

Structured Credit het stigma voorbij



Remko van der Erf
Senior
Portfolio Manager

Sinds begin november 2014 koopt de ECB als onderdeel van haar inkoopprogramma naast staatsobligaties en bedrijfsobligaties ook 'asset-backed securities' (ABS, een vorm van Structured Credit). Hoewel dit programma kleiner is dan de opkoopprogramma's voor staats- en bedrijfsobligaties, hecht de ECB er wel waarde aan omdat het stigma dat rondom ABS bestaat sinds de crisis geen recht doet aan de kwaliteit van deze categorie. De interesse van institutionele Europese beleggers in Structured Credit neemt tegelijkertijd gestaag toe omdat pensioenfondsen en verzekeraars in deze categorie een welkome aanvulling op hun vastrentende portefeuille zien.

WAAR WORDT IN BELEGD?

De Structured Credit markt is zeer omvangrijk. In totaal staat er bijna \$4,000 miljard uit aan papier waarvan ca. 70% in de VS en 30% in Europa. Het type onderpand waar de obligaties door gedekt worden bestaat uit hypotheek (woningen en commercieel vastgoed), senior bankleningen met eerste pandrecht, creditcard vorderingen, auto leningen en studentenleningen. Ter vergelijking, de markt voor 'high yield' bedrijfsobligaties in de VS is ca. \$1,300 miljard groot en die in Europa €400 miljard.

WAAROM NEEMT DE INTERESSE VOOR STRUCTURED CREDIT TOE?

Institutionele beleggers in Europa zijn naarstig op zoek naar 'yield' in een omgeving van lage rentes. Om aan lange termijnverplichtingen te kunnen voldoen, volstaat beleggen

in 'investment grade' obligaties niet langer. Diverse alternatieven worden daarom door beleggers tegen het licht gehouden (o.a. hypotheek en 'private debt') waarvan Structured Credit er een is. Structured Credit biedt beleggers een hogere risico-opslag vergeleken met bedrijfsobligaties van vergelijkbare kredietkwaliteit. Bovendien is de rente-duurte van Structured Credit zeer beperkt doordat de meeste obligaties een variabele rente kennen. Een stijgende korte rente leidt zelfs tot een hogere coupon. Ten slotte biedt de categorie diversificatievoordelen vanwege de blootstelling naar de consument (in aanvulling op blootstelling naar bedrijven en overheden).

WAT IS HET RISICO?

Net als voor ieder ander schuld papier geldt dat het voornaamste risico bij Structured Credit het risico op wanbetaling is. Voor de analyse van dit risico moet de kredietwaardigheid van de schuldenaar (o.a. inkomen en waarde onderpand) alsook de bereidheid de schuld terug te betalen in kaart worden gebracht. De goed gedocumenteerde 'subprime' crisis laat zien dat schuld papier weinig waard is als de kredietwaardigheid van een consument dubieus is en de bereidheid om rente en aflossing op een hypotheek te betalen verdwijnt naarmate een huis onder water staat. 'Subprime' daargelaten doen de lange termijnprestaties van Structured Credit overigens niet onder voor die van bedrijfsobligaties. Zo is het langetermijnwanbetalingspercentage van obligaties gedekt door bedrijfsleningen met onderpand

(CLO's in jargon) met 0,2% per jaar ronduit laag. Naast risico op wanbetaling geldt dat er ook risico op tijdelijke koersschommelingen is bij Structured Credit en dit risico kan versterkt worden door gebrekkige marktliquiditeit. Een groeiend aantal institutionele beleggers in Structured Credit draagt echter bij aan betere liquiditeit en het terugdringen van het risico op tijdelijke koersschommelingen.

WAT DOET KEMPEN VOOR HAAR CLIËNTEN?

Begin 2017 heeft Kempen in samenwerking met drie Structured Credit specialisten een multi-manager pool opgezet waarmee cliënten op een efficiënte manier toegang kunnen krijgen tot de Structured Credit markt. Speciaal voor Kempen hebben deze specialisten, waarmee Kempen stuk voor stuk al jaren samenwerkt, op maat gesneden 'long-only' portefeuilles samengesteld tegen scherpe 'fees' en zonder gebruik van vreemd vermogen. Kempen voert uitgebreide due diligence en monitoring (o.b.v. volledige transparantie) uit op deze managers. Inmiddels wordt op deze manier \$250-300 miljoen aan cliëntengeld beheerd.

HET STIGMA VOORBIJ?

Na de 'dotcom-bubble' eind jaren 90 lag het beleggen in internetbedrijven niet meer zo voor de hand maar 'fast forward' naar 2017 sprak iedereen alleen nog maar over FANG (Facebook, Apple, Netflix, Google). Wellicht dat de reputatie van Structured Credit ook nog eens een nieuwe bladzijde mag omslaan.

Kempen

Kempen Capital Management N.V. (Kempen) heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. De informatie in dit artikel mag niet worden beschouwd als een aanbieding en biedt onvoldoende basis voor een beleggingsbeslissing. CONTACT 020 348 8700 / marcom@kempen.nl.