First Brands en kredietrisicoâ??s

Beschrijving

Het faillissement van First Brands, een auto-onderdelenleverancier met 5,8 miljard dollar aan uitstaande schulden, schokte de kredietmarkten eind september. Binnen enkele dagen stortten de leningen van First Brands in van boven de 80 cent per dollar naar zoâ??n 35 cent. De aanleiding? Vragen over de boekhoudpraktijken van het bedrijf, met name het intensieve gebruik van factoring en supply chain financing, maakten het voor kredietverstrekkers plotseling onmogelijk om een helder beeld te krijgen van de werkelijke financiÃ«le positie. Toen kredietverstrekkers een â??quality of earningsâ?• rapport eisten en ratingbureaus het bedrijf afwaardeerden naar CCC+/Caa1, verdampte het vertrouwen volledig. Op 28 september volgde Chapter 11, vaak het voorportaal voor een faillissement.

Dit incident lijkt op het eerste gezicht koren op de molen van critici die waarschuwen voor ondoorzichtigheid en risicoâ??s in kredietmarkten. Maar een nadere beschouwing leidt juist tot de conclusie dat het First Brands debacle illustreert waarom private debt â?? vaak bekritiseerd als risicovolle schaduwbanksector â?? in werkelijkheid een voorzichtigere en stabielere aanpak hanteert dan traditionele kredietverlening.

Contrast met private debt

Het incident bij First Brands speelde zich af in de wereld van syndicated loans (gesyndiceerde leningen) â?? een model waarin banken leningen verstrekken en deze vervolgens doorverkopen aan andere partijen. Deze structuur schept weinig prikkels voor grondige monitoring na de initiÃ«le verstrekking. Private debt fondsen opereren fundamenteel anders. Door leningen zelf aan te houden tot het einde, dragen ze het volledige kredietrisico. Dit geeft ze zowel de prikkel als de mogelijkheid om grondig due diligence te verrichten, strikte voorwaarden af te dwingen en kredietnemers continu te monitoren.

De cijfers ondersteunen dit verschil in aanpak. Volgens onderzoek van de Federal Reserve hebben directe leningen via private debt een wanbetalingspercentage van slechts 1,6 procent â?? meer dan twee keer zo goed als high yield obligaties (3,3 procent) en meer dan drie keer zo goed als syndicated loans (5 procent). Terwijl wanbetalingspercentages in de bredere leveraged loan markt al geruime tijd boven het langetermijngemiddelde liggen op 4,5 procent, blijft private debt opmerkelijk stabiel presteren.

Strengere voorwaarden, betere resultaten

Deze voorzichtigheid uit zich in de voorwaarden die private debt fondsen hanteren. De zogenoemde convenanten â?? afspraken over wat een lener wel en niet mag doen â?? blijken vaak strikter dan die van banken. Denk aan eisen over financiÃ«le ratioâ??s, beperkingen op extra schulden of regels over het verkopen van bedrijfsonderdelen. Waar First Brands kon opereren met ondoorzichtige financieringsstructuren totdat het te laat was, bouwen private debt fondsen vanaf het begin waarborgen in die helpen verrassingen te voorkomen.

Er bestaat wel bezorgdheid over mogelijke belangenverstrengeling wanneer private equity en private debt fondsen nauw samenwerken. Critici vrezen dat deze relaties kunnen leiden tot soepelere leennormen. Onderzoek toont echter aan dat private debt verstrekkers hun strikte beoordelingspraktijken behouden, ook in deze situaties. Als fiduciair beheerders zijn ze volgens regelgeving verplicht alleen marktconforme voorwaarden aan te bieden.

Veerkracht onder stress

De Grote FinanciÃ«le Crisis van 2007-2009 en meer recent tijdens Corona bieden waardevolle inzichten in de weerbaarheid van private debt. Tijdens beide crises daalden waarderingen en kwamen sommige fondsen in zwaar weer. Toch bleef een systeemcrisis uit. De structurele kenmerken van private debt â?? lange lock-up periodes die liquiditeitsproblemen voorkomen, lage schuldenposities en aanzienlijke reserves â?? gaven fondsen voldoende flexibiliteit om de storm te doorstaan.

Cruciaal is dat toen fondsen wel faalden, deze problemen werden opgelost door marktwerking zonder overheidsingrijpen. Slecht presterende fondsen werden overgenomen door beter beheerde concurrenten, zoals de overname van Allied Capital door Ares Capital. Dit is een duidelijk verschil met de systeemcrisis die ontstond toen ondoorzichtige hypotheekproducten in 2008 massaal in waarde kelderden.

Een veelgehoorde zorg betreft de verwevenheid tussen private debt en het bancaire systeem. Recent onderzoek van de Federal Reserve biedt echter geruststelling. De totale blootstelling van banken aan private credit bedraagt ongeveer 95 miljard dollar â?? bescheiden vergeleken met de omvang van het bancaire systeem. Bovendien kennen leningen aan private debt fondsen hogere rentetarieven, lagere

wanbetalingskansen en betere onderpanddekking dan leningen aan andere niet-bancaire partijen.

Stresstests tonen aan dat zelfs wanneer de grootste private credit fondsen hun volledige kredietlijnen zouden opnemen, grote banken veerkrachtig blijven en goed in staat zijn verliezen op te vangen. Interessant genoeg functioneren de verbindingen tussen banken en private debt ook als mechanisme voor risicoverdeling. Via significant risk transfer transacties kunnen banken kredietrisicoâ??s overdragen aan private credit fondsen, die deze in ruil voor aantrekkelijke rendementen overnemen.

Voldoende transparantie

Private kredietverstrekkers rapporteren substantiÃ«le hoeveelheden informatie aan autoriteiten via meerdere kanalen. Formulier PF voorziet de Amerikaanse beurstoezichthouder van gedetailleerde informatie over activa, strategieÃ«n en prestaties. Business development companies (BDCâ??s) publiceren uitgebreide kwartaalrapportages. CommerciÃ«le dataproviders zoals Pitchbook en Preqin leveren hoogwaardige gegevens die zelfs door de Federal Reserve worden gebruikt voor sectoranalyse.

Deze breedte aan databronnen staat in schril contrast met de situatie bij First Brands, waar het gebrek aan transparantie over factoring en supply chain financing uiteindelijk fataal bleek. Het benadrukt dat private debt, ondanks kritiek op ondoorzichtigheid, juist profiteert van langetermijnrelaties waarbij continue informatievoorziening centraal staat.

Context en perspectief

Het is belangrijk First Brands in de juiste context te plaatsen. De fundamenten van de kredietmarkt blijven over het algemeen gezond. Mediane leverage ratioâ??s wijzen niet op brede kredietexcessen. Grote leveraged buyouts kennen een aanzienlijk hogere equity bijdrage dan voorheen â?? de recente 56 miljard dollar Electronic Arts deal wordt naar verluidt voor bijna twee derde met eigen vermogen gefinancierd, vergeleken met de beruchte TXU buyout van voor de crisis die voor meer dan tachtig procent met schuld werd gefinancierd.

First Brands is geen voorbode van een nieuwe systeemcrisis, maar een voorbeeld van idiosyncratische risicoâ??s die altijd bestaan in kredietmarkten â?? vooral bij bedrijven met ondoorzichtige structuren. Dergelijke individuele wanbetalingen zullen altijd voorkomen, ongeacht de algehele kredietcondities. De vraag is niet of ze plaatsvinden, maar wat de impact is op het totale rendement. Het beschikbare bewijs suggereert dat private debt, met zijn focus op zorgvuldige selectie en strikte monitoring, beter gepositioneerd is om dergelijke verrassingen te voorkomen dan traditionele kredietkanalen.

De groei van private debt naar een markt van meer dan anderhalf biljoen dollar wereldwijd verdient aandacht van toezichthouders. Maar het debat moet gevoerd worden op basis van feiten, niet op basis van angstscenarioâ??s. Het beeld van een roekeloos opererende schaduwbankensector die de volgende crisis veroorzaakt, vindt geen steun in empirisch onderzoek.

Private credit fondsen passen strengere leennormen toe dan traditionele banken, behalen lagere wanbetalingspercentages en blijken veerkrachtig tijdens marktstress. De verwevenheid met het bancaire systeem is bescheiden en goed beheersbaar. Het rapportagesysteem biedt regelgevers een nuttig overzicht van de sector. Het contrast met segmenten van de traditionele kredietmarkt waar ondoorzichtigheid wel degelijk tot problemen leidt, zoals nu bij First Brands, benadrukt de waarde van de private debt aanpak.

Dit betekent niet dat private debt volmaakt is of dat waakzaamheid niet nodig is. Elke vorm van kredietverlening kent risicoâ??s. Maar die waakzaamheid moet gebaseerd zijn op realistische risicoanalyses, niet op veronderstellingen die door de feiten worden weerlegd. Private debt biedt bedrijven flexibele financieringsstructuren, bevordert investeringen en vormt voor veel ondernemingen een waardevolle aanvulling op traditionele financieringsbronnen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief