Private debt en AI-disruptie

Beschrijving

De zorgen over private debt in de media blijven. Beleggers die hun geld willen opnemen uit private debt-fondsen worden geconfronteerd met beperkingen op uitbetalingen, en de koersverschillen tussen beursgenoteerde BDCâ??s (Business Development Companies) en hun intrinsieke waarde lopen op. Het is verleidelijk om parallellen te trekken met eerdere financiÃ«le crises, maar dat zou het werkelijke risico verhullen. Het grootste gevaar voor private debt is niet een systeemcrisis in de klassieke zin, maar de ondermijning van bedrijfsmodellen door kunstmatige intelligentie.

Te veel geld, te weinig aanbod

De afgelopen jaren is er veel kapitaal naar private debt gestroomd, omdat banken sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis door toezichthouders werden gedwongen om kredietrisicoâ??s gestandaardiseerd terug te brengen. Private debt stapte in het gat dat door de commerciÃ«le banken werd gecreÃ«erd, omdat die voortaan alleen nog maar krediet wilden verstrekken aan bedrijven die het niet nodig hadden. Mede daardoor ligt de vergoeding op private debt hoger dan bij bankleningen. Ondernemers die flexibiliteit willen en niet aan alle voorwaarden van commerciÃ«le banken wilden voldoen, konden wel bediend worden door private debt. Dat is een gedeeltelijke verklaring voor de snelle groei van private debt. Het zijn leningen die voorheen werden aangeboden door banken, maar het marktaandeel van private debt groeit snel. Die markt viel uiteraard niet onder dat strenge en eveneens dure toezicht van financiÃ«le toezichthouders, wat verklaart waarom deze toezichthouders geen goed woord over hebben voor private debt.

Kunstmatige intelligentie als stille bedreiging

Natuurlijk is er ook bij private debt net als bij gewone bankleningen sprake van een kredietcyclus. In de expansiefase van zoâ??n cyclus verlagen kredietverstrekkers hun acceptatiecriteria, groeit de kredietverlening en stijgen activaprijzen, wat leidt tot meer onderpand en nog meer krediet. Op een gegeven moment bereikt de schuldenlast een niveau waarop kredietnemers hun verplichtingen niet meer kunnen nakomen. Dan slaat de cyclus om: de voorwaarden worden verscherpt, de

kredietverlening krimpt, activaprijzen dalen en de economie vertraagt.

Dit proces van expansie en contractie herhaalt zich met een vrij regelmatige cadans en vormt een van de belangrijkste drijvende krachten achter conjunctuurbewegingen. Maar belangrijker dan de normale cyclische kredietverslechtering is dit keer de structurele bedreiging die kunstmatige intelligentie vormt voor de bedrijven. En in sommige private debt portefeuilles is naar schatting 25 tot 35 procent van die portefeuilles blootgesteld aan sectoren met een hoog AI-disruptierisico. Het gaat dan vooral om twee segmenten. Enerzijds technologiebedrijven met verouderde softwaremodellen, zoals SaaS-bedrijven die nog werken met prijsmodellen per gebruiker en back-officeleveranciers die kwetsbaar zijn voor automatisering. Anderzijds zakelijke dienstverleners, waaronder uitzend- en adviesbureaus en outsourcingbedrijven die geconfronteerd worden met dalende declarabele uren nu AI steeds meer taken overneemt.

Deze bedrijven zijn precies het type middelgrote ondernemingen dat door banken niet langer wordt bediend en dat voor financiering afhankelijk is geworden van private debt-fondsen. Het zijn de verliezers van de zogeheten K-vormige economie, waarin investeringsgroei geconcentreerd is bij grote technologiebedrijven terwijl het middensegment achterblijft. De schulden van deze bedrijven, of ze nu publiek of privaat zijn gefinancierd, worden kwetsbaarder naarmate AI hun verdienmodellen verder uitholt.

Privaat is niet systemisch

Er is een cruciaal verschil met traditionele bankfinanciering. Wanneer banken grote verliezen lijden op hun leningenportefeuilles, kan dat via het interbancaire systeem, depositoâ??s en onderlinge verwevenheid snel uitgroeien tot een systeemcrisis. Een bank heeft nu eenmaal altijd een slechte balans. De recente geschiedenis heeft dat meerdere malen aangetoond. Bij private debt ligt dat fundamenteel anders. De verliezen worden gedragen door de beleggers in de fondsen zelf, niet door het financiÃ«le systeem als geheel. Het ontbreken van dagelijkse marktprijzen betekent bovendien dat verliezen pas zichtbaar worden bij daadwerkelijke wanbetalingen of ratingverlagingen, wat het proces vertraagt maar ook de kans op een plotselinge systeemschok verkleint.

Beter toezicht, betere bewaking

Nog belangrijker is het verschil in toezicht en risicobewaking. Private debt-fondsen hebben, in tegenstelling tot banken met hun enorme en gediversifieerde leningenportefeuilles, doorgaans diepgaand inzicht in de individuele bedrijven die zij financieren. Zij zitten dicht op het management, hebben vaak convenanten die hen vroegtijdig waarschuwen bij verslechtering, en kunnen sneller ingrijpen als een bedrijfsmodel onder druk komt te staan. Juist bij een structurele verschuiving als AI-disruptie is dat vermogen om snel te handelen van onschatbare waarde en daarmee vooral een risico voor bankleningen dan voor private debt.

Bij banken zijn leningenportefeuilles vaak zo groot en divers dat individuele bedrijfsrisicoâ??s pas laat worden herkend. De gestandaardiseerde kredietbeoordeling die banken hanteren, is bovendien minder geschikt om het subtiele maar ingrijpende effect van technologische disruptie op een specifiek bedrijfsmodel te onderkennen. Een uitzendbureau dat geleidelijk omzet verliest doordat AI-gestuurde platforms het wervingsproces overnemen, valt pas op in de bancaire risicomodellen als het al te laat is.

De kracht van private debt

Voor beleggers betekent dit dat selectie bij private debt allesbepalend blijft. Fondsen met conservatieve kredietstandaarden, lage PIK-penetratie, sterke convenanten en een gediversifieerde portefeuille kunnen een storm beter doorstaan. Elke kredietverlener moet de komende jaren scherp letten op de AI-bestendigheid van de onderliggende bedrijfsmodellen. In die bewaking ligt uiteindelijk ook de kracht van deze beleggingscategorie. Wie dicht op de bedrijven zit, kan sneller schakelen dan een bank dat ooit zal kunnen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via

www.aureus.eu/nieuwsbrief