Is AI het nieuwe Enron?

Beschrijving

Afgelopen week vergeleek het NRC de financiering van kunstmatige intelligentie met Enron. Volgens de krant verstoppen de grote techbedrijven hun schulden via constructies buiten de balans, tot een bedrag van zoâ??n $2.400 miljard. Het beeld is duidelijk: achter de glanzende cijfers van Big Tech tikt een tijdbom. Het is een sterk verhaal, maar geen goede analyse. Wie Enron noemt, suggereert fraude. En daarvan is hier geen sprake.

De financiering van de AI-uitbouw verandert wel van karakter. Tot vorig jaar betaalden de grote cloudbedrijven hun investeringen vrijwel volledig uit eigen kasstroom. Nu lenen ze meer. Daarnaast gebruiken ze aparte vennootschappen, langlopende huurcontracten en financiering via private credit.

Meta is daarvan het schoolvoorbeeld. Voor een groot datacenter in Louisiana haalde het bedrijf zoâ??n $27 miljard op via een aparte vennootschap. Meta heeft daarin maar een minderheidsbelang en huurt het datacenter formeel voor korte periodes, met opties om te verlengen. Tegelijk staat Meta garant voor de restwaarde. Het economische risico ligt dus grotendeels bij Meta, terwijl de schuld ergens anders staat.

Enron was iets heel anders. Het energiebedrijf boekte verwachte winsten uit de toekomst direct als winst van vandaag. Vielen die winsten tegen, dan schoof het de verliezen door naar aparte vennootschappen. Die waren vaak in handen van Enron-bestuurders zelf en werden gesteund met Enron-aandelen. Het risico bleef dus stiekem bij het moederbedrijf. Dat was geen agressieve financiering, maar boekhoudfraude. Eind 2001 ging Enron failliet en de accountant ging mee ten onder.

Waarom AI geen Enron is

Het eerste verschil is transparantie. De huurverplichtingen van de techbedrijven staan gewoon in de toelichting van de jaarrekening. Kredietbeoordelaars en professionele beleggers rekenen ze al lang mee. Dat beleggers een hogere risicopremie vragen op deze leningen, laat juist zien dat de markt het risico ziet en prijst. Verborgen voor de krant betekent niet verborgen voor de obligatiemarkt.

Het tweede verschil zit in het bedrag zelf. Die $2.400 miljard is een optelsom van toekomstige huur- en afnameverplichtingen, vaak voor datacenters die nog niet eens klaar zijn. Dat zijn vaste lasten over vele jaren, geen leningen die morgen opeisbaar zijn.

Het derde verschil is dat er echte bezittingen tegenover de schuld staan. Enron stopte geld in ingewikkelde contracten en projecten die nooit van de grond kwamen. Het geld in de AI-constructies gaat naar chips, gebouwen, transformatoren en stroomaansluitingen. Bovendien worden nieuwe datacenters direct gebruikt zodra ze opengaan. De vraag naar rekenkracht is vrijwel onbegrensd, zeker nu de kosten per berekening dalen. Ook als het enthousiasme afkoelt, houden deze bezittingen een aanzienlijke waarde.

Het vierde verschil is wie het risico draagt. Bij Enron waren de financiers vaak insiders. Nu zijn het grote, onafhankelijke infrastructuurbeleggers. Zij weten precies wat ze kopen: huurcontracten van tien tot twintig jaar met de sterkste bedrijven ter wereld, vergelijkbaar met een tolweg. Leasen is bovendien een normale vorm van financiering. Veel winkelketens bezitten hun panden ook niet. Dat maakt hen nog geen fraudeurs.

Ten slotte zijn de winsten echt. Ook zonder Alphabet en Amazon groeide de winst van de S&P 500 in het tweede kwartaal met bijna 29 procent. De grootste AI-bedrijven draaien op kasstroom, niet op beloftes.

Waar het risico wÃ©l zit

Er is dus wel risico, alleen zit het ergens anders dan het NRC suggereert. Microsoft, Alphabet, Meta en Amazon hebben een netto kaspositie of een lage netto schuld. Zij kunnen deze lasten ruim dragen. De potentieel zwakke schakel is Oracle: hoge schuld, een negatieve vrije kasstroom en een sterke afhankelijkheid van een paar grote klanten. Kleinere cloudbedrijven die alleen rekenkracht verhuren, zijn nog kwetsbaarder. Niet elke deelnemer aan de AI-race wordt winstgevend. Sommige zullen enorm verdienen, maar niemand weet vooraf welke. Juist daarom wordt er zoveel geÃ¯nvesteerd.

Daarnaast verschuift een deel van het risico naar de financiers, zoals private-creditfondsen en verzekeraars. Daar kan een systeemrisico ontstaan als de datacenters minder opleveren dan verwacht.

Er speelt ook een kringloop: techbedrijven investeren in AI-startups, die met dat geld weer cloudcapaciteit huren bij dezelfde techbedrijven. Dat blaast de omzetgroei deels op.

Het echte scenario om te vrezen is dus geen faillissement van Meta. Het is een tegenvallend rendement op al die investeringen. In de vier kwartalen tot en met maart kochten de vier grootste cloudbedrijven voor $434 miljard aan gebouwen en apparatuur, tegenover ongeveer $149 miljard aan afschrijvingen. Dat verschil komt later als kosten terug in de winst.

Een boom is nog geen AI-zeepbel

Wat het NRC beschrijft, is het eerste stadium van een verschuiving: de financiering gaat van kasstroom naar schuld. Krediet is nodig om van een een boom een zeepbel te maken. Dat is geen reden tot paniek, wel een reden om scherp te blijven. Let daarom op de kredietopslagen op obligaties van techbedrijven, het deel van de investeringen dat met schuld wordt betaald, het gebruik van restwaardegaranties en de groei van private credit richting datacenters.

We beleggen bij voorkeur in de grote cloudbedrijven met de sterkste balansen en kasstromen. We maken bewust onderscheid tussen die bedrijven en de zwaarder gefinancierde partijen in de keten. We gebruiken geen hefboom. Aan de obligatiekant kiezen we voor kwaliteit. Bij deze rente bieden goede bedrijfsobligaties een aantrekkelijk totaalrendement, zonder het risico op wanbetaling en herstructurering dat zich onderin de markt ophoopt. En we zijn terughoudend met krediet dat direct aan de financiering van datacenters hangt.

Er is dus nog geen AI-zeepbel en zeker geen nieuw Enron. Enron was een kaartenhuis van boekhoudfraude. De AI-uitbouw is een dure, maar zichtbare investering in echte infrastructuur. De rekening komt niet via verborgen schulden, maar via een hogere prijs van geld. En die rekening landt eerst bij de zwakste balansen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

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