

BELEGGEN MET NAJIB NAKAD

TEKST: RONALD VAN GENDEREN; FOTO: MARK VAN DEN BRINK

Najib Nakad is fondsbeheerder van het Phoenix Fund. *Effect* sprak met hem in het statige hoofdkantoor van vermogensbeheerder en fondsaanbieder Dresdner VPV in het historische centrum van Gouda. Het fonds is na een dramatisch jaar voor beleggers verschrompeld. Reden genoeg om te vragen hoe dat kan en wat de vooruitzichten voor het fonds zijn.

Wat voor fonds is het Phoenix Fund?

“Het fonds is in 2001 opgericht, ten tijde van het uiteenspatten van de internetbubbel. Sinds oktober 2007 heeft het een beursnotering. Bij het begin was het fonds circa 10



Najib Nakad

Geboren:
4 juli 1965

Opleiding:
– informatica, TU Delft
– Chartered Financial Analyst

Werkervaring:
1989 – 1996: Abstract Computing Intern.
1996 – 2000: Logica
2000 – 2003: MeesPierson
2003 – heden: Dresdner VPV

miljoen euro groot en na een tussentijdse top op 75 miljoen euro zijn we nu gedaald tot ongeveer 15 miljoen euro.

Wij beleggen in schuldpapier van bedrijven met financiële problemen, zogenaamd ‘distressed debt’. Dat betekent dat we voornamelijk in illiquide effecten en leningen met een hoog rendement investeren. Dat doen we vooral in Europa.

Naast schuldpapier hebben we ook op beperkte schaal aandelen in portefeuille. Deze worden veelal verkregen uit herstructureringen van schulden. Wij houden deze aandelen vaak aan tot de onderneming weer dividend uitkeert omdat dan meestal het volledige waardepotentieel is bereikt. Vorig jaar waren we in veel gevallen dicht bij een exit, maar de kredietcrisis gooidde roet in het eten. Een verkoop van bestaande aandelenbelangen gaat nu langer duren.”

In 2008 was het rendement bijna 60 procent negatief...

“Tot en met het derde kwartaal ging het goed. Vanaf oktober kwamen we in een moeilijke markt terecht. De liquiditeit droogde volledig op. Verkopen was bijna niet meer mogelijk, terwijl de economie een noodstop maakte. Je zit dan in ondernemingen die actief zijn in sectoren die geconfronteerd worden met sterke omzetzakkingen van soms wel 30 procent. Zonder dat je dan uit de effecten van dit soort bedrijven kan stappen.

Dergelijke ondernemingen waren daarvoor al distressed, aan de financiële kant wel te verstaan. Ze hebben te veel schuld, maar met de operationele activiteiten is niets mis. Door de vraaguitval krijgen zij ineens problemen met de bedrijfsactiviteiten. Wij hebben de afgelopen periode bedrijven failliet zien gaan die tot voor kort volle orderboeken hadden. Dat is onder andere gebeurd met toeleveranciers van de auto-industrie en in de verpakkingenbranche.”

Hoe wordt het fonds beheerd?

“Wij beheren het fonds in samenwerking met Fator Securities. Dat gebeurt op basis van gelijkwaardigheid. Officieel hebben we

één keer in de drie weken een vergadering met het beleggingscomité, maar in de praktijk spreken we elkaar dagelijks. Zij brengen hun expertise in op het gebied van bankleningen. Daarmee bedoel ik niet leningen die banken zelf hebben uitgegeven, maar leningen tussen banken en een derde partij, die weer verkocht worden. Veelal gaat het om leningen aan private equity. Dit soort schuldpapier wordt vaak opgenomen in zogenaamde ‘collateralized loan obligations’ (clo’s), een besmette naam op dit moment. Wij hebben voornamelijk verstand van obligaties. We hebben ervoor gekozen om samen te werken om het universum waaruit we onze beleggingen kiezen te verruimen. De markt voor bankleningen is namelijk groter dan de markt voor bedrijfsobligaties.

Het onderzoek dat wij doen werkt anders dan bij reguliere aandelenresearch. Wij spreken bedrijven soms bij plaatsing van een lening, maar daarna niet meer. Verder baseren wij ons toch voornamelijk op de gepubliceerde cijfers, die af en toe wel gepaard gaan met een conference call. Bij bankleningen worden dergelijke cijfers in veel gevallen op maandbasis gepubliceerd.

Wij hebben daarnaast een netwerk van gespecialiseerde brokers. Als er iets misgaat met een bedrijf, willen gewone beleggers er vaak uit. Wanneer een bedrijf bijvoorbeeld in kredietrating omlaaggaat. Voor ons is het wachten op een trigger of event. En soms daarna op liquiditeit, want aanbod is er niet altijd direct. Wanneer een hedgefonds noodgedwongen moet sluiten, levert dat voor ons een uitstekende kans op.”

Hoe kijk je aan tegen kredietratings?

“Voor beleggers die zelf niet de tijd en middelen hebben om het benodigde onderzoek te doen, kunnen de analyses en publicaties van ratingbureaus nuttig zijn. Maar de ratings zelf zijn volmaakt nutteloos. Zij lopen altijd achter de markt aan. Bedrijven hebben ze echter nodig om geld op te halen uit de markt. Slechts een beperkt aantal bedrijven is in staat om zonder kredietrating leningen te plaatsen. Heineken bijvoorbeeld.

Phoenix Fund

Productgegevens

Koers:	11,29 euro
Belegd vermogen:	15,7 miljoen euro
TER 2008:	2,23%
Omloopfactor 2008:	12%
Oprichtingsdatum:	1 oktober 2007
Benchmark:	CSFB Western Europe High Yield
ISIN-code:	NL0006056491

Grootste belangen (31 december 2008)

IWP International	8,4%
Concordia Bus	7,6%
Finmatica	7,4%
Deutsche Nickel	6,7%
Proventec	6,6%

Opvallend is overigens dat de bedrijven met de hoogste kredietrating de hardste klappen hebben gekregen.”

Wat verwacht je voor de komende periode?

“Onze stijl doet het goed na een recessie. Historisch is het bovendien zo dat de kredietmarkt eerder herstelt dan de aandelenmarkt. De obligatiemarkt lijkt nu iets te stabiliseren. Wij zijn daarom op korte termijn positiever over obligaties dan over aandelen. Het is op dit moment echter nog wel een moeilijke markt. We overwegen altijd of we betere kansen zien in de markt dan wat we op dit moment in portefeuille hebben, maar de huidige posities hebben voldoende potentieel. Bovendien is het niet altijd mogelijk om huidige belangen te verkopen en met de opbrengst iets anders te kopen. Met de kasstromen die onze portefeuille genereert uit aflossingen, couponbetalingen en uitkeringen uit faillissementen kunnen we wel aankopen doen.

Het einde van de crisis is nog niet bereikt. Er komen nog klappen. De financiering is nog niet overal rond en het herstel zet pas echt in wanneer alle bedrijven de herfinanciering kunnen starten. De huidige situatie biedt ongekende mogelijkheden. Zo zijn er

leningen in de markt te koop op zeg 30 procent. Wanneer zo'n bedrijf failliet gaat kan zo'n lening na afwikkeling een waarde hebben van 80 tot 90 procent! Maar de vraag is altijd of zo'n positie beter is dan wat we op dit moment al in portefeuille hebben. Vaak niet, en de kosten om te handelen zijn hoog. We kijken vooral naar nieuwe liquide posities. In de markt zijn leningen te vinden met een rendement van 10 procent. Dat is niet zo hoog, maar ze hebben een relatief laag risico.”

Waar liggen op dit moment de grootste kansen?

“Of het de meest kansrijke sector is weet ik niet, maar financiële waarden zijn in ieder geval interessant om te volgen. Ze ogen wellicht kansrijk, maar de vraag is of ze dat ook inderdaad zijn. De leningen zijn vaak achtergesteld en dan is er niets dat de bodem beschermt. Daar blijven wij liever van af. Het is bij banken daarnaast moeilijk te bepalen wie uiteindelijk het eigendom zal hebben door mogelijk ingrijpen van de overheid. Dat maakt het nog gecompliceerder. Niet-klassieke banken en andere financiële instellingen zijn daarentegen naar onze mening wel kansrijk, bijvoorbeeld GMAC. We zijn dus niet direct positief of negatief, maar het is wel veel moeilijker te analyseren dan andere sectoren.

De autosector, of beter gezegd de toeleveranciers, zijn op dit moment risicovol. Het is onmogelijk om te bepalen wat de komende periode de verkopen zullen zijn omdat onduidelijk is wat de consument in dit economisch klimaat doet.”

Welke obligaties zijn op dit moment aantrekkelijk?

“Dan zou ik op dit moment die van Lehman noemen. Het is echter goed uitkijken welke lening je koopt, want de prospectussen en voorwaarden zijn allemaal verschillend. Uit de gewone leningen gaat meer waarde komen dan de huidige koersen doen vermoeden en deze zijn zeer liquide. De curator heeft aangegeven dat het faillissement in anderhalf tot twee jaar zal worden afgewikkeld. Dat is een relatief korte periode en de waarde kan dus ook al snel gerealiseerd worden. De obligaties die de basis vormen van gestructureerde producten kunnen beter vermeden worden.” ■

GIRO
44

