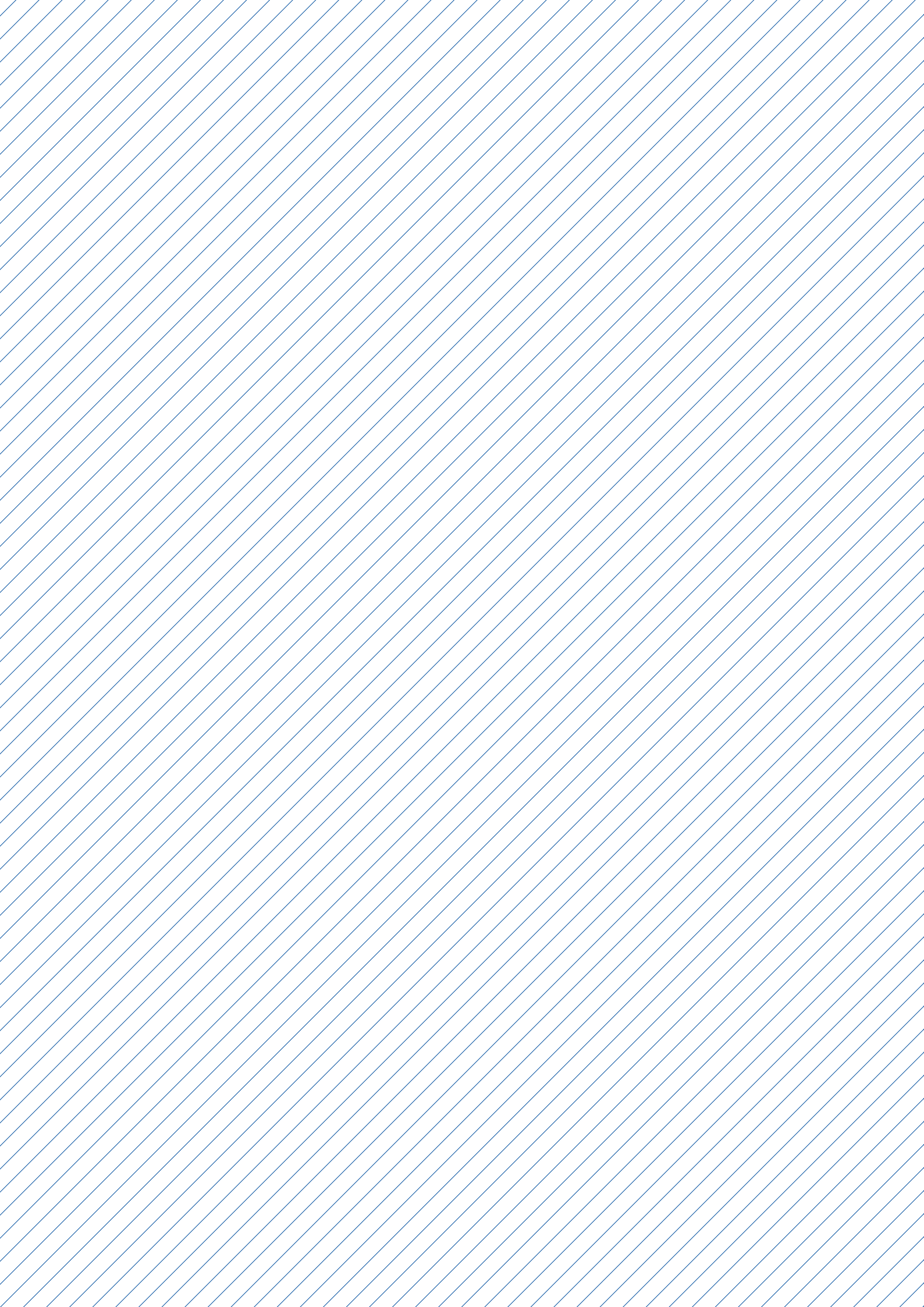


# Hoogrentend in de breedte

NOVEMBER 2019



Kempen



# Inhoudsopgave

---

Inleiding	<b>5</b>
1. Ontwikkelingen in het hoogrentende spectrum	<b>6</b>
De rol van banken verandert	6
Centrale banken en de search for yield	6
Duurzaamheid	7
Wat brengt de toekomst?	8
2. USD High Yield	<b>9</b>
3. Euro High Yield	<b>13</b>
4. Emerging Market Debt	<b>16</b>
Local currency	17
Hard currency	18
5. Leveraged Loans	<b>21</b>
6. Structured Credit	<b>24</b>
7. Direct Lending	<b>27</b>
8. Rendements- verwachtingen	<b>30</b>
9. Hoogrentend binnen een portefeuille	<b>32</b>
Tot slot	<b>34</b>



#### **Disclaimer**

Kempen Capital Management N.V. (Kempen) is licensed as a manager of various UCITS and AIFs and authorised to provide investment services and as such is subject to supervision by the Netherlands Authority for the Financial Markets. As asset manager KCM may have investments, generally for the benefit of third parties, in financial instruments mentioned in this document and it may at any time decide to execute buy or sell transactions in these financial instruments. This document is for information purposes only and provides insufficient information for an investment decision. This document does not contain investment advice, no investment recommendation, no research, or an invitation to buy or sell any financial instruments, and should not be interpreted as such. This document is based on information that we consider reliable, but we do not represent that it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. The views expressed herein are our current views as of the date appearing on this document. This document has been produced independently of the company and the views contained herein are entirely those of KCM.

# Inleiding

---

De omvang van vastrentende beleggingsmarkten is het afgelopen decennium sterk gegroeid. Bestaande beleggingscategorieën zijn fors groter geworden, maar er zijn ook nieuwe vastrentende categorieën voor beleggers beschikbaar gekomen. Het ruime beleid van centrale banken met lage rentes heeft tot een zoektocht naar rendement geleid die het aanbod van kapitaal voor kredietverlening heeft doen toenemen. Tegelijkertijd heeft de robuuste economische groei van de afgelopen jaren tot een vraag naar krediet geleid voor groei, investeringen en fusies en overnames. In opkomende landen hebben vooral vastrentende markten in lokale valuta's een forse groei laten zien.

Dit document geeft een overzicht van de belangrijkste markten in het hoogrentende spectrum, met als doel om te helpen bij de keuze tussen deze markten voor de beleggingsportefeuille. We beperken ons hierbij tot de markten die voldoende groot zijn en verhandelbaar zijn om als 'investeerbaar' te worden betiteld. Het volgende hoofdstuk beschrijft de algemene ontwikkelingen in dit deel van de financiële markten. Vervolgens worden de voornaamste categorieën in deze markt uitgebreider besproken, met aandacht voor eigenschappen zoals de samenstelling van het universum, verhandelbaarheid en duurzaamheid. Vastrentende markten hebben in navolging van aandelenmarkten duurzaamheid omarmd. Ook op dat vlak valt er hierdoor in toenemende mate iets te kiezen. Hoofdstuk 8 beschrijft de rendementsverwachtingen per categorie zoals die door KCM vastgesteld zijn. Hoofdstuk 9 geeft een indruk van de overwegingen bij het opnemen van de categorieën in de portefeuille.

# 1. Ontwikkelingen in het hoogrentende spectrum

---

## De rol van banken verandert

Een belangrijke onderliggende trend is de disintermediatie van banken. Banken zijn wereldwijd sinds de financiële crisis met een grote hoeveelheid aan nieuwe regelgeving geconfronteerd. Die maken het duurder voor banken om kredieten te verstrekken en dwingen banken tegelijkertijd om kapitaalbuffers te vergroten. Zo vereist de 'Capital Requirements Directive' dat banken meer kapitaal aanhouden en vereist 'IFRS 9' onder meer dat bij kredietverlening onmiddellijk voorzieningen voor mogelijke toekomstige wanbetalingen worden gevormd. Dit betekent ook dat meer risicovolle kredietverlening extra duur is geworden voor banken en in veel gevallen niet rendabel meer is. Door deze en andere nieuwe regelgeving, bedoeld om de stabiliteit van het financiële stelsel te vergroten, zal disintermediatie naar onze mening geen tijdelijk verschijnsel blijken.

Een goed voorbeeld van de terugtrekkende beweging van banken is te zien op de Nederlandse hypotheekmarkt. Traditioneel was dit een markt van de grootbanken, maar inmiddels hebben verzekeraars en pensioenfondsen hier een substantieel marktaandeel weten te vergaren. Deze trend is eveneens te zien in de markt voor directe kredietverlening aan kleine en middelgrote ondernemingen, financiering van vastgoed en infrastructuur en financiering van 'specialties' zoals bijvoorbeeld handelsstromen, farmaceutische ontwikkeling, vliegtuigen en scheepvaart.

## Centrale banken en de search for yield

Centrale banken hebben sinds de financiële crisis een ongekend ruim monetair beleid gevoerd. De centrale banken van onder meer de eurozone, de VS, Japan, het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland hebben korte renteniveaus verlaagd en bovendien op grote

schaal opkoopprogramma's geïntroduceerd. Op deze wijze zijn ook lange rentes omlaag gedrukt en is de termijnpremie, de extra vergoeding voor het op lange termijn ter beschikking stellen van kapitaal, sterk afgenomen.

Beleggers hebben hier op gereageerd door vastrentende portefeuilles anders in te richten. Om het verwacht rendement van de vastrentende portefeuille (enigszins) op peil te houden wordt in toenemende mate belegd in vastrentende waarden met een lagere kredietwaardigheid, in opkomende markten en/of in illiquide categorieën. Hoewel het risico van deze categorieën vaak groter is, is een bijkomend voordeel dat betere diversificatie over tegenpartijen wordt bereikt met kredietverlening aan onder meer particulieren, MKB, grotere bedrijven en (semi-)overheden.

De grote vraag naar vastrentende waarden en de aanhoudende economische groei in opkomende landen hebben tot een sterke groei van het universum van emerging market obligaties geleid. De geleidelijke opening van Chinese kapitaalmarkten maakt een enorme voorraad aan staats- en bedrijfsobligaties toegankelijk voor internationale beleggers.

De grenzen tussen de diverse subcategorieën vervagen binnen vastrentend steeds meer. Het onderscheid tussen liquide en illiquide beleggingen wordt steeds onduidelijker. Zo heeft de financiële crisis aangetoond dat de publieke vastrentende markten niet altijd de gewenste mate van liquiditeit bieden en dat handelsvolumes snel kunnen opdrogen. Ook hier speelt regelgeving voor intermediairs als (investment) banken een rol doordat handelsvoorraden zijn afgenomen. Tegelijkertijd is voor veel private, illiquide categorieën een secundaire markt ontstaan die het mogelijk maakt om een belegging, al dan niet via platforms, onder normale omstandigheden tegen redelijke voorwaarden te verkopen.

## Duurzaamheid

Duurzaamheid speelt een steeds grotere rol in de overwegingen die beleggers maken. Net als bij beleggingen in aandelen is het hanteren van een uitsluitingsbeleid (van tegenpartijen) binnen vastrentende waarden inmiddels gemeengoed. Deze uitsluitingen kunnen bijvoorbeeld op de UN Global Compact principes gebaseerd zijn of betrekking hebben op specifieke producten zoals bijvoorbeeld tabak en (controversiële) wapens.

Doordat een houder van een obligatie (of lening) geen mede-eigenaar is, is het lastiger om aan engagement met een bedrijf te doen. Anderzijds doen bedrijven veelal op frequente basis een beroep op de obligatiemarkt vanwege (her)financieringsbehoefte, hetgeen beleggers de mogelijkheid geeft om invloed uit te oefenen. Daarnaast bieden vastrentende markten de mogelijkheid om juist een positieve maatschappelijke 'impact' te genereren. Zo hebben we de afgelopen jaren een enorme groei gezien in de markt van green bonds en social bonds, obligaties waarvan de opbrengst gebruikt

wordt om een positieve duurzame of maatschappelijke impact te genereren. Deze obligaties worden echter tot op heden voornamelijk uitgegeven door overheidsgerelateerde instanties en ondernemingen met een investment grade rating.

Naast bovengenoemde obligatiesoorten kan ook met private debt een positieve impact worden nagestreefd. Te denken valt aan het op directe en gerichte wijze verstrekken van leningen aan ondernemingen die een positieve maatschappelijke impact nastreven, en vaak anders geen toegang hebben tot de kapitaalmarkt. Een voorbeeld hiervan is microfinanciering waarbij zeer kleine leningen aan particulieren in (veelal) opkomende landen worden verstrekt om een kleinschalige onderneming te starten. Impact beleggingen vallen verder buiten de scope van dit document.

## Wat brengt de toekomst?

Als voornaamste oorzaak voor de financiële crisis wordt vaak de ongebreidelde groei van schulden genoemd. Toch is de wereldwijde omvang van schulden inmiddels al weer hoger dan voor de financiële crisis. Een verschil is echter dat die schulden nu veelal in handen zijn van zogenoemde 'unlevered' beleggers. Dit zijn beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars die geen hefboomfinanciering toepassen. De kredieten bevinden zich minder vaak op bankbalansen doordat die met strengere kapitaaleisen te maken hebben.

Wij verwachten dat de groei van schulden, en daarmee van vastrentende beleggingsmarkten zal aanhouden. Het onderscheid tussen de diverse subcategorieën van vastrentende waarden, obligaties, leningen, zal verder afnemen. En beleggers zullen steeds vaker goed gespreide portefeuilles willen opbouwen met daarin ruimte voor zowel liquide als illiquide instrumenten in zowel ontwikkelde als opkomende landen. Duurzaamheid zal daarin een cruciale rol spelen. Hierdoor verwachten wij een blijvende interesse voor het brede spectrum van hoogrentende categorieën.



## 2. USD High Yield

High Yield obligaties zijn bedrijfsleningen met een kredietwaardigheid van BB of lager. Ze worden ook wel 'junk bonds' genoemd. De markt voor High Yield obligaties gedetermineerd in US dollars, de US\$ High Yield markt, vindt zijn oorsprong in de jaren '70 en begon sterk te groeien vanaf midden jaren '80. De markt voor deze obligaties is dus nagenoeg net zo oud als veiliger, Investment Grade obligaties. Initieel waren bedrijven met een High Yield rating aangewezen op bankleningen en de markt voor private plaatsingen. Dit ging gepaard met hogere financieringskosten. De enige High Yield obligaties die publiek werden verhandeld waren van bedrijven die oorspronkelijk een Investment Grade rating hadden, maar waarvan de rating vanwege verslechterde resultaten neerwaarts werd aangepast naar de High Yield categorie (zogenaamde 'fallen angels'). Toen de eerste zakenbanken eind jaren '70 obligaties van bedrijven met een High Yield rating uit gingen geven, nam de markt een vlucht. Met tussenpozen door verschillende crises, is de omvang toegenomen van minder dan US\$ 100 miljard in de 1980's tot ruim US\$ 200 miljard eind jaren '90, waarna de groei accelereerde tot US\$ 700 miljard voor het uitbreken van de financiële crisis en een omvang per eind 2018 van bijna US\$ 1,2 biljoen. US\$ obligaties vertegenwoordigen ruim 80% van de wereldwijde High Yield markt. Dit percentage is gedaald, aangezien de Euro High Yield markt eveneens fors in omvang is toegenomen.

Opgemerkt moet worden dat het aantal obligaties en uitgevende bedrijven de laatste tien jaar licht is afgenomen. De trend van disintermediatie die we zien in Europa geldt niet voor de Amerikaanse High Yield markt. Bijna 70% van de Amerikaanse bedrijven financiert zich in de kapitaalmarkt, vergeleken met bijna 30% voor Europese bedrijven. Ook Amerikaanse huishoudens zijn voor bijna driekwart van hun financiering afhankelijk van de kapitaalmarkt. De gewogen gemiddelde rating van US\$ High Yield per 31 maart 2019 is B+, waar BB's het grootste deel van het universum beslaan met 48%, gevolgd door B's met 40% en CCC en lager met 12%. Het aandeel CCC en lager is meer dan het dubbele dan in de Euro High Yield markt. Qua sectoren zijn de energie-, media-, grondstoffen- en de gezondheidssector relatief groot, terwijl de verzekeraars-, banken- en autosector relatief klein zijn. Qua senioriteit bevat de US\$ High Yield markt geen hybride obligaties van niet-financiële bedrijven en een beperkte hoeveelheid achtergestelde obligaties.

De Amerikaanse Investment Grade obligatiemarkt is de laatste jaren fors gegroeid. Met alsmat dalende rentestanden en dus financieringskosten, zijn bedrijven meer schuld uit gaan geven voor o.a. overnames en terugkoop van aandelen. Dit heeft ertoe geleid dat de gemiddelde kredietwaardigheid is afgenomen, en de marktomvang van obligaties met een BBB rating is toegenomen van \$900 miljard eind 2008 naar meer dan \$3 biljoen vandaag. Het percentage in de totale Investment Grade markt van BBB's is over deze periode gestegen van 33% naar meer dan 50%. Een zorg van de markt is dat wanneer de economie verslechtert en bedrijven in zwaar weer komen, veel bedrijven met een BBB rating zullen worden afgewaardeerd naar BB, en daardoor in het High Yield universum komen. Een risico hiervan is dat gegeven de omvang van het BBB segment t.o.v. de High Yield markt, de markt deze golf aan 'fallen angels' niet zal kunnen

### KENMERKEN

#### HIGH YIELD USD

Kredietrisico	3
Rentegevoeligheid	2
Liquiditeit	3
Marktomvang	3
Complexiteit	1
Kosten	1

1 = weinig, 3 = veel

### VOORDELEN



lange historie, breed geaccepteerde beleggingscategorie, liquide

### NADELEN



achtergesteld t.o.v. obligaties met onderpand, concentratie naar enkele sectoren, neerwaarts risico bij crises

absorberen zonder een forse prijsdaling. Voor de periode 1920-2018 berekent Moody's dat het gemiddelde percentage dat in een jaar wordt afgewaardeerd van BBB naar BB of lager 5,5% bedraagt. Dit komt overeen met \$180 miljard aan schuld, wat 15% is van de US\$ High Yield markt.

Verzekeraars en particulieren vormen een groot deel (15-20% ieder) van de kopers van US\$ High Yield obligaties. Investment Grade beleggers met de ruimte om in High Yield te beleggen vormen 5-10% van de markt, het aandeel van hedge funds is circa 5%. De overige kopers zijn pensioenfondsen, family offices, stichtingen, etc. Ook ETF's spelen een significante rol in de US\$ High Yield markt, veel groter vergeleken met de Euro High Yield markt. De ervaring is dat particulieren (deels via ETF's) en hedge funds voor trendmatige verkoopdruk kunnen zorgen in dalende markten.

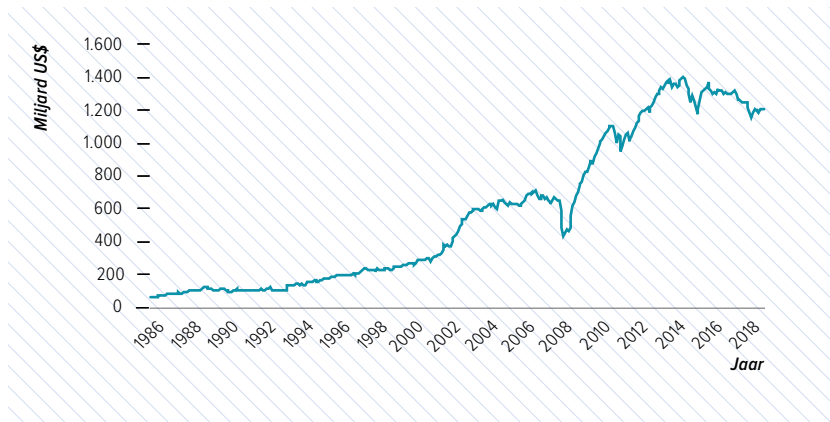
De hoogte van faillissementen zijn een belangrijke determinant van het rendement van High Yield obligaties. Deze fluctueert sterk en is gecorreleerd met de economische cyclus. Op dit moment is het percentage faillissementen in de Verenigde Staten op een historisch dieptepunt (2,4% per jaar) omdat bedrijven profiteren van het herstel in de economie en de lage rentestanden waardoor zij hun schulden gemakkelijker kunnen dragen. De mediaan van het jaarlijkse faillissementspercentage van de afgelopen 20 jaar bedraagt 3,5%. Op het hoogtepunt van de financiële crisis in 2008-2009 bedroeg het percentage faillissementen meer dan 14% (bron: Moody's, per 31 maart 2019).

Een belangrijk dynamiek is de interactie tussen de 'leveraged loans' en de High Yield obligatiemarkt. Voor bedrijven met een High Yield rating zijn de meest gebruikelijke financieringsopties het uitgeven van een obligatie in de kapitaalmarkt of het aangaan van een lening (een 'loan') met een bank die deze lening direct in de kapitaalmarkt herplaatst. De (bank)lening heeft echter onderpand, waar de obligatie deze vaak niet heeft. Hierdoor is de restwaarde in geval van faillissement lager voor obligaties dan (bank)leningen. Een studie van Moody's voor de periode 1987-2018 laat zien dat de gemiddelde uiteindelijke restwaarde voor (bank)leningen 80% bedraagt vergeleken met 48% voor (senior) obligaties zonder onderpand. Loans worden verder in hoofdstuk 5 besproken.

Liquiditeit is, vergeleken met andere hoogrentende beleggingscategorieën, bij High Yield goed. Er is een actieve markt in het handelen van High Yield obligaties. De meeste beleggingsfondsen bieden daarom dagelijkse liquiditeit. De gemiddelde rentevoeligheid is laag, de duratie bedraagt 3-4 jaar.

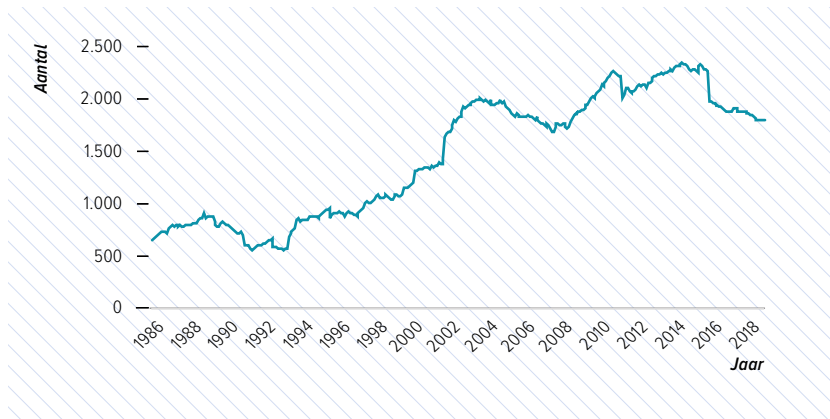
Binnen deze categorie is uitsluiting de meest voorkomende vorm van ESG-implementatie. Uitsluiting van ondernemingen betrokken bij de productie van controversiële wapens en gesanctioneerde ondernemingen is vrij standaard, terwijl aanvullende uitsluitingen op schending van de UN Global Compact, productie van tabak en productie van reguliere wapens mogelijk is. Het beleggingsuniversum is groot genoeg om deze categorieën uit te sluiten zonder invloed op het risico en rendement.

### MARKTWAARDE US\$ HIGH YIELD (\$ MRD)



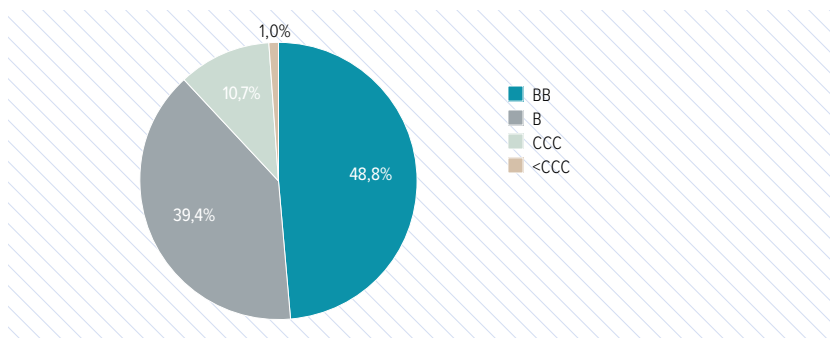
Bron: ICE BofAML Indices, Bloomberg Finance L.P., Kempen Capital Management

### AANTAL OBLIGATIES US\$ HIGH YIELD



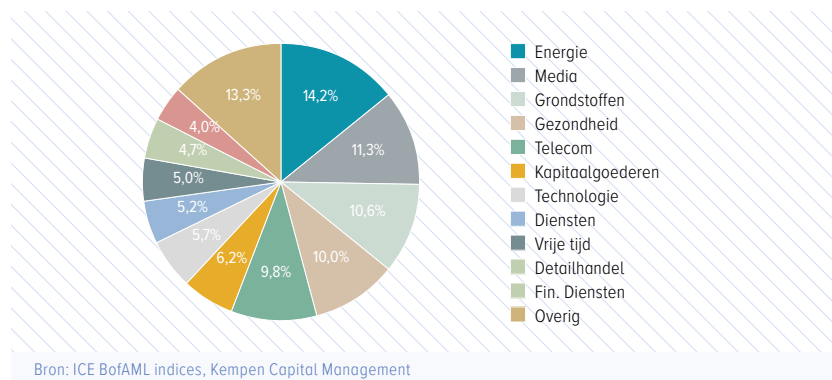
Bron: ICE BofAML Indices, Bloomberg Finance L.P., Kempen Capital Management

### RATING VERDELING US\$ HIGH YIELD MARKT (30 JUNI 2019)

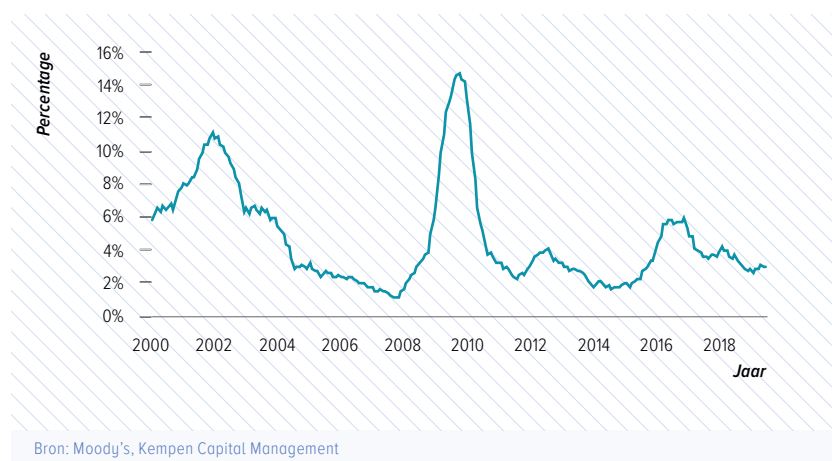


Bron: ICE BofAML indices, Kempen Capital Management

### SECTOR VERDELING US\$ HIGH YIELD MARKT (30 JUNI 2019)



### FAILISEMENTEN US\$ HIGH YIELD MARKT



# 3. Euro High Yield

De Euro High Yield markt heeft sinds de financiële crisis in 2008-2009 een sterke groei laten zien. De omvang is verviervoudigd naar bijna €300 miljard en het aantal uitgevoerde bedrijven is verdubbeld. Dit is mede gedreven door de genoemde trend van disintermediatie, waarbij bedrijven hun afhankelijkheid van het traditionele bankstelsel willen verminderen en zich in toenemende mate financieren in de kapitaalmarkt. Binnen de eurozone zorgen banken voor driekwart van de financieringsbehoefte van bedrijven, tegenover een derde voor Amerikaanse bedrijven. De trend van banknaar kapitaalmarktfinanciering zal zich naar onze mening voortzetten, resulterend in verdere groei van de Euro High Yield markt. Wanneer we ook nog de High Yield leningen gedeneerd in Britse ponden meetellen, bedraagt de omvang van de markt ruim €350 miljard.

De compositie van de Euro High Yield markt verschilt op een aantal belangrijke vlakken van die van de US\$ High Yield markt. Ten eerste is de ratingverdeling meer geconcentreerd in het BB segment, de hoogste kwaliteit binnen High Yield. Meer dan 70% van de markt heeft een BB rating, waar dit minder dan 50% is voor de US\$ High Yield markt. Aan de onderkant van het kwaliteitsspectrum zien we juist dat het aandeel bedrijven met een CCC rating of lager slechts 5% bedraagt in Europa, terwijl dit meer dan 10% is voor de US\$ markt. Daarnaast is de sectorverdeling anders. Het belangrijkste verschil is het relatief grote aandeel van de energie- en gezondheidssector in de US\$ markt, terwijl de industriële en bankensector groter is in Europa. Tenslotte heeft de Euro High Yield markt een bredere spreiding in senioriteit. In Europa bevat de High Yield markt meer achtergestelde leningen en hybride obligaties van niet-financiële bedrijven, waar dit niet het geval is in de US\$ High Yield markt. Samenvattend is de Euro High Yield markt van hogere kwaliteit en meer gespreid over sectoren en senioriteit. Traditionele beleggingsfondsen zijn de grootste beleggers in de Euro High Yield markt, gevolgd door verzekeraars. Ook Investment Grade credit fondsen vertegenwoordigen een significant aandeel van de kopers van High Yield obligaties, aangezien de meeste van deze fondsen de mogelijkheid hebben een beperkt deel van hun portefeuille te beleggen in High Yield obligaties, voornamelijk bedrijven met een BB rating in het zogeheten 'cross-over' segment.

Op dit moment is het percentage faillissementen ook in Europa op een historisch dieptepunt door de robuuste economische groei en de lage rente. De mediaan van het Europese jaarlijkse faillissementspercentage van de afgelopen 20 jaar is 2,5%. Op het hoogtepunt van de recessie in 2002-2003 en de financiële crisis in 2008-2009 bedroeg het percentage faillissementen meer dan 12% (bron: Moody's).

Ook in Europa is de liquiditeit, vergeleken met andere hoogrentende beleggingscategorieën, goed. Er is een actieve markt in het handelen van High Yield obligaties. De meeste beleggingsfondsen bieden daarom dagelijkse liquiditeit. De gemiddelde rentegevoeligheid is laag, de duratie bedraagt 3-4 jaar. Binnen deze categorie is uitsluiting de meest voorkomende vorm van ESG-implementatie, net als bij US\$ High Yield obligaties.

## KENMERKEN

### HIGH YIELD EURO

Kredietrisico	2
Rentegevoeligheid	2
Liquiditeit	3
Marktomvang	2
Complexiteit	1
Kosten	1

1 = weinig, 3 = veel

## VOORDELEN



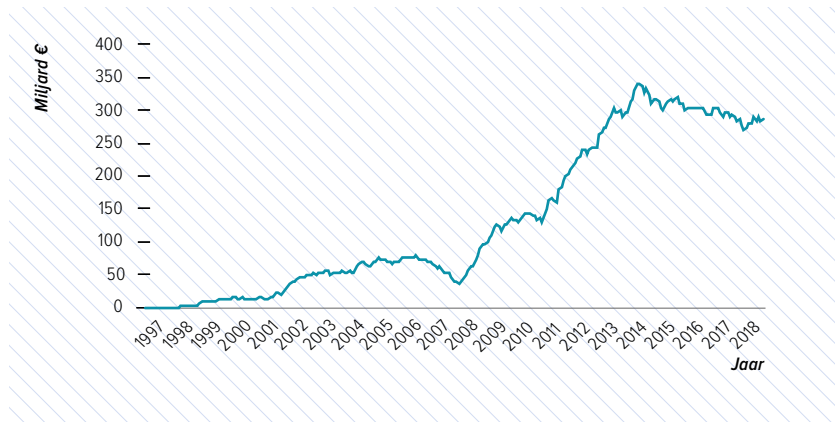
groeïende markt profiterend van disintermediatie, relatief hoge rating, liquide

## NADELEN



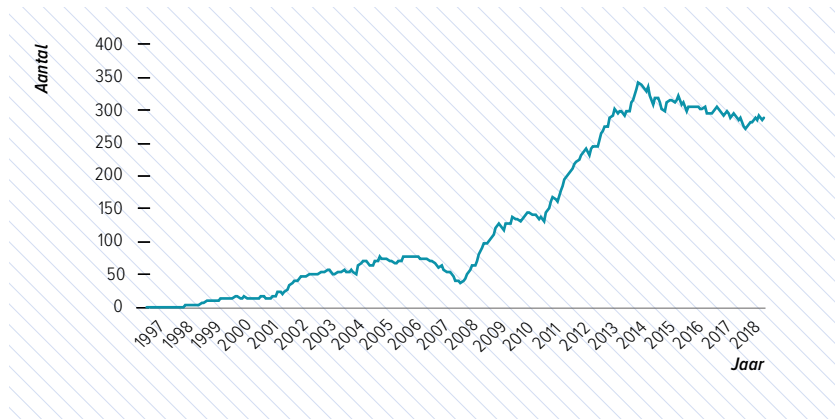
relatief beperkte omvang, hoger aandeel achtergestelde obligaties

### MARKTWAARDE EURO HIGH YIELD (€ MRD)



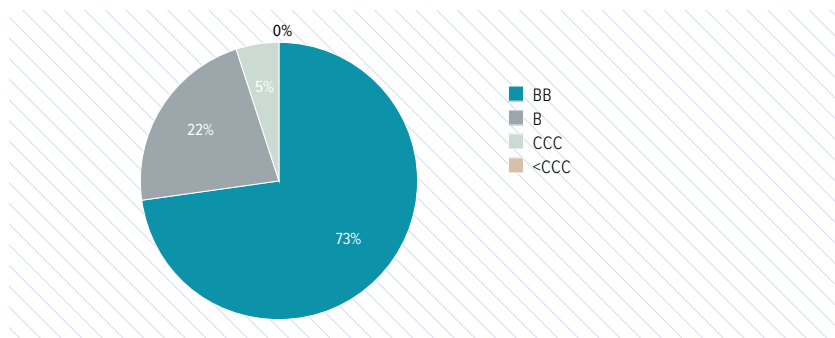
Bron: ICE BofAML Indices, Bloomberg Finance L.P., Kempen Capital Management

### AANTAL OBLIGATIES EURO HIGH YIELD



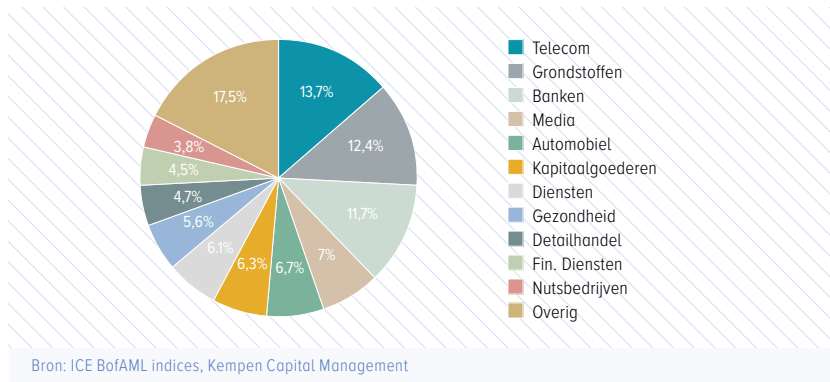
Bron: ICE BofAML Indices, Bloomberg Finance L.P., Kempen Capital Management

### RATING VERDELING EURO HIGH YIELD MARKT (30 JUNI 2019)

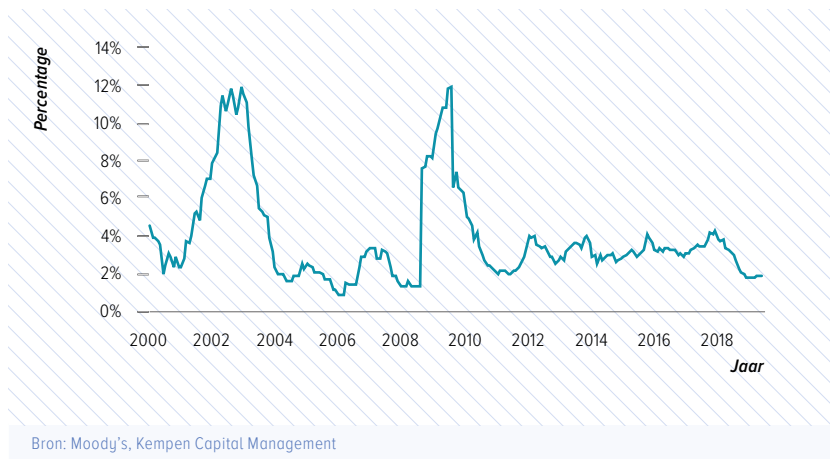


Bron: ICE BofAML indices, Kempen Capital Management

### SECTOR VERDELING EURO HIGH YIELD MARKT (30 JUNI 2019)



### FAILISSEMENTEN EURO HIGH YIELD MARKT



# 4. Emerging Market Debt

---

Emerging Market Debt (EMD) is een term die wordt gebruikt om schuldpapier uitgegeven door minder ontwikkelde landen en bedrijven te categoriseren. Fundamentele verschillen tussen opkomende landen kunnen groot zijn, variërend van netto importeurs van grondstoffen tot netto exporteurs, en variërend van grote tekorten tot overschotten op de lopende rekening.

In de jaren '70 was er geen markt voor EMD, waarbij vooral internationale banken in de Verenigde Staten en Europa actief krediet verstrekten aan opkomende landen, vooral in Latijns Amerika. EMD als markt om in te handelen begon kort na de Latijns Amerikaanse schulden crisis in 1982, toen Mexico niet in staat was aan zijn verplichtingen te voldoen. Andere landen volgden snel. Een doorslaggevende ontwikkeling voor EMD was het Brady plan in 1989-'90, wat landen in staat stelde schulden te herstructureren. Na toepassing van een afschrijving op de hoogte van de schuld of een lagere rente, werden leningen omgezet in meer verhandelbare instrumenten (Brady bonds) waarbij de hoofdsom meestal Amerikaanse staatsobligaties als onderpand bevatte. Dit zorgde ervoor dat commerciële banken de leningen op hun balans af konden bouwen en het kredietrisico van landen meer verspreid werd onder andere beleggers. Begin jaren '90 werden de eerste EMD benchmarks geïntroduceerd.

Een belangrijk onderscheid binnen EMD is het verschil tussen 'local' en 'hard' currency (valuta). Bij local EMD zijn de schulden gedenomineerd in lokale valuta van opkomende landen, bij hard currency zijn de obligaties uitgegeven in sterke valuta, veelal de US dollar. Dit leidt tot een verschil tussen de risicokarakteristieken van beide subcategorieën. Voor hard currency obligaties geldt dat deze zijn uitgegeven in niet-lokale valuta. Dit betekent dat een daling van de lokale valuta (of stijging van de USD) het duurder maakt voor het uitgevende land om couponnen te betalen en de obligatie terug te betalen. Het bijdrukken van de eigen valuta is in dit geval geen optie, aangezien dit naar verwachting zal leiden tot verdere daling van de lokale valuta. Om risico's te beperken moeten deze landen daarom voldoende voorraad hebben van de harde valuta waarin de obligaties zijn uitgegeven om aan de verplichtingen te kunnen voldoen. Voor EMD in lokale valuta is het kredietrisico lager. Het valutarisico is echter wel groter, omdat er exposure is naar een lokale valuta. Als deze valuta in waarde daalt, daalt ook de waarde van de belegging, ook in het geval dat de kredietwaardigheid gelijk blijft.

Initieel was de markt voor EMD vooral een USD markt omdat internationale beleggers huiverig waren valutarisico te lopen. Echter, toen fundamentele karakteristieken en kredietbeoordelingen verbeterden, slaagden steeds meer landen erin schuld uit te geven in lokale valuta. Vandaag de dag is de markt voor local currency EMD een stuk groter dan voor hard currency. Wij schatten de markt voor hard currency staatsobligaties op circa USD 975 miljard, vergeleken met een USD-equivalent van 8.350 miljard



voor local currency staatsobligaties. De investeerbare markt van local currency obligaties is kleiner dan dit bedrag maar groeit snel. Hieronder worden enkele belangrijke kenmerken van de meest gebruikte local en hard currency benchmarks beschreven per eind maart 2019. Merk op dat deze benchmarks ten behoeve van de spreiding een plafond (van 10%) toepassen voor het maximale gewicht van een land.

Faillissementen kunnen een grote invloed hebben op het rendement van EMD. Vergeleken met ontwikkelde landen komen faillissementen in opkomende landen relatief vaak voor. Volgens de definitie van Moody's zijn de grootste faillissementen van de laatste 10 jaar Griekenland (2012), Argentinië (2014), Oekraïne (2015) en Venezuela (2017). De kredietbeoordelingsbureaus merken op dat de hoeveelheid schuld in opkomende landen blijft stijgen, waar met name landen met beperkte fiscale flexibiliteit of significante (kortlopende) schulden in buitenlandse valuta kwetsbaar zijn.

Liquiditeit van EMD staatsobligaties is vergelijkbaar met liquiditeit in Investment Grade bedrijfsobligaties. De liquiditeit is dus lager dan voor staatsobligaties van ontwikkelde landen. Een studie van Barclays (2018) toont aan dat kosten voor het handelen van hard currency EMD iets hoger zijn dan van local currency EMD.

ESG is bij uitstek een relevant onderwerp binnen deze categorie. In opkomende landen zijn onderwerpen zoals corruptie, mensenrechten en omgang met milieu en klimaat doorgaans minder gereguleerd dan in ontwikkelde landen. Vooral in het Hard Currency universum komen landen voor die kwetsbaar zijn op het gebied van ESG (bijv. Libanon, Nigeria, Venezuela, Irak, etc). Ook zijn er in beperkte mate overheidsgegarandeerde ondernemingen onderdeel van het universum, zoals PetroChina wat de UN Global Compact heeft overtreden.

Vermogensbeheerders dienen minimaal de sanctiewetgeving na te leven. Aanvullende uitsluiting is mogelijk, waarbij dit in het Local Currency universum tot een materiële tracking error kan leiden. Ook is er een samenhang tussen kredietwaardigheid en ESG, doordat slecht bestuur beide beïnvloedt. Hierdoor is de resulterende portefeuille met uitsluitingen defensiever van aard (lagere yield en lagere volatiliteit).

Als implementatie kan de ESG-variant van de meest gebruikte JPMorgan index worden gevolgd. Deze index geeft op basis van ESG-factoren landen die goed scoren een hogere weging en vice versa. Ook krijgen green bonds een hogere weging en worden ondernemingen gescreend op betrokkenheid bij de productie van kolen, tabak, wapens en schending van de UN Global Compact.

## Local currency

Per eind maart 2019 bevat de JPMorgan GBI-EM Global Diversified index 217 obligaties van 19 landen. 77% van de index heeft een Investment Grade rating, 23% High Yield met een gemiddelde rating van BBB. De gemiddelde looptijd is 7,6 jaar, de gemiddelde duratie 5,2 jaar. De regioverdeling is 35% Latijns-Amerika, 28% Oost-Europa, 25% Azië en 12% Midden-Oosten en Afrika. De grootste debiteuren in de benchmark, die het maximumgewicht van 10% hebben, zijn Brazilië, Mexico en Indonesië. Ook Polen, Thailand en Zuid-Afrika hebben een groot gewicht in de index.

### KENMERKEN EMD LOCAL

Kredietrisico	1
Rentegevoeligheid	3
Liquiditeit	3
Marktomvang	3
Complexiteit	1
Kosten	1

1 = weinig, 3 = veel

### VOORDELEN +

relatief grote omvang, liquide, regiospreiding

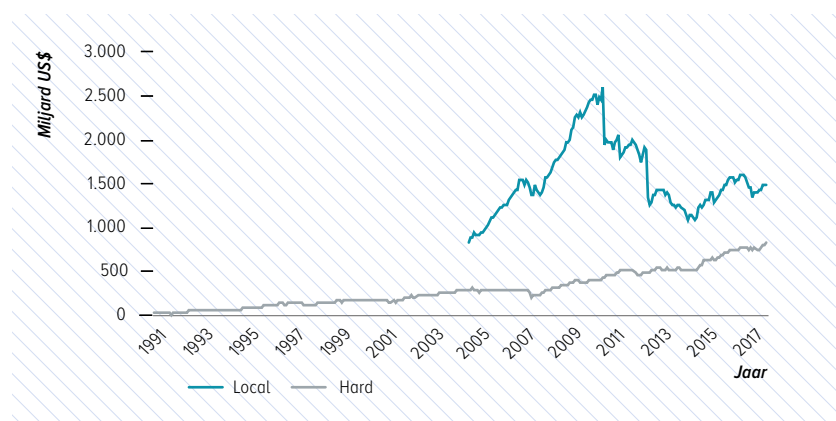
### NADELEN -

valutarisico, concentratie naar debiteuren, volatiliteit

# Hard currency

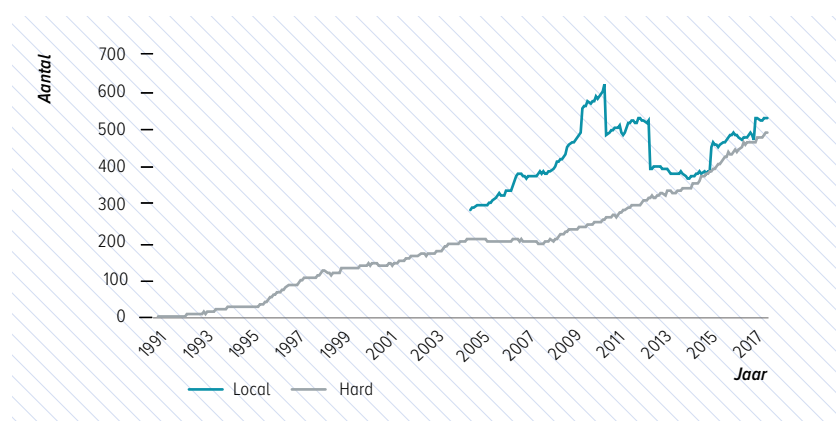
Per eind maart 2019 bevat de JPMorgan EMBI Global Diversified index 746 obligaties van 73 landen. 49% van de index heeft een Investment Grade rating, 51% High Yield met een gemiddelde rating van BB+ (dus lager dan de local currency index). De gemiddelde looptijd is 11,2 jaar, de gemiddelde duratie 7,0 jaar. De regioverdeling is 36% Latijns-Amerika, 19% Oost-Europa, 19% Azië en 26% Midden-Oosten en Afrika. Vergeleken met de local currency index heeft deze benchmark dus een fors groter gewicht naar laatst-genoemde regio. De grootste debiteuren in de benchmark zijn Mexico (4.7%), Indonesië (4.3%) en China (4.2%), op afstand gevolgd door Turkije (3.3%), Rusland (3.2%) en de Filipijnen (3.2%).

## MARKTWAARDE LOCAL EN HARD CURRENCY EMD (\$ MRD)



Bron: Thomson Reuters Datastream, Kempen Capital Management

## AANTAL OBLIGATIES LOCAL EN HARD CURRENCY EMD



Bron: ICE BofAML indices, Kempen Capital Management

### KENMERKEN

#### EMD HARD

Kredietrisico	<b>2</b>
Rentegevoeligheid	<b>3</b>
Liquiditeit	<b>3</b>
Marktomvang	<b>2</b>
Complexiteit	<b>1</b>
Kosten	<b>1</b>

1 = weinig, 3 = veel

### VOORDELEN



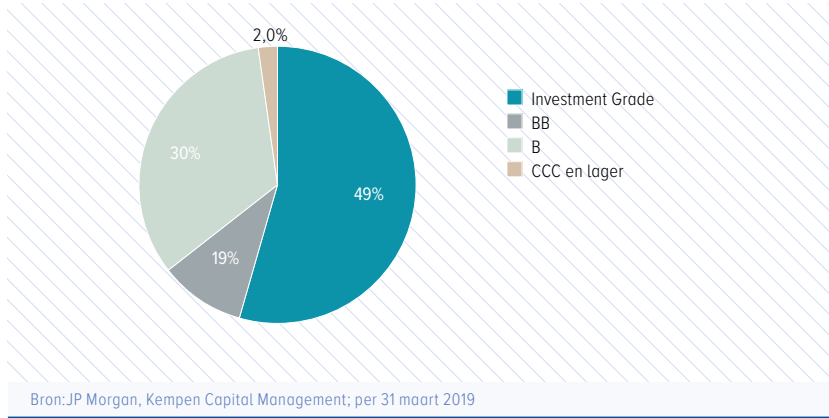
alleen USD valutarisico,  
liquide, spreiding over  
debiteuren

### NADELEN

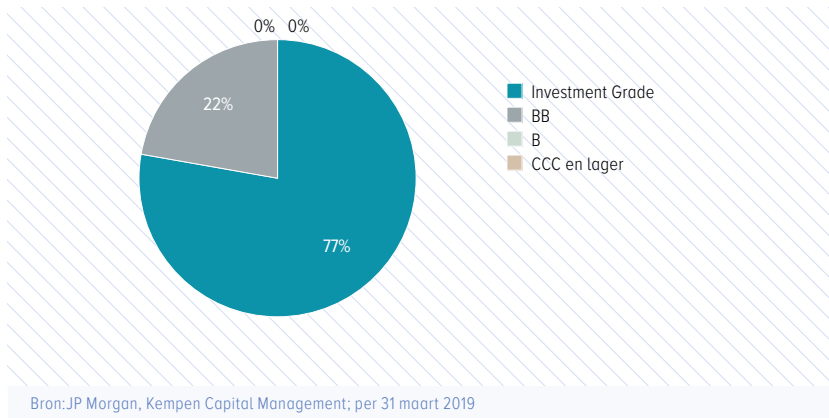


concentratie naar regio,  
beperkte groei in dit segment

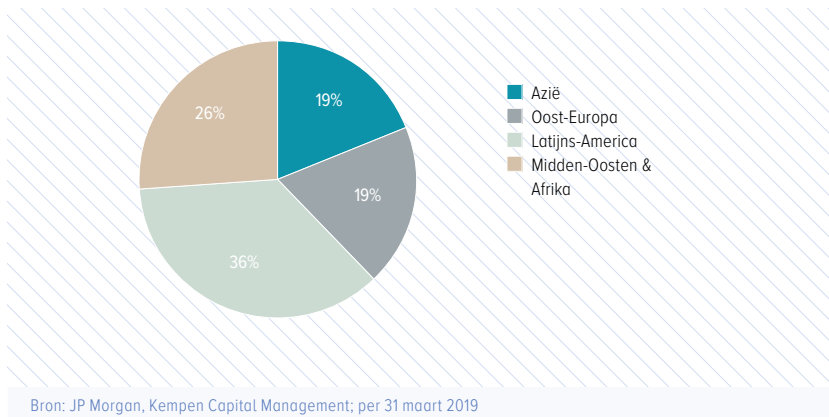
### RATING VERDELING HARD CURRENCY EMD (31 MAART 2019)



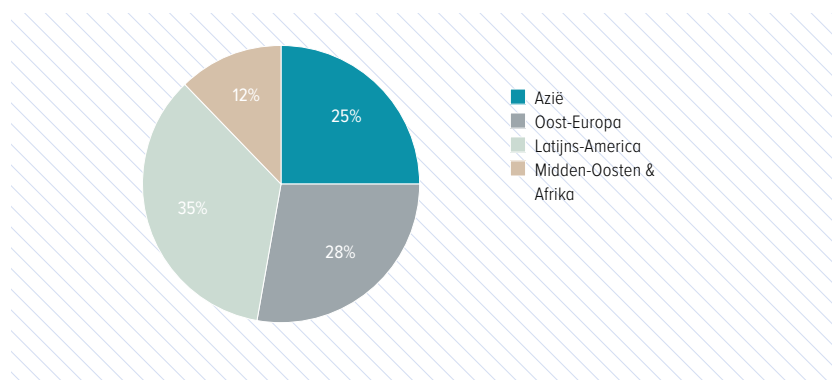
### RATING VERDELING LOCAL CURRENCY EMD (31 MAART 2019)



### REGIOVERDELING HARD CURRENCY EMD



## REGIOVERDELING LOCAL CURRENCY EMD



Bron: JP Morgan, Kempen Capital Management; per 31 maart 2019

	HARD	LOCAL
Index	JPM EMBI Global Diversified	JPHM GBI-EM Global Diversified
Valuta	Hard	Local
# obligaties	746	217
# landen	73	19
% Investment Grade	49%	77%
% High Yield	51%	23%
Gemiddelde Rating	BB+	BBB
Gemiddelde Looptijd	11,3 jaar	7,6 jaar
Gemiddelde Duratie	7,0 jaar	5,2 jaar

### REGIOVERDELING

Latijns-America	36%	35%
Oost-Europa	19%	28%
Azië	19%	25%
Midden-Oosten	26%	12%

### GROOTSTE DEBITEUREN

Mexico (4,7%)	Brazilië (10%)
Indonesië (4,3%)	Mexico (10%)
China (4,2 %)	Indonesië (10%)
Turkije (3,3%)	Polen (9%)
Rusland (3,2%)	Thailand (8,5%)
Filippijnen (3,2%)	Zuid-Afrika (8,5%)

# 5. Leveraged Loans

Een lening is een contract tussen een kredietverstrekker en een kredietnemer (een bedrijf), waarbij de voorwaarden onderling worden afgesproken. Wat de lening 'leveraged' maakt, is het risicovolle karakter van de kredietnemer, welke vaak veel schuld en een beperkte kasstroom heeft. De markt voor Leveraged Loans biedt de mogelijkheid in deze leningen te handelen en is pas deze eeuw echt tot ontwikkeling gekomen. Vroeger bleven de leningen achter op de balans van banken en andere financiële instellingen. Later is er een actieve markt ontstaan, waardoor banken deze leningen kunnen verkopen aan andere beleggers.

De grootte van de totale liquide Leveraged Loan markt wordt geschat op circa USD 1.200 miljard. Het aandeel Europese leningen hierin is circa USD 200 miljard. Volgens de centrale bank van Engeland is de gehele markt USD 2.200 miljard groot wanneer we ook de uitgiftes van kleinere, minder liquide leningen en leningen in het bezit van banken meetellen. De markt voor Leveraged Loans is de laatste jaren sterk gegroeid, en sinds 2012 meer dan verdubbeld. Dit komt door toenemende vraag van beleggers naar alternatieve mogelijkheden om rendement te behalen in de huidige omgeving van lage rentestanden, en de bereidheid van bedrijven meer schuld via de kapitaalmarkt uit te geven. De leveraged loan markt groeit zelfs sneller dan High Yield, aangezien kredietnemers steeds minder aan convenanten dienen te voldoen (zie hieronder), er meer flexibiliteit is de lening terug te betalen wanneer wenselijk en de lening goedkoper is dan een obligatie.

Leveraged Loans hebben veel overeenkomsten met High Yield obligaties. De rating van de achterliggende bedrijven zijn High Yield (gemiddeld B), de leningen handelen niet op een beurs maar 'over the counter', en de grootte van de markt is vergelijkbaar. Toch zijn er verschillen. Een lening wordt verstrekt in ruil voor onderpand. Leveraged Loans zijn 'secured' door bijvoorbeeld vastgoed. Hierdoor hebben ze een hogere plaats in de hiërarchie van schuldeisers in geval van faillissement, waardoor restwaardes hoger zijn. Ook is het rentepercentage op een lening gekoppeld aan de actuele rente in de markt. Het ontvangen rentepercentage is meestal 3-maands Libor of Euribor plus een opslag voor het kredietrisico. Vanwege dit 'floating rate' karakter is de rentegevoeligheid van leningen beperkt, in tegenstelling tot obligaties welke een vast rentepercentage hebben. Dit maakt Leveraged Loans ook interessant ten opzichte van High Yield voor beleggers die een stijging van renteniveaus verwachten. Daarnaast bevat de documentatie van een traditionele leningen convenanten (voorwaarden) waaraan bedrijven zich moeten blijven houden gedurende de looptijd van de lening. Dit stelt kredietverstrekkers in staat de resultaten van het bedrijf te monitoren en tot actie te dwingen wanneer nodig. Voorbeelden zijn dat de hoeveelheid schuld ten opzichte van het aandelenkapitaal, bezittingen en/of winstgevendheid niet boven een bepaalde grens mag komen en dat de winstgevendheid de verplichte rentelasten voldoende moet dekken.

Een belangrijke trend van de laatste jaren is de toename in uitgifte van zogenoemde 'covenant lite' leningen. In tegenstelling tot de eerste jaren na de financiële crisis, bevat een toenemend percentage van de documentatie van nieuwe uitgiften van Lever-

## KENMERKEN

### LEVERAGED LOAN EURO

Kredietrisico	2
Rentegevoeligheid	1
Liquiditeit	2
Marktomvang	2
Complexiteit	2
Kosten	2

1 = weinig, 3 = veel

## VOORDELEN



leningen met onderpand, lage rentegevoeligheid

## NADELEN



neerwaartse trend convenanten, beperkte liquiditeit

aged Loans geen of slechts een beperkt aantal convenanten welke dienen ter bescherming van beleggers. Volgens kredietbeoordelaar Standard & Poor's was zelfs 85% van de wereldwijde uitgaven van Leveraged Loans in 2018 'covenant lite', een record. In 2007 was dit slechts 25%. De toename in 'covenant lite' leningen heeft tot zorgen geleid van wereldwijde autoriteiten zoals de centrale bank van Engeland en het IMF, en sommigen roepen op tot strengere regulering. In 2013 hebben Amerikaanse toezichthouders al een richtlijn uitgevaardigd waarin banken onder supervisie niet langer leningen mogen verstrekken met een leverage (schuld ten opzichte van operationele winst) van meer dan 6x.

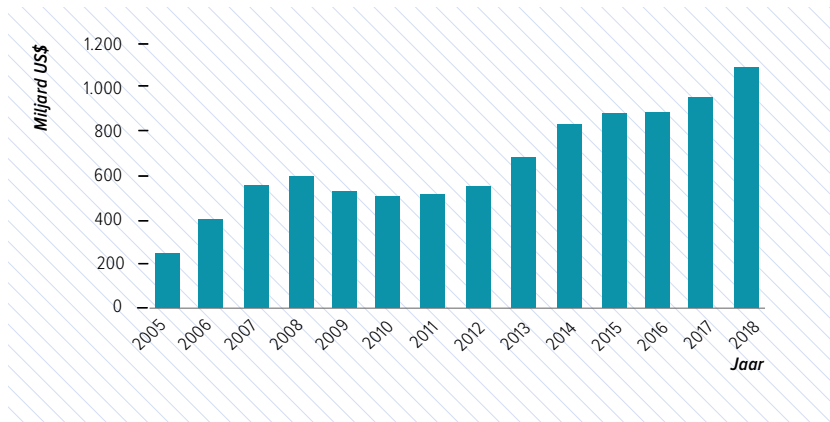
Een groot deel (45%) van Leveraged Loans zit verpakt in zogenaamde collateralised loan obligations (CLO's), gestructureerde producten waarin de leningen verpakt worden en opgeknipt in tranches met een verschillend risicoprofiel welke vervolgens weer verkocht worden aan beleggers. Bijna een derde deel van de Leveraged Loans is verkocht aan fondsen en verzekeraars. Retail beleggers hebben de laatste jaren in de VS de weg naar de beleggingscategorie gevonden, en vertegenwoordigen inmiddels bijna 20% van de markt. Particulieren beleggen vooral via trackers, waardoor het aandeel ETF's in de markt fors is toegenomen.

Net als voor High Yield obligaties is de hoogte van faillissementen een belangrijke determinant van het rendement van Leveraged Loans. Ook in deze beleggingscategorie is het aantal faillissementen op dit moment in de cyclus laag, ~1%, vergeleken met een historisch gemiddelde van ruim 3%. Op het hoogtepunt van de crisis was dit meer dan 10%. Zoals genoemd in de paragrafen over High Yield is de restwaarde van Leveraged Loans hoger dan voor High Yield gegeven het aanwezige onderpand.

Liquiditeit is significant minder vergeleken met High Yield obligaties. Volgens cijfers van de Loan Syndication and Trading Association bedraagt het verhandelde volume van Leveraged Loans circa USD 50 miljard per maand, terwijl deze hoeveelheid al in 1,5 dag wordt bereikt in de High Yield markt. De High Yield markt is dus bijna 15x meer liquide. Naast dat leningen minder liquide zijn dan obligaties, neemt ook de settlement meer tijd in beslag. Gemiddeld is deze 11 dagen na de dag van handelen, vergeleken met twee dagen voor obligaties. Deze lagere liquiditeit en late settlement kan tot problemen leiden voor beleggers die via instrumenten hebben belegd die dagelijkse liquiditeit bieden (zoals ETF's). Wanneer er grote onttrekkingen zijn uit deze instrumenten, bestaat er een aanzienlijke kans dat de onderliggende leningen niet in vergelijkbare hoeveelheid en snelheid verkocht kunnen worden. Dit kan leiden tot grote (neerwaartse) bewegingen in prijzen, en zelfs het tegenhouden van onttrekkingen door de aanbieders van deze instrumenten. We zagen een dergelijke ontwikkeling kortstondig in de VS in december 2018.

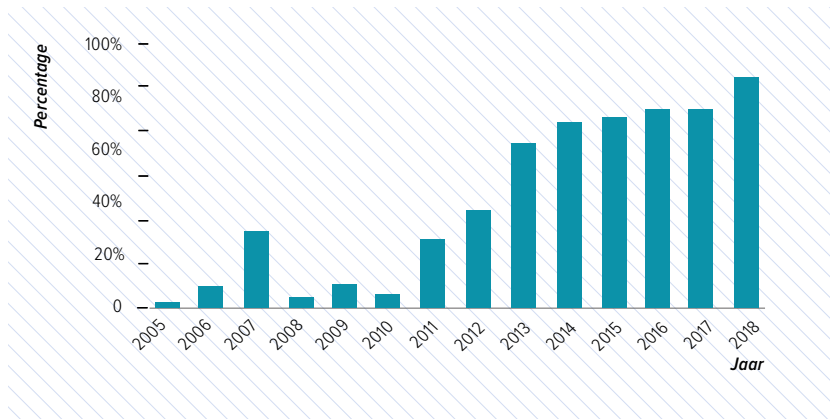
Binnen deze categorie is uitsluiting de meest voorkomende vorm van ESG-implementatie. Er zijn zeer beperkt ondernemingen in dit universum betrokken bij de productie van controversiële wapens, tabak en reguliere wapens. Doorgaans hebben de ondernemingen geen beoordeling op de UN Global Compact. Derhalve heeft uitsluiting nauwelijks invloed op het risico en rendement.

### OMVANG AMERIKAANSE LEVERAGED LOAN MARKT (\$ MRD)



Bron: Bloomberg Finance LP, S&P LSTA Leveraged Loan Index

### PERCENTAGE 'COVENANT-LITE' VAN TOTALE UITGIFTE LEVERAGED LOANS



Bron: S&P Global Market Intelligence, Kempen Capital Management

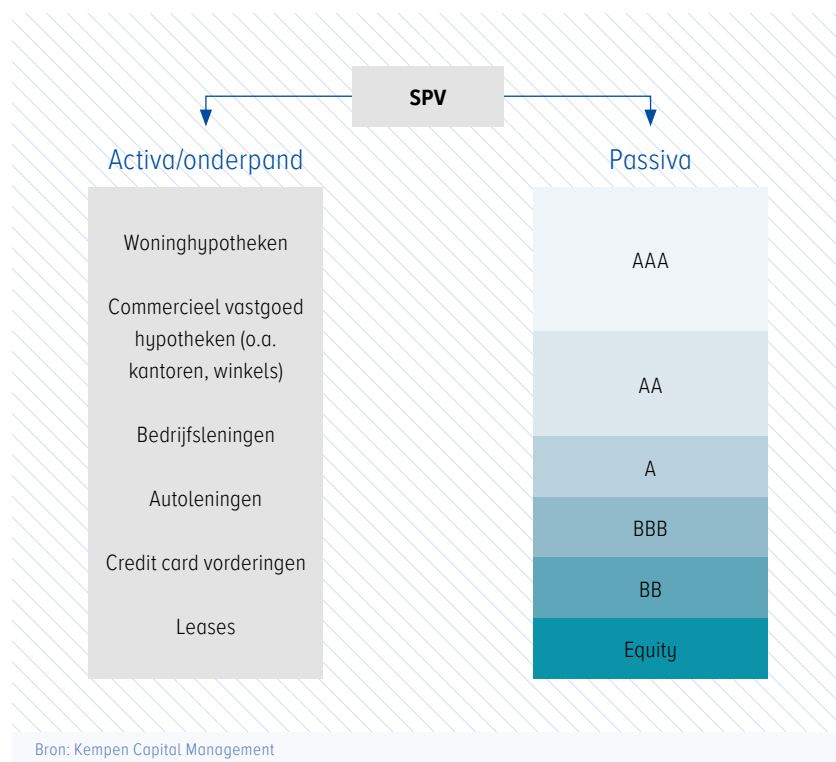
### FAILLISEMENTEN WERELDWIJDE EMITTENTEN LEVERAGED LOANS



Bron: Moody's, Kempen Capital Management

# 6. Structured Credit

Structured Credit is een verzamelnaam voor gestructureerde producten waarbij een onderliggende verzameling van kredietinstrumenten verpakt wordt in een aparte entiteit ('special purpose vehicle', SPV). Door middel van securitisatie wordt de entiteit vervolgens opgeknipt in tranches met verschillende kredietkwaliteit welke verkocht worden aan beleggers. Doorgaans gaat het hier om portefeuilles van woninghypotheken ('residential mortgage backed securities', RMBS), commercieel vastgoedhypotheken ('commercial mortgage backed securities', CMBS), bedrijfsleningen ('collateralised loan obligations', CLO's), en consumentenleningen ('consumer asset backed securities', consumer ABS). Zie hieronder een illustratie van een typische structuur.



Bron: Kempen Capital Management

## KENMERKEN

### STRUCTURED CREDIT USD

Kredietrisico	2
Rentegevoeligheid	1
Liquiditeit	2
Marktomvang	3
Complexiteit	3
Kosten	2

1 = weinig, 3 = veel

## VOORDELEN +

grote omvang, gelaagdheid in structuur biedt buffer tegen verliezen, blootstelling aan consumentenrisico

## NADELEN -

complexiteit, hefboomwerking in structuur, volatiliteit in neergaande markten

De totale omvang van de Structured Credit markt per eind 2018 bedroeg volgens SIFMA circa USD 4.500 miljard, waarbij een derde Europees en twee derde Amerikaans onderpand heeft. Ter vergelijking, dit is dus groter dan de High Yield en Leveraged Loan markt bij elkaar, en zelfs groter dan de markt voor Europese Investment Grade bedrijfsobligaties. Opgesplitst naar type onderpand kan de markt worden ingedeeld in 35% RMBS, 13% CMBS, 16% CLO's, 32% consumer ABS en 4% overig. Waarbij opgemerkt moet worden dat de Europese markt vooral RMBS en consumer ABS betreft, terwijl in Amerika de omvang van consumer ABS en CMBS relatief groter is. Structured Credit biedt de mogelijkheid in kredietrisico van consumenten te beleggen wat in andere hoogrentende obligaties normaliter niet mogelijk is.



De tranches van een gestructureerd product variëren in risico, hebben een bijbehorende rating en ontlenen hun waarde aan het onderpand. Hoe hoger de tranche in de structuur hoe veiliger, maar ook hoe lager de rentevergoeding. De kasstromen uit het onderpand worden gebruikt om rente en hoofdsom te betalen voor de verschillende tranches, waarbij de beschikbare gelden via een 'waterval' worden verdeeld: als eerste AAA, vervolgens AA enz. Dit betekent dat wanneer vanwege faillissementen of andere oorzaken het onderpand niet voldoende kasstromen opbrengt om alle tranches te betalen, de onderste tranche(s) niet (geheel) worden uitbetaald. In ruil voor dit risico is ook de ontvangen rente hoger naarmate de belegger lager in de structuur belegt. Aflossingen (geheel of gedeeltelijk) van leningen die het onderpand vormen van de tranches worden doorgaans eveneens gebruikt om de hoofdsom van de tranches af te lossen, opnieuw te beginnen bij AAA, vervolgens AA enz. Elke tranche in de structuur heeft dus een buffer tegen mogelijke verliezen in de vorm van de tranches lager in de structuur. Daarnaast is er vaak een extra buffer tegen verliezen in de vorm van overwaarde van het onderpand (waarde activa is groter dan waarde passiva) en een hogere rente op de activa dan de rente op de obligaties. Net als Leveraged Loans hebben Structured Credit obligaties een variabele rente gekoppeld aan Libor of Euribor met een opslag, waardoor de rentegevoeligheid beperkt is en deze instrumenten een goed alternatief bieden voor beleggers die stijgende rentes verwachten.

Het effectief rendement (kredietopslag) op tranches van een gestructureerd product is veelal 1 á 3% hoger dan die voor een bedrijfsobligatie met een vergelijkbare kredietbeoordeling. Dit heeft verscheidene oorzaken. Een Structured Credit obligatie voegt een extra laag aan complexiteit toe omdat niet alleen begrip van de onderliggende leningen, maar ook de nuances van de structuur van belang zijn. Daarnaast leidt het trancheren van Structured Credit obligaties tot hefboomwerking in de structuur (vanwege dikte tranche en plaats in de structuur). Ook is de markt voor deze obligaties minder 'diep', er zijn minder beleggers die naar deze instrumenten kijken vergeleken met bijvoorbeeld bedrijfsobligaties. Dit heeft in het verleden ertoe geleid dat deze obligaties minder liquide zijn gebleken met sterke koersschommelingen tot gevolg. Daarentegen biedt de extra kredietopslag als gevolg van complexiteit juist kansen voor specialisten

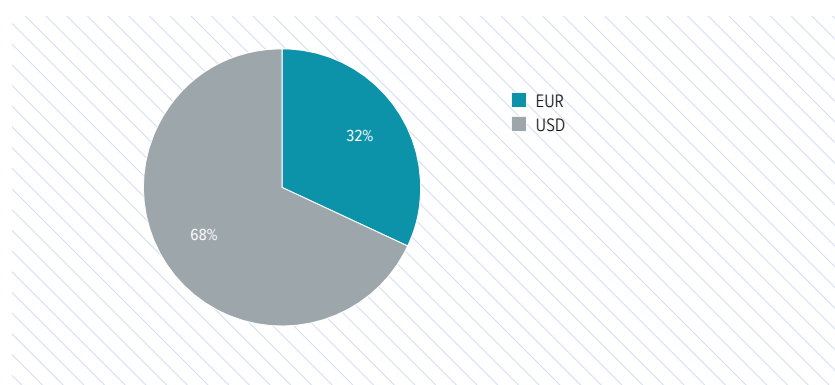
Aangezien veel Amerikaanse 'rommelhypotheken' voor de financiële crisis verpakt waren, hebben veel beleggers in deze tranches verliezen geleden. Niet alleen vanwege de, achteraf, slechte staat van het onderpand, maar ook omdat tranches in de structuur destijds dunner waren en lager in de structuur zaten en daardoor risicovoller waren. Hierdoor heeft het imago van Structured Credit een enorme deuk opgelopen. Veel beleggers uit die tijd hebben deze markt voorgoed de rug toegekeerd. Echter, voor de overgrote meerderheid van structuren met ander onderpand zijn verliezen voor beleggers beperkt geweest en in Europa veel minder dan in de VS. Ná de crisis zijn de structuren bovendien veiliger geworden, en is er een ander soort beleggers actief in de markt. Onder andere gedreven door strengere regelgeving, zijn regels voor het samenstellen van het onderpand strikter, en zijn er hogere kapitaal-eisen voor tranches in de structuur. Dit laatste betekent dat er vandaag de dag een grotere buffer moet zijn in de

vorm van een bedrag in cash en andere tranches om eenzelfde rating te krijgen voor een tranche vergeleken met voor de crisis. Een 'AA' tranche uitgegeven na 2008 heeft dus een grotere bescherming tegen verliezen dan een 'AA' tranche van voor 2008.

Omdat elke structuur met bijbehorende onderliggende activa uniek is, vereist beleggen in Structured Credit een intensief proces en bijbehorend specialisme. Hierdoor is de gebruikelijke manier van beleggen in deze categorie via managers, voornamelijk in de Verenigde Staten, of via fund of funds structuren.

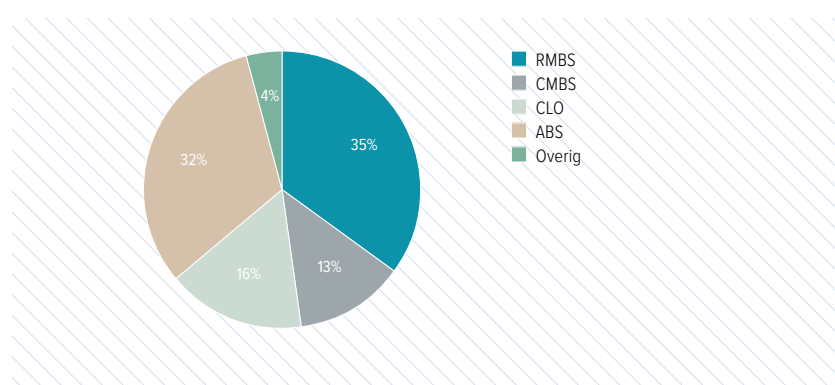
Binnen deze categorie is invulling van ESG middels uitsluiting en engagement minder relevant. De onderliggende leningen worden verstrekt in gereguleerde markten, waarbij de vermogensbeheerder dient te beoordelen of er geen sprake is van bovenmatige financiering of te hoge tarieven. Deze beoordeling is geïntegreerd in het beleggingsproces van de vermogensbeheerder.

#### OPSPLITSING STRUCTURED CREDIT MARKT NAAR VALUTA



Bron: SIFMA, Kempen Capital Management

#### OPSPLITSING STRUCTURED CREDIT MARKT NAAR TYPE PRODUCT



Bron: SIFMA, Kempen Capital Management

# 7. Direct Lending

Bedrijven kunnen zich via drie routes financieren: (i) via banken, (ii) via de kapitaalmarkt ('public debt') of (iii) via onderhandse leningen ('private debt'). Direct Lending is een vorm van private schuld. Direct Lending is een terminologie die in de breedte wordt gebruikt voor onderhandse, niet-genoteerde leningen die zijn verstrekt aan het bedrijfsleven buiten het bankwezen en de kapitaalmarkt om.

De kredietcrisis van 2008 was een belangrijk omslagpunt voor Direct Lending. De hieruit voortvloeiende onrust zorgde ervoor dat het ontstaan van deze nieuwe institutionele beleggingscategorie in een stroomversnelling raakte, mede door een aantal ontwikkelingen. Ten eerste werden banken beperkt krediet te verstrekken aan middelgrote bedrijven als gevolg van hogere kapitaalsvereisten. Ten tweede hadden ondernemingen de behoefte om het herstel na de crisis en verdere groei te financieren en uitstaande kredieten te herfinancieren. Banken konden niet aan deze vraagtoename voldoen, waardoor alternatieve verschaffers van krediet zoals Direct Lending beleggingsfondsen in dit gat zijn gesprongen. Deze trend van disintermediatie waarbij steeds meer leningen buiten de bancaire sector om wordt verstrekt zal zich naar onze mening doorzetten. Een additionele aanjager is de zoektocht naar rendement als gevolg van de aanhoudend lage rentestanden en de grote hoeveelheid beschikbare liquiditeiten als gevolg van het kwantitatieve verruimingsprogramma van de Europese Centrale Bank. Beleggers zoeken verder dan traditionele liquide vastrentende waarden en zijn bereid, via beleggingsfondsen, krediet te verschaffen aan middelgrote bedrijven in ruil voor een hoger rendement en extra diversificatie.

Hoewel Direct Lending in de Verenigde Staten een lange historie kent, is dit in Europa niet het geval. De omvang van de Europese Direct Lending markt groeit gestaag, maar is nog niet heel groot. Preqin schat dat de hoeveelheid beschikbaar kapitaal voor Direct Lending per eind 2018 EUR 108 miljard bedroeg, waarvan de geschatte verdeling 60% Europa / 40% Verenigde Staten is. De Europese markt is in opkomst en minder efficiënt. Door de heterogeniteit van de markt zou een gespecialiseerde partij in staat moeten zijn om waarde toe te voegen. Historisch gezien is de kredietopslag per eenheid financiële leverage, dus de compensatie voor risico, hoger geweest in Europa dan in de VS. Bovendien zijn recovery values in geval van wanbetaling hoger geweest. Om deze redenen hebben wij een voorkeur voor Europese direct lending boven Amerikaanse, en focussen we verder op de Europese markt.

Private equity partijen zijn een belangrijke betrokken partij voor Direct Lending. Wanneer zij middelgrote ondernemingen overnemen hebben ze hierbij vaak financiering nodig. Als zij eigenaar zijn van een onderneming, hebben ze vaak stevige groei doelstellingen voor deze bedrijven geformuleerd, wat ook weer leidt tot financieringsaanvragen. Hoewel er geen exacte gegevens beschikbaar zijn, schatten wij in dat meer dan de helft tot drie kwart van de Europese Direct Lending middensegment leningen zijn verstrekt aan een bedrijf met een private equity eigenaar. Voordeel is dat private equity partijen zelf een significant aandelenvermogen inbrengen bij een bedrijf, en er veel aan doen dit niet verloren te laten gaan. Tevens doen zij doorgaans diepgaand

## KENMERKEN

### DIRECT LENDING EURO

Kredietrisico	2
Rentegevoeligheid	1
Liquiditeit	1
Marktomvang	1
Complexiteit	2
Kosten	3

1 = weinig, 3 = veel

## VOORDELEN



groeïend segment, blootstelling aan midden- en kleinbedrijf, vooropgesteld in kapitaalstructuur

## NADELEN



niet liquide, beperkte historie, beperkte keuze in hoeveelheid fondsen

onderzoek voor ze kapitaal verstrekken en is er strakke monitoring. Nadeel is dat private equity partijen hun bedrijven soms agressieve groei-doelstellingen en financieringsstructuren kunnen opleggen, hetgeen de stabiliteit van de onderneming in gevaar kan brengen. Het is de taak van Direct Lending fondsen gedisciplineerd te blijven en uitsluitend leningen te verstrekken als de risico/rendementsverhouding aantrekkelijk is.

Het rentetarief op de leningen wordt gebaseerd op de variabele korte termijn risicovrije rente, vaak met een minimale 'vloer' (floor) van 0,5% of 1%, plus een stevige opslag van tussen de 4,5% en 10%. De rentegevoeligheid is daarom, evenals voor Leveraged Loans en Structured Credit, laag. De gemiddelde looptijd van een lening is 4-6 jaar en de leningen zijn niet overdraagbaar (illiquide). De leningen bevinden zich hoog in de kapitaalstructuur, met een voorrangpositie ten opzichte van andere kredietverstrekkers zoals achtergestelde schuld en aandelenkapitaal. Net als bij Leveraged Loans bevat de documentatie van de leningen convenanten waaraan bedrijven zich moeten blijven houden gedurende de looptijd van de lening. Deze dragen bij om grip te houden op de ondernemingen en invloed uit te oefenen op momenten als ondernemingen in de problemen komen. De leningen worden verstrekt aan middelgrote Europese bedrijven met een bedrijfswaarde tot circa EUR 500 mln, en/of een bedrijfsresultaat tussen circa EUR 10 en EUR 75 mln. Hier ligt een belangrijk verschil met Leveraged Loans, waar de leningen (en bedrijven) groter zijn. Middelgrote bedrijven zijn doorgaans te klein om een rating van de kredietbeoordelaars te hebben en mede door de beperkte omvang worden ze overwegend in de High Yield categorie geschaard. De verhouding schuld ten opzichte van operationele winst varieert doorgaans tussen de 4x en 5x. Dit benadrukt het belang van het vormen van een gedegen oordeel over het kredietprofiel.

Omdat de markt voor Direct Lending in Europa nog relatief jong is, is er beperkte historische data aanwezig. Met name gegevens over gerealiseerde rendementen, wanbetalingen/faillissementen en restwaardes zijn slechts beperkt beschikbaar. Veel Direct Lending fondsen zijn rond 2012/2013 gestart en slechts een handvol fondsmanagers heeft een track record dat teruggaat tot 2009/2010. Vanwege de fondsstructuur wordt het rendement van Direct Lending, net zoals bij private equity, gemeten in Internal Rate of Return (IRR) op het geïnvesteerde vermogen. Bij de IRR methode heeft de timing en hoogte van de kasstromen sterke invloed op het rendement, terwijl dit bij reguliere vermogenscategorieën, waar het geïnvesteerd vermogen veel stabiel is, minder het geval is.

Vooralsnog zijn de rendementen van Europese Direct Lending fondsen goed geweest, met IRR's van 9% tot 11% per jaar. Hierbij dient een aantal opmerkingen te worden geplaatst. Ten eerste zijn we nog niet door een volledige kredietcyclus gegaan en is eigenlijk alleen nog sprake geweest van relatief gunstige marktomstandigheden. Daarnaast zijn de meeste Direct Lending fondsen nog niet volledig afgerond en kan de balans pas worden opgemaakt als de leningen succesvol zijn terugbetaald. In de Verenigde Staten bestaat de Direct Lending categorie al een stuk langer, waarbij gemiddelde IRR's per jaar vanaf 1999 tot en met 2011 variëren tussen 3% en 15%. Voor representatieve percentages over faillissementen en restwaardes kunnen vergelijkbare cijfers als voor de Leveraged Loan markt worden gebruikt.

De liquiditeit is zeer gering. Bij Direct Lending fondsen is gedurende zes tot acht jaar geen liquiditeit. De fondstermijn is doorgaans zes jaar, met de mogelijkheid van verlenging met maximaal twee jaar. De fondsen sluiten hiermee aan bij de gemiddelde looptijd van de onderliggende leningen. De leningen worden normaal gesproken tot de aflooptdatum vastgehouden en tussentijds is er geen of nauwelijks liquiditeit. Doorgaans bevatten Direct Lending fondsen een beperkt aantal beleggingen (25 á 40 leningen) en kan er concentratie zijn van leningen naar bedrijven in dezelfde bedrijfstak, terwijl sommige sectoren geheel worden uitgesloten. Als gevolg daarvan kunnen de prestaties van een aantal investeringen of een bepaalde bedrijfstak van invloed zijn op het totale fondsrendement.

Gegeven bovengenoemde kenmerken van de markt is het selecteren van een passende fondsbeheerder essentieel. We schatten het aantal Europese Direct Lending beheerders op circa 40. Hiervan heeft slechts een tiental een team van substantiële omvang met een langjarig track record.

Binnen deze categorie is uitsluiting de meest voorkomende vorm van ESG-implementatie. Er zijn zeer beperkt ondernemingen in dit universum betrokken bij de productie van controversiële wapens, tabak en reguliere wapens. Doorgaans hebben de ondernemingen geen beoordeling op de UN Global Compact. Derhalve heeft uitsluiting slechts beperkte invloed op het risico en rendement.

Doordat Direct Lending fondsen doorgaans illiquide zijn en de beleggingen bij aanvang nog niet bekend zijn, heeft een zorgvuldige beoordeling van de integratie van ESG in het beleggingsproces van de beheerder de voorkeur. Verschillende beheerders hebben daarnaast de PRI ondertekend en rapporteren hierover.

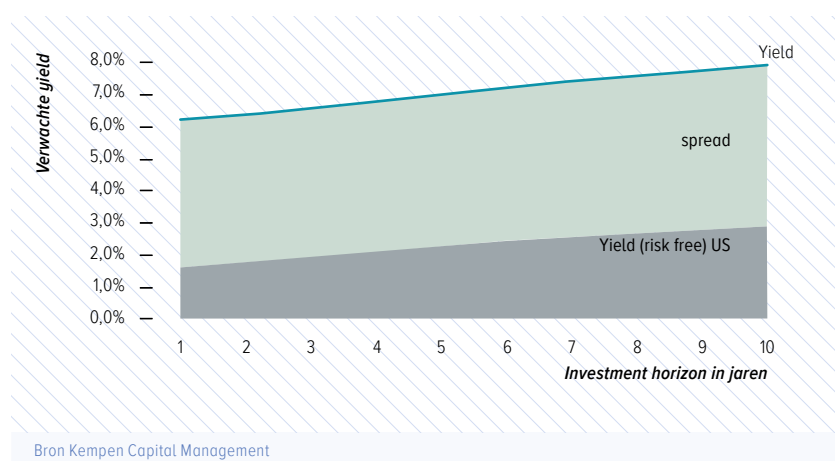
# 8. Rendementsverwachtingen

Onze verwachte rendementen zijn het resultaat van onze lange-termijn (10 jaar) visie op markten en beleggingscategorieën. Voor deze lange-termijn visie maken wij uitgebreid gebruik van scenario-analyse. Jaarlijks stellen wij een aantal scenario's op gebaseerd op onze visie op verschillende economische en maatschappelijke trends. Het scenario dat wij het meest waarschijnlijk achten noemen we het centrale scenario. Omdat onzekerheid inherent is aan inschattingen voor de toekomst stellen we naast ons centrale scenario meerdere alternatieve scenario's op. In deze scenario's laten we belangrijke economische trends extremer ontwikkelen dan in ons opzicht waarschijnlijk is en bepalen we de impact hiervan op wereldeconomie en financiële markten. Het gebruik van meerdere scenario's dwingt ons kritisch naar aannames te kijken en stelt ons in staat portefeuilles in te richten die robuust zijn voor verschillende macro economische uitkomsten. Voor al deze scenario's maken wij ramingen voor de verwachte reële economische groei en inflatie. Deze liggen ten grondslag aan onze visie op markten.

Het uitgangspunt voor het berekenen van deze rendementsverwachtingen is dat huidige waarderingsmaatstaven op lange termijn tenderen naar hun verwachte waarde. De huidige rente en de verwachte ontwikkeling hiervan is dus de belangrijkste factor voor rendementsverwachtingen op obligaties.

Aanvullend aan onze aannames voor groei en inflatie stellen wij per beleggingscategorie een set individuele aannames op. Hiermee kunnen we voor elke beleggingscategorie in ons universum voor elk scenario een individueel verwacht rendement bepalen. Figuur 1 geeft een illustratie van de yield ontwikkeling op US High Yield beleggingen voor een investeringshorizon van 10 jaar.

**FIGUUR 1:** Verwachte yield ontwikkeling tijdens de investeringsperiode voor US High Yield bedrijfsobligaties in KCM's centrale macro economisch scenario



De verwachte spread bovenop een risicovrije lening is een compensatie voor het lopen van krediet risico, maar ook voor bijvoorbeeld het verschil in liquiditeit en complexiteit. Op basis van onze verwachte yield ontwikkeling en na correctie voor verwachte wanbetalingen komen we tot een verwacht rendement. De onderstaande tabel beschrijft de rendementsverwachtingen in lokale valuta voor de verschillende hoogrentende beleggingscategorieën per 31 augustus 2019. De gekozen valuta afdekking heeft uiteraard ook invloed op de verwachte rendementen.

**TABEL 1** Rendementsverwachting (% per jaar) in lokale valuta in het centrale scenario

× Global high yield	3.6%
× European high yield	2.5%
× US high yield	4.1%
× EMD (hard)	4.7%
× EMD (local)	4.3%
× Structured Credit	5.0%
× Direct Lending	5.0%
× Leveraged loans EUR	3.5%
× Leveraged loans USD	4.5%

# 9. Hoogrentend binnen een portefeuille

In dit document hebben wij een overzicht geschetst van de voornaamste categorieën in het spectrum van hoogrentende waarden. In tabel 2 hebben we de voornaamste kenmerken van de diverse categorieën naast elkaar gezet aan de hand van zes criteria die voor beleggers relevant zijn:

- × het kredietrisico dat de belegger loopt
- × de mate waarin de belegging direct rentegevoelig is
- × de mate van verhandelbaarheid
- × de marktomvang
- × de complexiteit van de vermogenscategorie
- × de hoogte van de kosten

Voor al deze criteria hanteren wij een score van 1 tot 3, waarbij 1 weinig is en 3 veel.

**TABEL 2** Overzicht kenmerken

	Krediet risico	Rente gevoe- ligheid	Liqui- diteit	Markt Omvang	Com- plexiteit	Kosten
<b>HIGH YIELD USD</b>	3	2	3	3	1	1
<b>HIGH YIELD EURO</b>	2	2	3	2	1	1
<b>EMD LOCAL</b>	1	3	3	3	1	1
<b>EMD HARD</b>	2	3	3	2	1	1
<b>LEVERAGED LOAN EURO</b>	2	1	2	2	2	2
<b>STRUCTURED CREDIT USD</b>	2	1	2	3	3	2
<b>DIRECT LENDING EURO</b>	2	1	1	1	2	3

De diversiteit binnen het hoogrentende spectrum betekent dat er spreidingsvoordelen te behalen zijn wanneer we meerdere van deze categorieën combineren binnen een portefeuille. Dit blijkt ook uit Tabel 3 die de samenhang (correlatie) tussen de diverse categorieën toont, alsmede de samenhang met veelgebruikte categorieën als wereldwijde aandelen en euro staatsleningen.



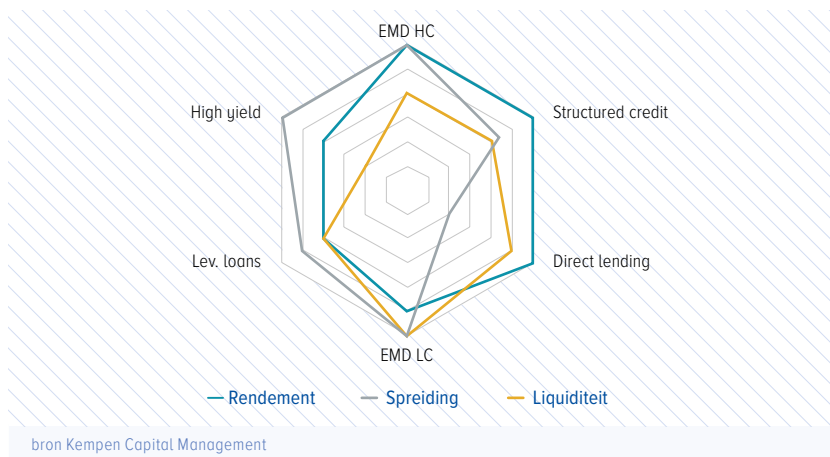
**TABEL 3** Correlatietabel

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 Aandelen Wereldwijd	1.00								
2 Staatsobligaties EMU	-0.04	1.00							
3 EUR High Yield	0.69	0.11	1.00						
4 US High Yield	0.75	0.03	0.89	1.00					
5 EMD (hard currency)	0.52	0.31	0.65	0.72	1.00				
6 EMD (local currency)	0.29	0.41	0.37	0.44	0.78	1.00			
7 Leveraged Loans (Europa)	0.55	-0.08	0.87	0.78	0.42	0.16	1.00		
8 Leveraged Loans (US)	0.64	-0.10	0.83	0.88	0.47	0.20	0.89	1.00	
9 Structured Credit	0.30	0.23	0.69	0.65	0.57	0.45	0.68	0.62	1.00

In het algemeen is de correlatie tussen de hoogrentende categorieën en de traditionele categorieën aandelen en staatsobligaties laag. Het toevoegen van hoogrentende categorieën aan een portefeuille kan derhalve waarde toevoegen. Maar ook tussen de hoogrentende categorieën onderling is in veel gevallen sprake van een lage of zelfs negatieve correlatie (groen). Dit betekent dat het lonend kan zijn om meerdere categorieën uit het hoogrentende spectrum in een beleggingsportefeuille op te nemen.

De keuze voor de individuele categorieën zal afhankelijk zijn van de voorkeuren en/of restricties van de belegger. Hierbij draait het om het gewenste rendement/risico profiel van de portefeuille, de gewenste liquiditeit en de beoogde mate van duurzaamheid. Figuur 2 geeft een algemeen beeld hoe de categorieën zich verhouden op het gebied van rendement, spreidingsvoordeel binnen een bredere portefeuille en liquiditeit. Afhankelijk van het profiel van een belegger en de samenstelling van de portefeuille kunnen hier de juiste hoogrentende categorieën bij gekozen worden.

**FIGUUR 2** Scores van categorieën op rendement, spreidingsvoordeel en liquiditeit



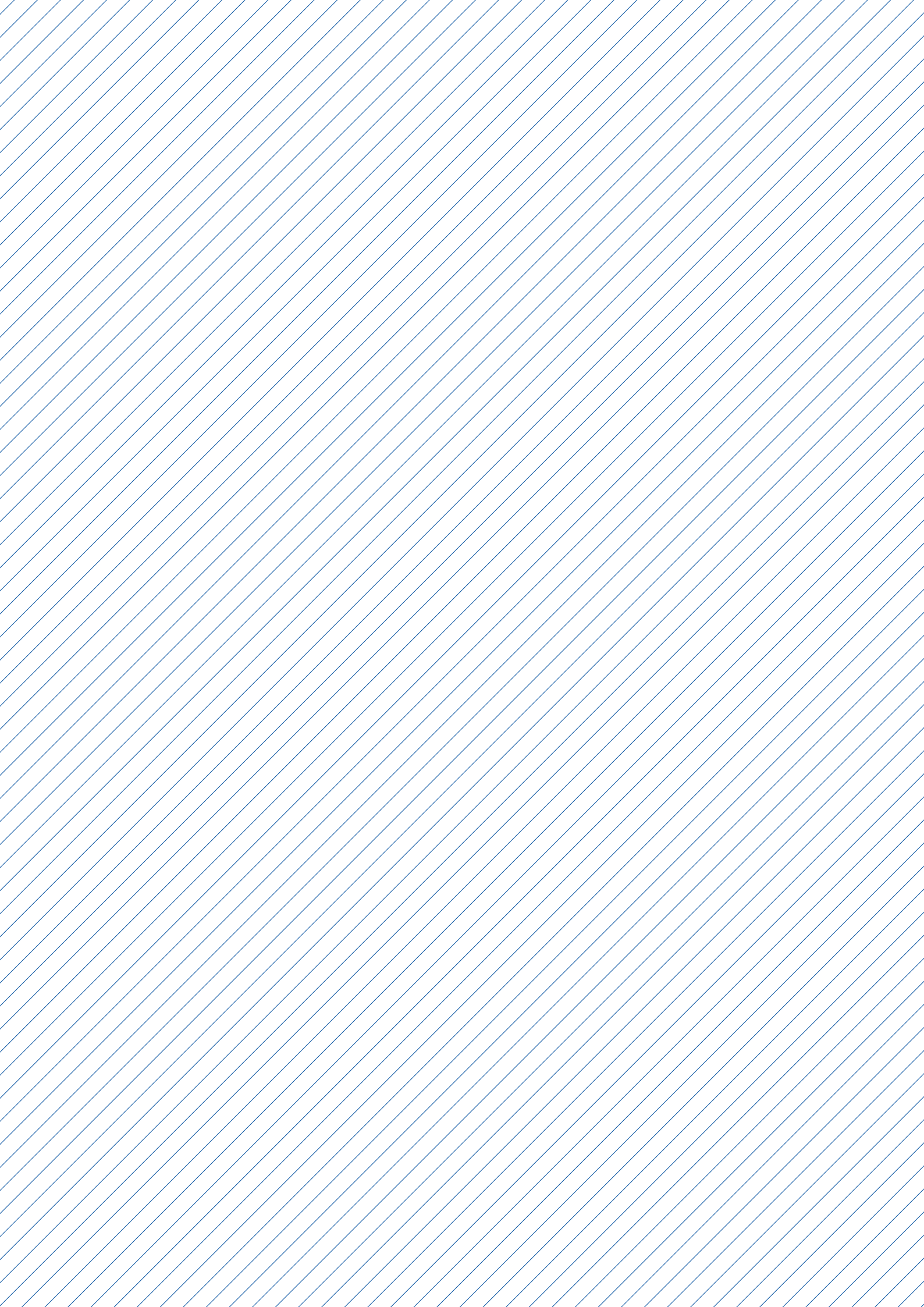
bron Kempen Capital Management

# Tot slot

---

Wij zijn van mening dat hoogrentende categorieën een zeer waardevolle toevoeging aan een beleggingsportefeuille vormen. De terugtrekkende beweging van banken heeft beleggers een enorm palet aan beleggingsmogelijkheden verschaft die een aantrekkelijk rendement kunnen leveren. Daarnaast bieden de categorieën de mogelijkheid om de mate van spreiding in een portefeuille aanzienlijk te verhogen, met een stabielere beleggingsresultaat tot gevolg.

Het hoogrentende spectrum is divers van aard en zal zich de komende jaren alleen maar verder ontwikkelen. Dit biedt beleggers keuzemogelijkheden en kansen.



Kempen  
ASSET MANAGEMENT

Beethovenstraat 300  
1077 WZ Amsterdam  
The Netherlands

P.O.Box 75666  
1070 AR Amsterdam  
The Netherlands

T +31 (0)20 348 8700  
F +31 (0)20 348 8750

[www.kempen.com](http://www.kempen.com)

Office address Paris  
16 Cours Albert 1er  
75008 Paris  
France

T +33 1 8375 6273

Office address London  
Octagon Point  
5 Cheapside  
London EC2V 6AA  
United Kingdom

T +44 203 636 9400