Private debt

Beschrijving

In het Nederlandse recht gaat het wezen voor de schijn. De rechter kijkt door het etiket en de papieren constructie heen naar wat er werkelijk aan de hand is. Frederik van Eeden ging in zijn leerdicht *Het Lied van Schijn en Wezen* nog een stap verder door de werkelijkheid tegenover de illusie te plaatsen. Diezelfde spanning tussen schijn en wezen speelt ook rond private debt. Het zou een tikkende tijdbom zijn, een ongereguleerde schaduwmarkt waar risicoâ??s zich ongemerkt opstapelen. Slecht nieuws verkoopt nu eenmaal beter dan goed nieuws, en in een tijdperk waarin nuance het vaak aflegt tegen sensatie, leent private debt zich uitstekend voor alarmerend klinkende verhalen. De lagere transparantie en het beperktere toezicht ten opzichte van publieke markten bieden vruchtbare grond voor speculatie en tendentieuze berichtgeving. Maar wie net als de rechter door de schijn heen kijkt en de feiten erbij pakt, komt tot een genuanceerder beeld.

Een markt geboren uit regulering

Het is ironisch dat private debt nu onder vuur ligt van dezelfde krachten die de markt hebben gecreÃ«erd. Na de financiÃ«le crisis van 2008 werden banken geconfronteerd met aanzienlijk strengere en duurdere toezichteisen. Hogere kapitaalbuffers, striktere risicoweging en aangescherpte regelgeving maakten het voor banken minder aantrekkelijk, en in sommige gevallen onmogelijk, om bepaalde vormen van kredietverlening voort te zetten. Private debt vulde dat gat. Ondernemingen die voorheen bij hun huisbank terecht konden voor financiering, vonden een alternatief bij gespecialiseerde kredietverstrekkers buiten het traditionele bankensysteem. De markt is dus niet ontstaan ondanks regulering, maar juist dankzij regulering.

Opvallend is dat toezichthouders nu regelmatig waarschuwen voor de risicoâ??s van private debt. Die waarschuwingen verdienen serieuze aandacht, maar het is de moeite waard om even stil te staan bij de positie van de waarschuwer. Dezelfde toezichthouders die de alarmklok luiden, hebben er wel een belang bij dat financiÃ«le activiteiten terugkeren naar het gereguleerde domein, het domein waar zij mandaat, invloed en inkomsten uit toezichtsheffingen hebben. Dat maakt hun waarschuwingen niet per

definitie onjuist, maar het plaatst ze wel in een ander perspectief. Wie waarschuwt, doet er goed aan ook te vermelden waarom de markt Ã¼berhaupt is ontstaan.

Hoe staan de fundamenten ervoor?

Wie door de ruis heen kijkt naar de onderliggende data, ziet een markt die er beter voorstaat dan de koppen suggereren. Defaults en achterstallige leningen bevinden zich zowel in publiek als privaat krediet op relatief lage niveaus. Managers die recentelijk hun boeken hebben opengelegd, tonen dubbelcijferige groei in omzet en EBITDA bij hun leningenportefeuilles, stijgende rentedekkingsratioâ??s en verbeterende marges. Dat is geen beeld van een markt in nood.

Een deel van de huidige onrust is bovendien technisch van aard. Particuliere beleggers die de afgelopen jaren zijn ingestapt in private debt, aangetrokken door de belofte van een illiquiditeitspremie ten opzichte van publieke obligaties, trekken zich nu terug op basis van negatieve berichtgeving. Die uitstroom creÃ«ert een tijdelijke technische zwakte, maar zegt weinig over de fundamentele gezondheid van de onderliggende leningen. Integendeel: de hogere spreads die daardoor kunnen ontstaan, maken private debt voor de langetermijnbelegger juist aantrekkelijker.

Software en kunstmatige intelligentie

Een specifieke zorg betreft de blootstelling van private debt aan software- en technologiebedrijven die mogelijk kwetsbaar zijn voor disruptie door kunstmatige intelligentie. Sommige portefeuilles hebben inderdaad een aanzienlijke concentratie in deze sector, tot wel 25 Ã 30 procent. Toch is hier context essentieel. Private debt-leningen aan softwarebedrijven staan doorgaans bovenaan de kapitaalstructuur. Zelfs wanneer de waardering van een softwarebedrijf fors daalt, biedt die positie als senior schuldeiser een aanzienlijke buffer. Een bedrijf dat oorspronkelijk op 24 keer de EBITDA werd gewaardeerd en nu op de helft staat, heeft nog altijd ruimschoots voldoende waarde om een lening van zes keer de EBITDA te dekken.

Dat neemt niet weg dat niet alle software gelijk is. Bedrijven met controle over unieke data, langdurige klantrelaties of een onmisbare positie in bedrijfsprocessen zullen beter bestand zijn tegen AI-disruptie dan generieke aanbieders. De kwaliteit van de oorspronkelijke selectie wordt daarmee de bepalende factor. Het gevolg is een grotere spreiding in resultaten tussen de beste en de slechtste fondsen, niet een sectorbreed probleem.

Systeemrisico: een reÃ«el gevaar?

De vergelijking met de financiÃ«le crisis van 2008 die in sommige media wordt gesuggereerd, gaat mank op vrijwel elk punt. Systeemrisico vereist concentratie, onderlinge verwevenheid, hoge hefboomwerking en een mismatch tussen activa en passiva. De private debt-markt, inmiddels goed voor 1,5 tot 2 biljoen dollar, is verspreid over duizenden partijen met beperkte onderlinge verbindingen.

De hefboom in private debt-fondsen bedraagt ongeveer Ã©Ã©n op Ã©Ã©n. Dat is bescheiden naar iedere maatstaf. En de structuur van gesloten fondsen en BDCâ??s voorkomt dat beleggers massaal en snel hun geld kunnen opvragen, waardoor de gevreesde bank run uitblijft.

Wel waakzaam blijven

Dat alles betekent niet dat private debt vrij is van risicoâ??s. De markt is de afgelopen zeventien jaar enorm gegroeid en volwassen geworden, maar een echte kredietcyclus heeft zich in die periode niet voorgedaan. Veel nieuwe spelers in de markt zijn nog niet door zoâ??n crisis getest. Bovendien hebben underwritingstandaarden de neiging om te verwateren in langdurig gunstige perioden. Wanneer de volgende neergang komt, en die komt, zal er spreiding ontstaan tussen degenen die hun huiswerk hebben gedaan en degenen die dat niet hebben gedaan. Maar dat risico geldt evenzeer voor banken en publieke kredietmarkten.

Private debt is geen tikkende tijdbom en geen spookmarkt. Het is een volwassen geworden onderdeel van het financiÃ«le landschap dat, mits zorgvuldig geselecteerd, een waardevolle rol vervult in een gediversifieerde portefeuille. De mediahetze en de selectieve waarschuwingen van toezichthouders verdienen een kritischer ontvangst dan ze doorgaans krijgen. Nuance is geen goed verkoopbaar product, maar voor beleggers is het wel het meest waardevolle.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via

www.aureus.eu/nieuwsbrief