen. Private debt sluit daar naadloos op aan. Een ander voordeel voor bedrijven is dat private debt vaak de vorm heeft van een bullet-lening. Daarbij hoeft de leningnemer pas aan het einde van de looptijd af te lossen. Dat bezorgt bedrijven meer flexibiliteit in hun kapitaal ten opzichte van bankleningen,

die al tijdens de looptijd afgelost moeten worden. Om kort te zijn: private debt is een schoolvoorbeeld van een win-win-situatie voor bedrijven, investeerders en banken. Meer harmonisatie en standaardisatie zal de markt naar een hoger plan tillen en is daarom hard nodig. «

Private debt in Europa:

- Snelgroeiende en gevarieerde markt.
- Aantrekkelijk voor bedrijven en investeerders.
- Leningen met relatief lange looptijden.
- Complementair aan korte bankleningen.
- Nog grote reguleringsverschillen per land.
- EUPPA werkt aan harmonisatie en standaardisatie.

1 De EUPPA richt zich onder meer op het beschermen van de belangen van leningverstrekkers en voorziet bedrijven en beleggers van informatie. Zie <http://www.europeanprivateplacementassociation.com>.

Dit artikel is geschreven door Clemens Braams, Senior Portfolio Manager bij Delta Lloyd Asset Management.