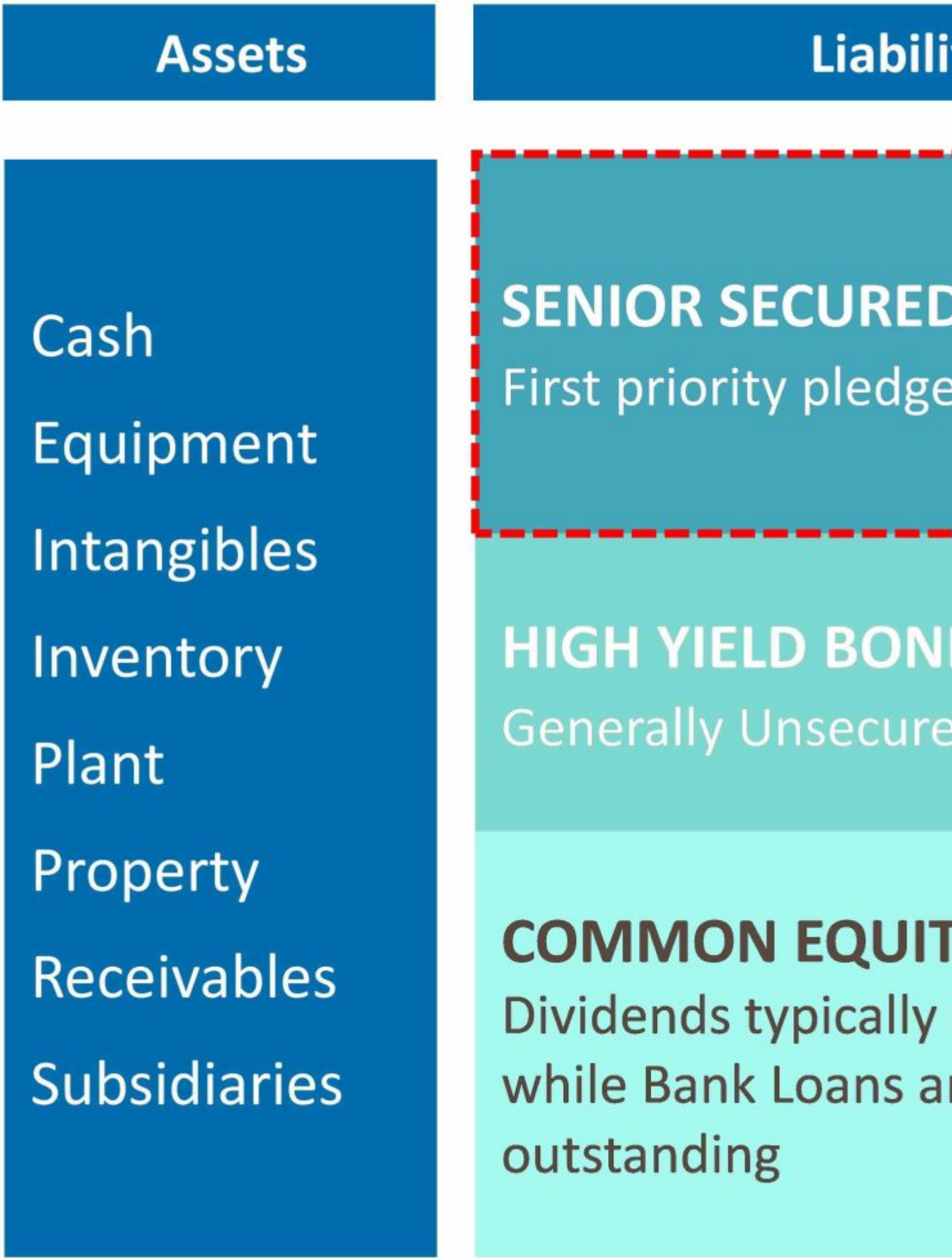
Wat is een leveraged loan?

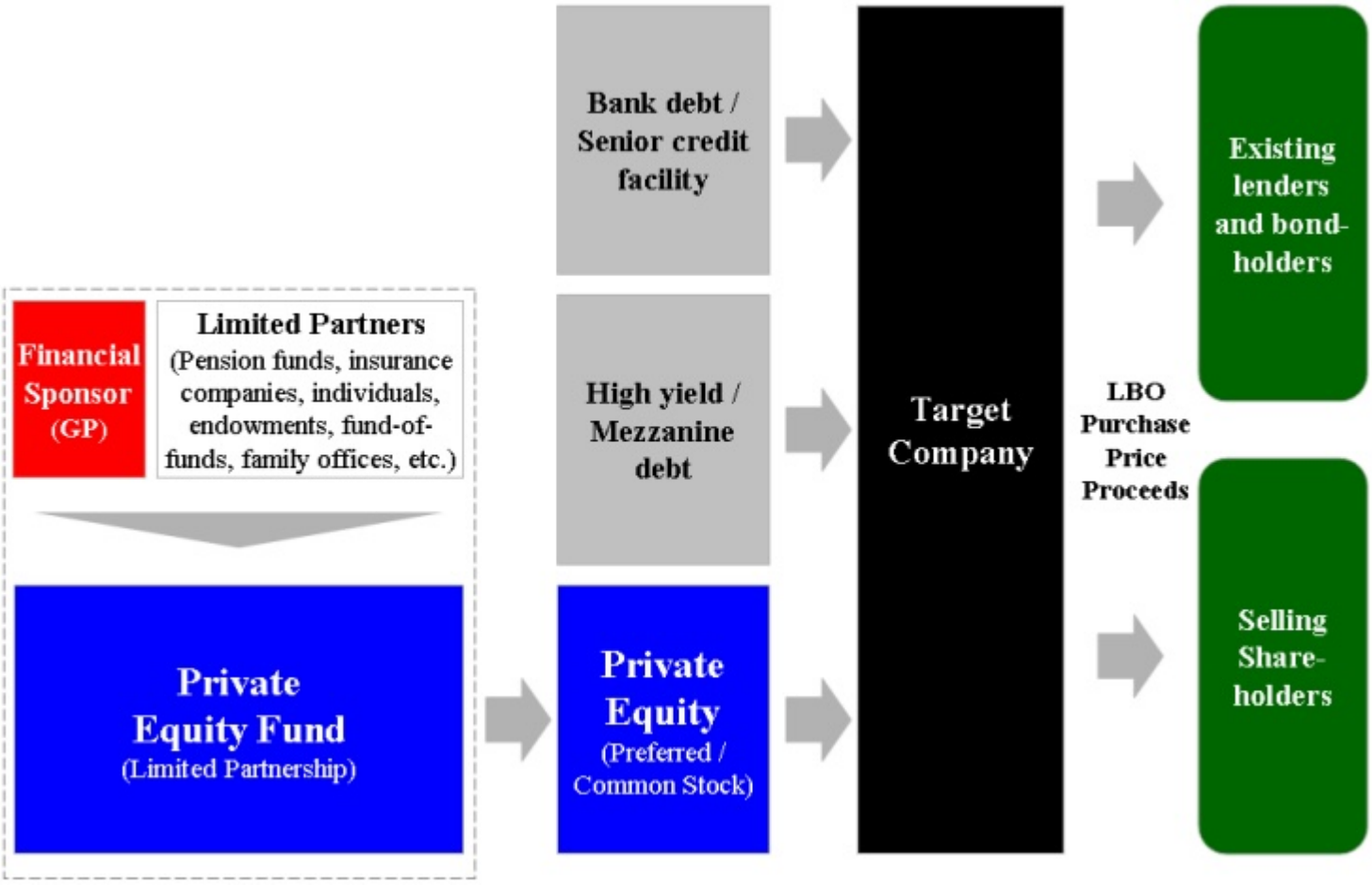
Beschrijving

Leveraged loans vormen voor beleggers de tegenhanger van high yield obligaties. Beide categorieÃ«n behoren niet tot de categorie investment grade en waar de non-investment grade obligaties dan de toevoeging high yield krijgen, kregen bankleningen de toevoeging leveraged. Er zijn echter wezenlijke verschillen die ervoor zorgen dat leveraged loans veiliger zijn dan een vergelijkbare investering in high yield. Aan de hand van een voorbeeld zal duidelijk worden wat de voordelen zijn, inclusief eventuele nadelen.


Assets
Liabili
Cash
Equipment
Intangibles
Inventory
Plant
Property
Receivables
Subsidiaries
SENIOR SECURED
First priority pledge
HIGH YIELD BON
Generally Unsecure
COMMON EQUIT
Dividends typically
while Bank Loans a
outstanding

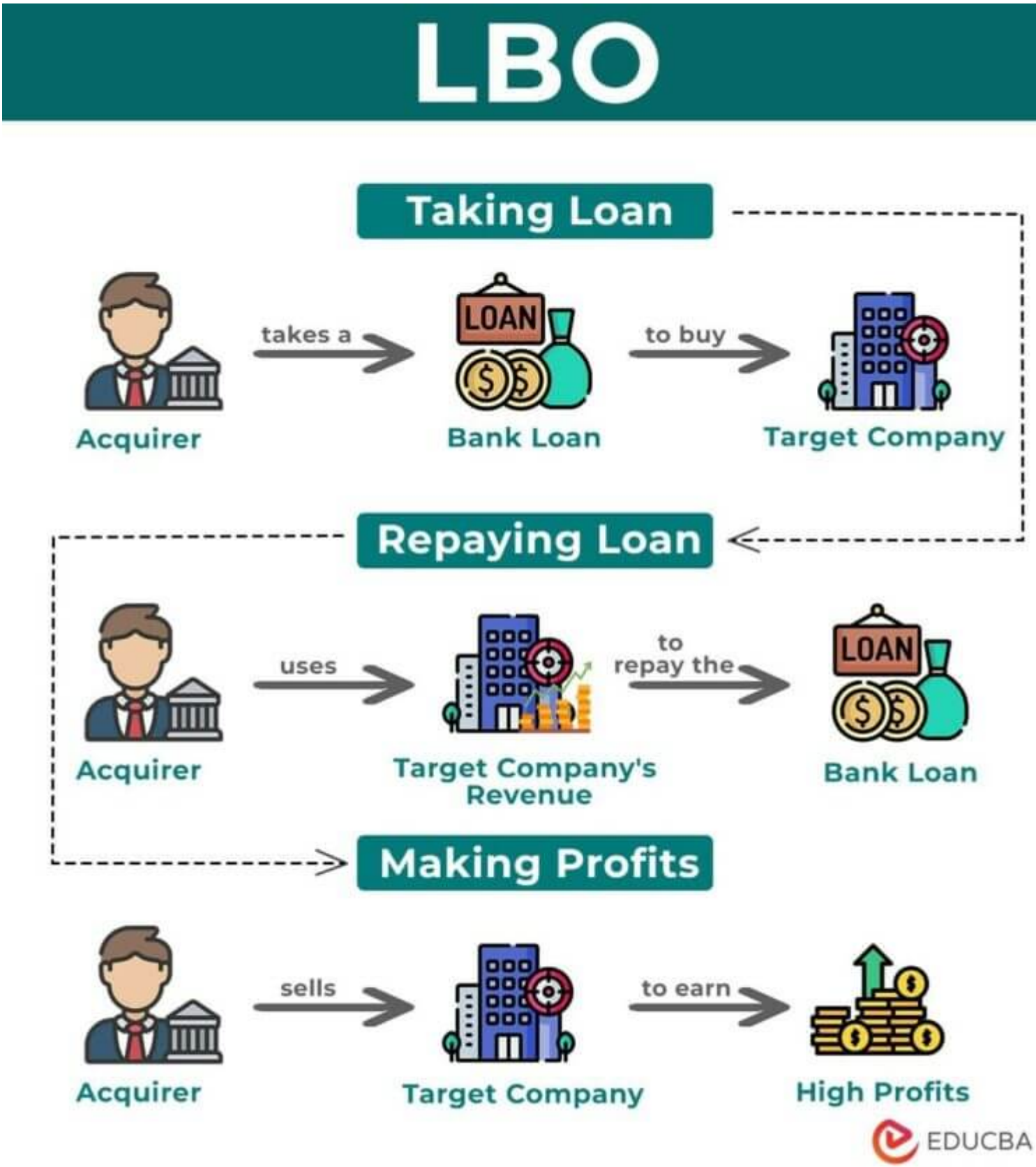
Drie typen leveraged loans

Er zijn ruwweg drie verschillende typen leveraged loans. De meeste leveraged loans zijn bankleningen die volledig gegarandeerd worden door een kredietverstrekker (bank) die daarna de lening in syndicaatsverband kan gaan verdelen over andere financiers (waaronder beleggers) of eventueel verkopen op de markt. Daarnaast zijn er ook leningen die niet volledig onderschreven zijn. Bij deze best-effort leningen staat de kredietverstrekker, al dan niet in syndicaatsverband, garant voor een deel van het gevraagde bedrag. Tot slot zijn er ook nog clubdeals. Dit is meestal voor private equity fondsen bij een buy-out. Dit zijn leningen van grotere omvang dan eigen financiering door de kredietverstrekkers en worden gebruikt voor fusies en overnames.



Buy-outs

Leningen aan private equity worden voor een groot deel gefinancierd met leveraged loans. De belangrijkste categorie binnen private equity zijn de leveraged buy outs. Vaak wordt de bestaande schuld van het bedrijf geherfinancierd. Leveraged loans zijn in tegenstelling tot high yield gesecureerd. Dat betekent dat de lening wordt gedekt door verschillende zekerheden. Die zekerheden worden vastgelegd in een convenant. Gedurende de looptijd ontvangen de financiers meestal op kwartaalbasis niet-publieke informatie van het bedrijf zodat wanneer Ã©Ã©n van de onderdelen van het convenant wordt doorbroken, er actie kan worden ondernomen.


LBO
Taking Loan
takes a
LOAN
to buy
Acquirer
Bank Loan
Target Company
Repaying Loan
uses
to
repay the
LOAN
Acquirer
Target Company's
Revenue
Bank Loan
Making Profits
sells
to earn
Acquirer
Target Company
High Profits
EDUCBA

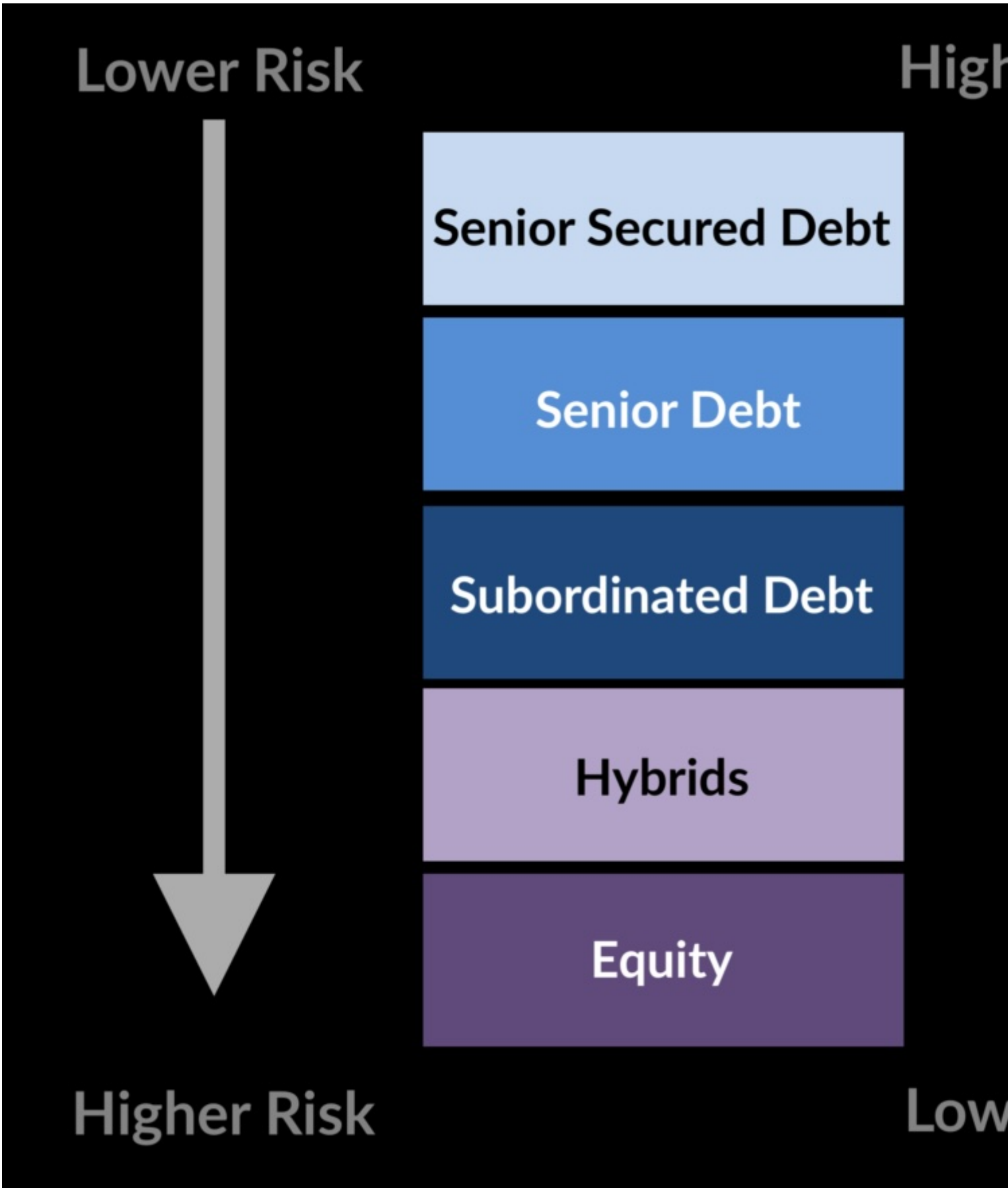
First Lien

Na de Grote FinanciÃ«le Crisis werden leveraged loans vaak herdoopt in Senior Secured loans. In plaats van de nadruk op het risico (leveraged) lag daarmee de nadruk op de zekerheden (senior en secured). Senior betekent dat deze leningen meestal boven in de kapitaalstructuur zijn te vinden, dus nog boven high yield obligaties. Vaak valt dan de term First Lien en Second Lien, wat zich vrij laat vertalen als het eerste en het tweede pandrecht. First lien en second lien zijn beide senior schuldvormen, die dezelfde status hebben in termen van aflossing en rentebetaling, maar een verschillende status hebben met betrekking tot het onderpand. Een retentierecht is een vordering op het onderpand dat is verpand om de financiering te garanderen.

De schuld met eerste pandrecht heeft de eerste vordering op het onderpand, terwijl de schuld met tweede pandrecht een vordering met tweede prioriteit heeft. Revolvers, ook een vorm van senior schuld, kan worden gedekt door hun eigen pool van activa of delen onderpand met first lien schuld. First lien lenders zijn vaak banken, maar kunnen ook institutionele leners zijn. Secundaire kredietverstrekkers zijn daarentegen bijna altijd institutionele kredietverstrekkers. Een intercreditor agreement of ICA schetst meestal de voorwaarden tussen kredietverstrekkers. Unitranche faciliteiten kunnen ook worden opgesplitst in eerste en tweede geldlening tranches.

Een convenant

In een convenant kan van alles worden opgenomen. Meest gebruikelijk is dat er een verband wordt gelegd tussen de totale schuldenlast en het bedrijfsresultaat. Als de schuld boven een vooraf bepaalde veelvoud van het bedrijfsresultaat (ebitda) uitkomt, dan is de lening opeisbaar. Typisch wordt 3,5 tot 4 keer gezien als bovengrens. Dit onderdeel gaat over de terugbetaling van de schulden uit de vrije kasstroom, maar er zijn vaak ook regels over de liquiditeit. Zo zorgt een Debt Sercive Cover Ratio (DSCR) ervoor dat de onderneming haar rente- en aflossingsverplichtingen kan voldoen. De ondergrens ligt vaak tussen de 1,1 en de 1,3 keer. Ook kan er gekeken worden naar de solvabiliteit (verhouding eigen vermogen â?? vreemd vermogen), naar alleen de Interest Cover Ratio, de absolute ebitda, de omzetratio etc.


Lower Risk
High
Senior Secured Debt
Senior Debt
Subordinated Debt
Hybrids
Equity
Higher Risk
Low

Ook kunnen de financiers inspraak eisen als er bepaalde onderdelen worden verkocht, als er dividend wordt uitgekeerd, als er verder nog schuld wordt aangegaan, of zelfs als er sprake is van wijzigingen in de directie etc. Het komt erop neer dat de financier een actieve rol speelt, waardoor deze financier veel beter in staat is om de inleg te beschermen, vergeleken met een (high yield) obligatie die niet gesecureerd is en maar gewoon mag wachten tot het einde van de rit.

Voor- en nadelen

Vooral voor bedrijven die in een transitieproces zitten is een leveraged loans veel beter geschikt dan een obligatie. Een transitieproces verloopt normaal gesproken veel soepeler door middel van een buy-out. In een buy-out zitten veel stappen die aanpassing vergen van de structuur. Er kan sprake zijn van een aandeleninkoop, een eenmalig dividend of overnames en dat kan allemaal met dezelfde leveraged loan worden gefinancierd. Wel moet daarvoor in principe een hogere rente worden betaald. Bovendien is de risicovrije rente afgelopen twee jaar fors gestegen en bij een variabele financiering betekent dit dat de onderneming al snel twee keer zoveel aan rente moet betalen. Ook zorgen al deze extra regels natuurlijk wel voor meer complexiteit dan bij high yield obligaties.

Figure 4. Cumulative default rate 1995–2020

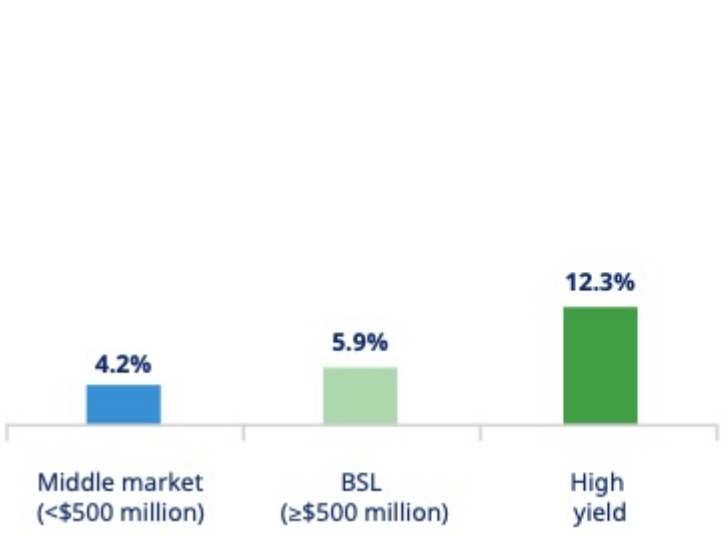
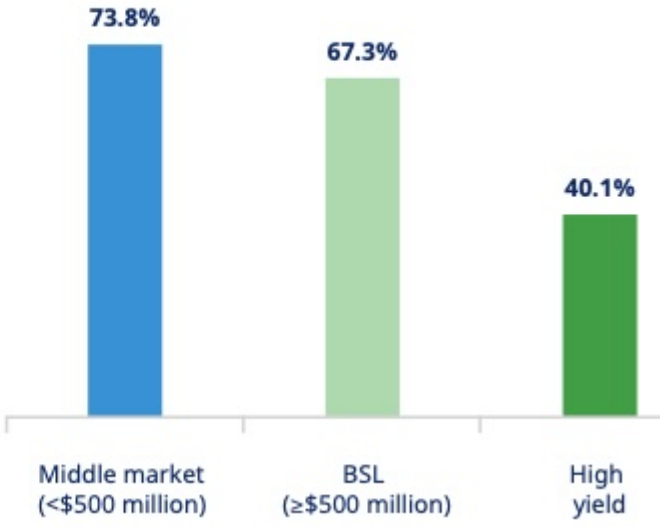


Figure 5. Average annual recovery rate 1995–2021



Private debt

In het verleden werd de financiering van het midden- en kleinbedrijf gedaan door banken die bankleningen verstrekten. Als gevolg van de strengere regelgeving voor banken, wordt een groeiend deel van de financieringen tegenwoordig verstrekt door financiers die geen onderdeel zijn van een bank. Dan wordt er gesproken over private debt. Het grote voordeel voor de gefinancierde bedrijven is dat er veel meer flexibiliteit mogelijk is vergeleken met financiering door banken. Private debt maakt vaak wel gebruik van dezelfde infrastructuur die ontstaan is in de markt voor leveraged loans. Het enige verschil is dat bij de financiering geen bank meer is betrokken. Veel private equity fondsen focussen steeds meer op deze financiering en vertrouwen steeds minder op banken. Verschil is wel dat een private financiering in principe niet meer secundair wordt verhandeld, maar daar staat ook een hogere

vergoeding tegenover, een illiquiditeitspremie.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer