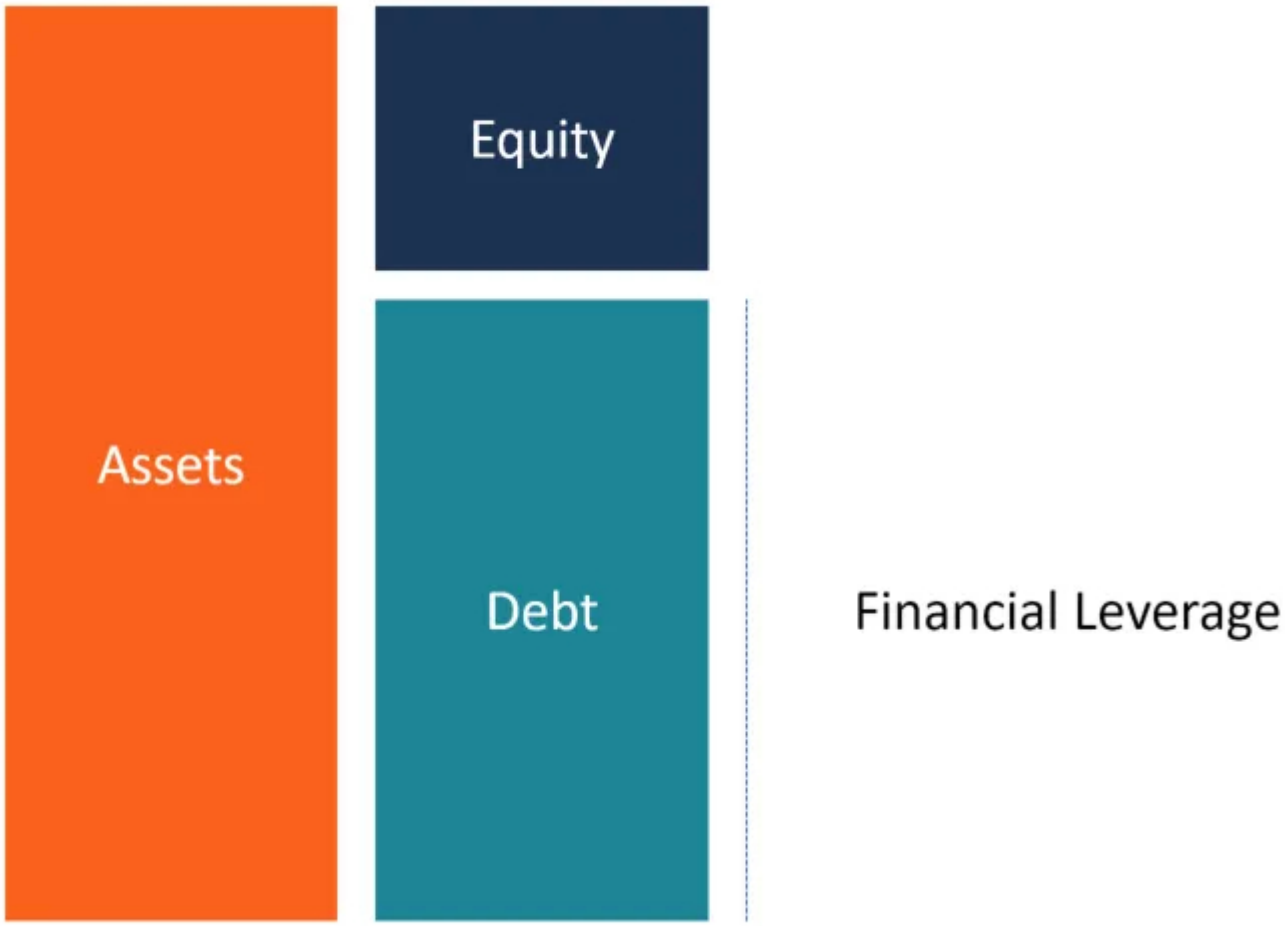
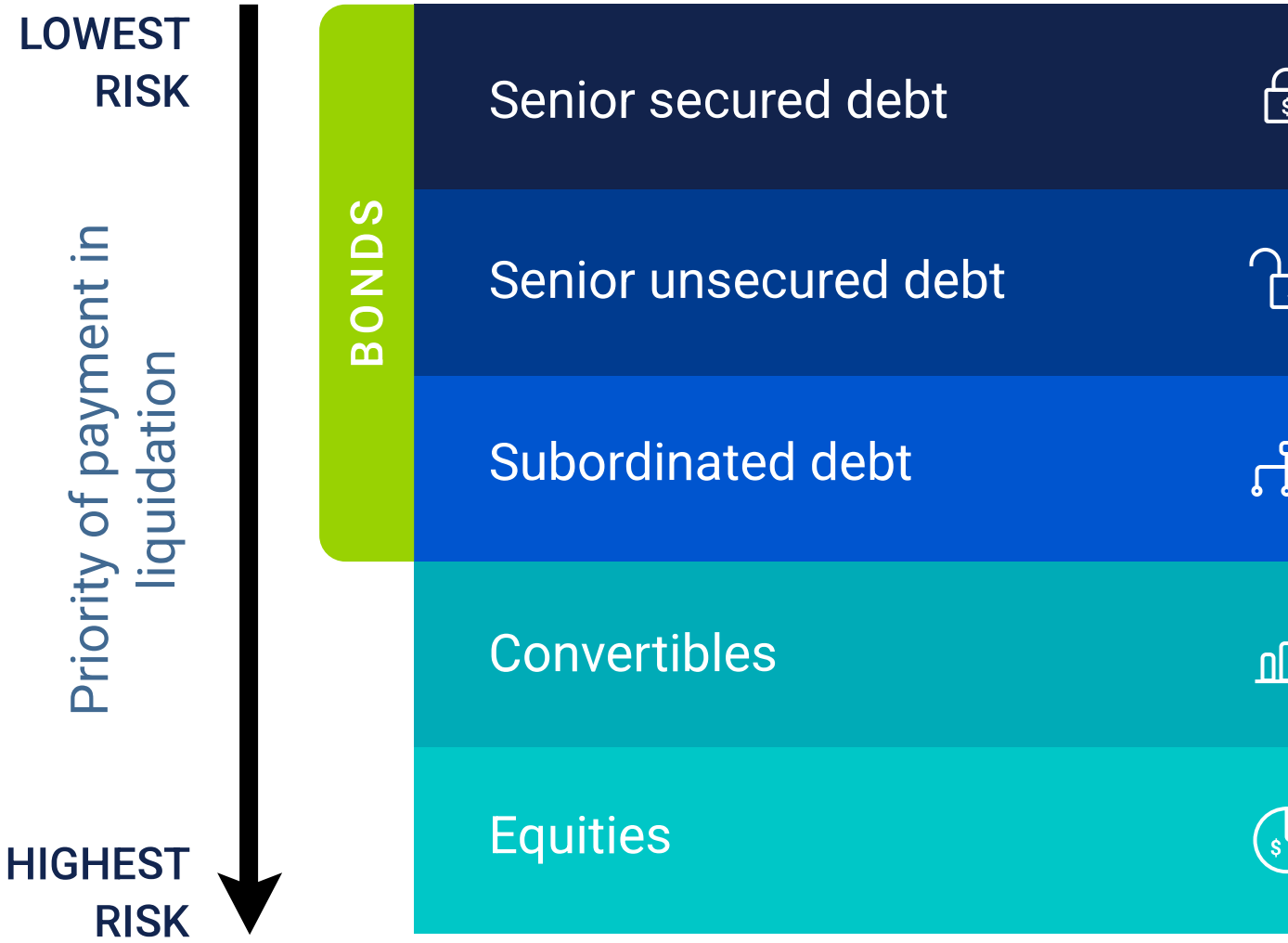
Het rendement van leverage

Beschrijving

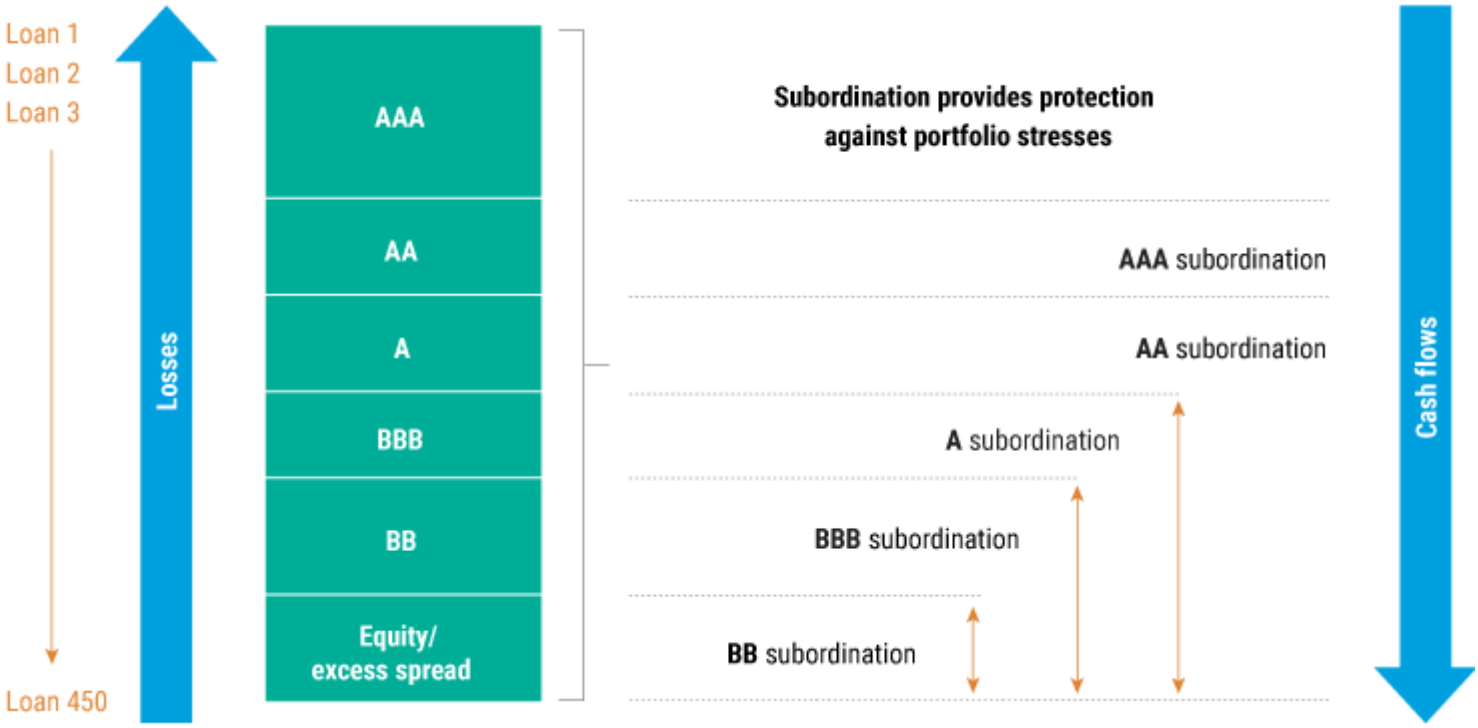
Na tien procent komt nul. Een sigaren rokende collega die gewend was om met behulp van derivaten zelfs honderden of duizenden procenten te maken (die duizenden procenten waren vooral het gevolg wanneer een eerdere constructie van honderden procenten de verkeerde kant op ging en werd ook steevast begeleid met de toevoeging â??dat het nog leuker was gewordenâ??), gaf eind jaren negentig met deze oneliner een opmerkelijk verstandig inzicht in lange termijn rendementsverwachtingen. Het is over het algemeen verstandig om bij beleggen de verwachtingen ten aanzien van rendement te matigen, aangezien overtrokken rendementsverwachtingen vaak worden gevolgd door verkeerde besluiten, meestal ook nog eens besluiten die echt geld kosten. Eind jaren negentig was de AEX net vijf jaar op rij elk jaar met meer dan 30 procent gestegen en veel beleggers die zich op deze historie baseerden, vonden dat ze voortaan ook wel recht hadden op 30 procent per jaar. Wat volgde was juist een lange periode van benedengemiddelde rendementen.



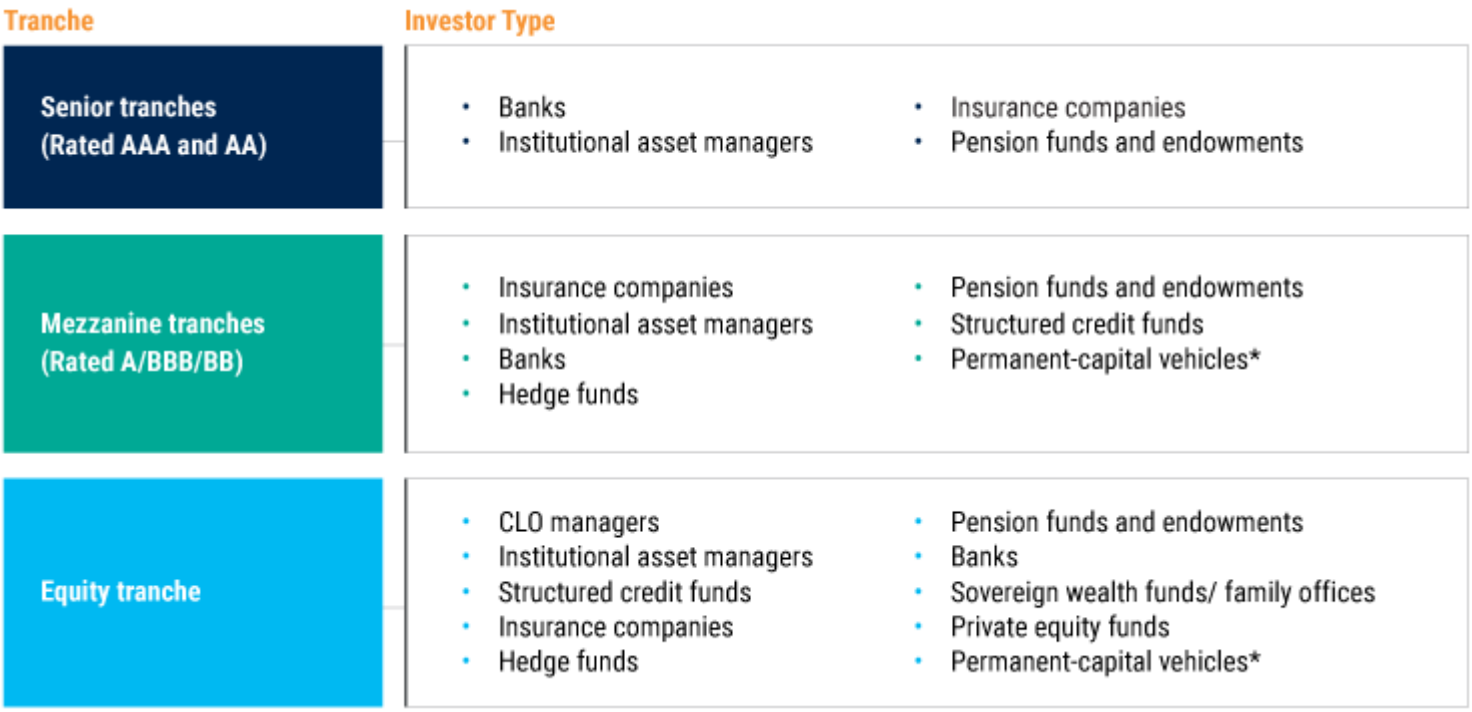
Dankzij de Bitcoinificatie lijkt ook nu weer dat voor veel beleggers maximaal 10 procent rendement per jaar simpelweg niet genoeg is. Dat lijkt ook nog eens mogelijk door de stevige rendementen (tot wel honderden procenten) op de aandelen uit de Magnificent Seven. Bedenk echter wel dat dezelfde aandelen vorig jaar fors onder druk stonden. De enige manier om structureel meer dan 10 procent te maken op beleggingen is door middel van leverage, het werken met geleend geld. Zo lang de financieringskosten lager zijn dan het rendement is er een mogelijkheid om met een hefboom dat rendement op te krikken. Het vervelende alleen is dat zoâ??n financiering twee kanten op werkt, omhoog en ook omlaag. Bovendien hebben veel financiers de onhebbelijke eigenschap om op het meest ongunstige moment de financiering in te roepen. Vaak is de financiering gekoppeld aan de waarde van het onderpand en dat is meestal een beproefd middel om op de bodem uitgeveild te worden. Het is dus beter om te werken met een financiering die alleen onder voorwaarden kan worden ingeroepen.



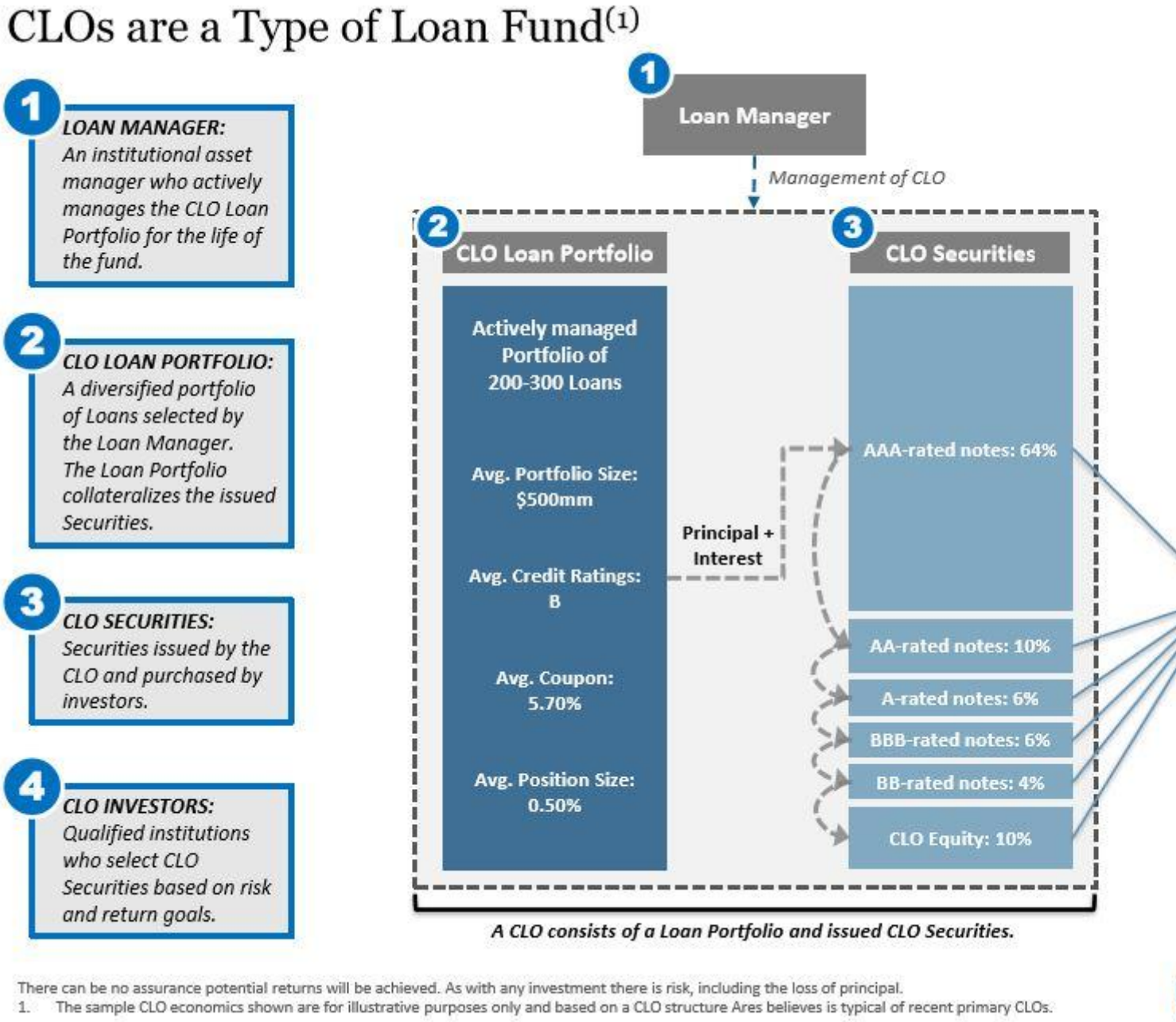
Meestal wordt leverage juist toegepast op de meest veilige activa, maar daardoor kan het juist fout gaan. Denk maar aan LTCM. Veilig in de financiÃ«le wereld wordt vaak gelijkgesteld aan een lage bewegelijkheid, maar dat is natuurlijk niet hetzelfde. Het gevolg is echter wel dat de leverage op activa die veilig lijkt, vaak ook te hoog is, terwijl de leverage op meer risicovolle activa daardoor juist relatief veilig is. Neem bijvoorbeeld het verschil tussen high yield en investment grade. Investment grade bedrijven vallen normaal gesproken niet om en als er wel eens een bedrijf omvalt (een jump-to-default), dan weet eigenlijk niemand hoe te handelen. Vaak zorgt zoiets voor paniek en daardoor voor verliezen die voorkomen hadden kunnen worden. Iemand die high yield-leningen overziet, weet vooraf dat er enkele partijen om zullen vallen en weet daardoor ook hoe te handelen wanneer zich zoiets voordoet. Bovendien heeft high yield over het algemeen een hogere coupon en daardoor dus een grotere buffer op verliezen op te vangen. Deze eigenschap van hoogrentende leningen wordt vreemd genoeg vaak onderschat.



Een relatief veilig vehikel om met leverage te werken is een CLO (Collateralized Loan Obligation). De markt voor CLOâ??s is de afgelopen jaren gegroeid, ondanks de complexiteit. Daardoor worden ze vaak verkeerd geÃ¯nterpreteerd door financiÃ«le media en door sommige marktdeelnemers. Een CLO is een portefeuille van leningen die worden beheerd als een fonds. De leningen vormen de activa. De passiva bestaat uit verschillende tranches waarbij iedere tranche op rangorde recht heeft op de kasstromen uit de activa. CLOâ??s zijn eind jaren tachtig ontstaan, vergelijkbaar met andere soorten securitisaties, als een manier voor banken om hefboomleningen samen te verpakken om investeerders een investeringsvehikel te bieden met verschillende niveaus van risico en rendement om het beste bij hun investeringsdoelstellingen te passen. De eerste reeks â??moderneâ?? CLOâ??s, gericht op het genereren van inkomsten via kasstromen, werd halverwege de jaren negentig uitgegeven. De overgrote meerderheid van de CLOâ??s wordt tegenwoordig een â??arbitrage-CLOâ?• genoemd, omdat ze tot doel heeft de overtollige spread tussen de portefeuille van bankleningen en de klassen van CLO-schuld (passiva) vast te leggen, waarbij de aandeleninvesteerders eventuele overtollige kasstromen ontvangen. Het eigendom van CLOâ??s verschilt per tranche. De minst risicovolle, meest senior tranches zijn voornamelijk in handen van verzekeringsmaatschappijen (die de voorkeur geven aan investeringen die inkomsten genereren) en banken (die kapitaal van hoge kwaliteit nodig hebben om aan de wettelijke vereisten te voldoen). De aandelentranche is de meest risicovolle, biedt potentieel voordeel en een zekere mate van controle, en spreekt een breder universum van beleggers aan.



Omdat de leningen in CLOâ??s vaak worden gebruikt om private equity te financieren zitten er verschillende voordelen aan een equity tranche van een CLO boven een investering in private equity. Allereerst zijn leningen altijd senior ten opzichte van het equity. Als het fout gaat (denk bijvoorbeeld aan Hema) dan zijn de kredietverleners de baas en niet meer de aandeelhouder. Een tweede voordeel is dat in een CLO al het geld vrijwel meteen aan het werk kan worden gezet. Bij private equity is er nu eenmaal de J-curve. Die is er niet bij CLOâ??s, de kasstromen zijn front-end-loaded en niet back-end-loaded zoals bij private equity. Door de hoge betalingen op het equity (tot meer dan 10 procent per halfjaar) kunnen veel investeerders ook prima leven met de illiquiditeit. Bovendien weten vooral beleggende ondernemers prima waarin ze beleggen, aangezien ze ervaring hebben met een convenant op bankleningen en over het algemeen ook wel weten hoe ze een balans moeten lezen.



There can be no assurance potential returns will be achieved. As with any investment there is risk, including the loss of principal.
1. The sample CLO economics shown are for illustrative purposes only and based on a CLO structure Ares believes is typical of recent primary CLOs.

Kasstromen zijn de levensader van elke CLO: ze bepalen de verdeling van inkomsten en hoofdsom, wat het rendement op investering bepaalt. Het sleutelconcept is dat uitkeringen opeenvolgend worden betaald, te beginnen met de oudste tranche totdat elke leningtranche de volledige uitkering heeft betaald. Houders van een eigenvermogenstranche nemen de kosten op en ontvangen de resterende uitkeringen zodra de kosten zijn betaald. Dekkingstests zijn een essentieel mechanisme voor het detecteren en corrigeren van onderpandverslechtering, die rechtstreeks van invloed is op de allocatie van kasstromen. Alle CLOâ??s hebben convenanten die vereisen dat de beheerder het vermogen van de portefeuille test om de maandelijkse rente- en aflossingen te dekken. Van de vele van dergelijke tests zijn de tests voor rentedekking en overcollateralisatie de meest voorkomende. Als de tests tekortschieten, moet de beheerder kasstromen van de houders van de laagste schuld- en aandelentranche nemen en deze omleiden om de hogere leningtranches af te lossen in volgorde van anciÃ«nniteit.

Han Dieperink, Chief Investment Strategist

Schrijf in op deze nieuwsbrief via homepage van www.aureus.eu

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin

De besluiten van het MacrocomitÃ© van AurÃ©us worden gebruikt voor de invulling van de Actieve portefeuille. In deze portefeuille worden aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen over- of onderwogen en kunnen er actieve keuzes worden gemaakt voor bepaalde sectoren, regioâ??s, obligaties, looptijden ect. Risicobeperking is een belangrijk onderdeel van de Actieve portefeuille. De Markt/Factor portefeuille wijkt slechts beperkt af van de index (MSCI ACWI IMI). Er is sprake van een structurele allocatie naar vijf factoren om de factorpremie op lange termijn te innen. Daarom worden keuzes van het MacrocomitÃ© niet meegenomen. Wel wordt er geherbalanceerd wanneer het portefeuillegewicht 10 procent afwijkt van de neutrale allocatie. De SRI-Impact-portefeuille heeft een focus op duurzame en impactvolle beleggingen/bedrijven, de benchmark voor deze portefeuille is de MSCI ACWI SRI. Om een kern van duurzame SRI-fondsen bevinden zich 6 impactsatellieten. Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© worden voor zover relevant meegenomen in de SRI-Impact-portefeuille. Voor de Individuele Aandelenportefeuille maken wij gebruik van de research en beleggingsfilosofie van FinanciÃ«le Diensten Amsterdam (FDA). Deze op groei- en kwaliteitsaandelen gerichte research/strategie heeft een allocatie naar Europese en Amerikaanse aandelen. Het doel is de outperformance van de benchmark (MSCI World). Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© ten aanzien van over- of onderwegen van aandelen en obligaties worden meegenomen voor de allocatie in de Individuele Aandelenportefeuille, voor de regio- en de sectorverdeling volgen wij de research van FDA.

AurÃ©us streeft er naar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. AurÃ©us aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiÃ«le) situatie en doelstellingen van beleggers. PotentiÃ«le beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiÃ«le risicoâ??s zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiÃ«le beleggersinformatie, essentiÃ«le-informatiedocument etc.) en worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risicoâ??s en/of deze risicoâ??s passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiÃ«le situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beÃ«indiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.