

Investment Letter

Private debt ook onder de Wtp een aantrekkelijke beleggingscategorie

Private debt is uitgegroeid tot een volwassen beleggingscategorie met een breed palet aan strategieën. Sinds de kredietcrisis heeft de terugtrekkende rol van banken geleid tot een sterke groei van alternatieve kredietverlening door institutionele beleggers. Tegelijkertijd staat de categorie opnieuw in de schijnwerpers door recente faillissementen en oplopende zorgen over liquiditeit en kredietkwaliteit. Dat roept de vraag op hoe robuust private debt daadwerkelijk is. In deze Investment Letter plaatsen wij deze ontwikkelingen in perspectief. We laten zien dat de recente spanningen zich concentreren in specifieke segmenten en geen indicatie vormen van een bredere systeemcrisis. Tegelijkertijd onderstrepen deze ontwikkelingen het belang van selectiviteit en governance. In dat licht blijft private debt ook onder de Wtp een aantrekkelijke en relevante beleggingscategorie.

Samenvatting

- Recente marktspanningen in private debt zijn reëel, maar concentreren zich in specifieke segmenten en vormen geen indicatie van een brede systeemcrisis.
- Private debt is een heterogene beleggingscategorie met grote verschillen in risico, structuur en onderliggende zekerheden.
- De aantrekkelijkheid van private debt wordt voor een belangrijk deel gedreven door de kredietrisico-opslag en een extra illiquiditeits- en complexiteitspremies en, afhankelijk van het segment, door onderpand en structurering.
- Onder de Wtp biedt private debt kansen voor rendement, diversificatie, impact en bij defensieve, kredietwaardige strategieën het beheersen van renterisico.
- Het succes van private debt wordt bepaald door implementatie: scherpe selectie, diversificatie, realistische liquiditeitsplanning en sterke governance.

AUTEURS



Alex van den Berg,
Senior Investment
Strategist



Marijn Jansen,
Investment Solutions
Specialist



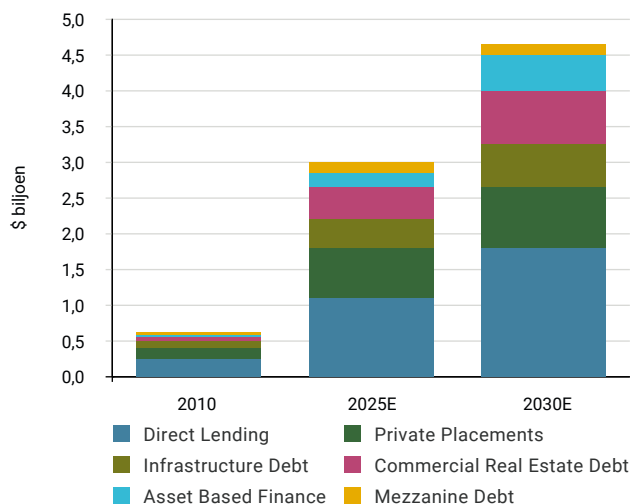
Private debt onder het vergrootglas

Private debt, ook wel private credit genoemd, is de private en illiquide tegenhanger van publiek verhandelbare kredietobligaties. Het betreft leningen die niet op openbare markten worden verhandeld, maar veelal buiten het traditionele banksysteem direct tussen kredietnemers en financiers tot stand komen. Sinds september 2025 staat de categorie vaker negatief in de schijnwerpers. Aanleiding vormden onder meer de faillissementen van de Amerikaanse bedrijven First Brands en Tricolor Holdings vanwege fraude, gevolgd door toenemende uittredingsverzoeken bij semi-liquide private-debtfondsen. Laatstgenoemde ontwikkelingen hangen vooral samen met zorgen over de financiële positie van bedrijven, onder meer door gestegen rentelasten en grote blootstelling naar sectoren die gevoelig zijn voor AI-disruptie. Daardoor ontstaat soms het beeld van een naderende systeemcrisis, vergelijkbaar met 2008. Dat beeld is echter niet terecht. Niet alleen is de *leverage* in het financiële systeem momenteel aanzienlijk lager dan ten tijde van de kredietcrisis van 2008, ook concentreren de huidige spanningen zich in een beperkt deel van het private-debtuniversum.

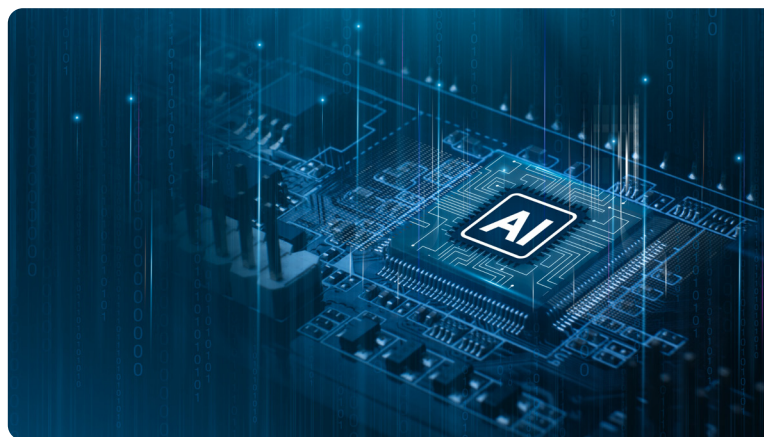
Sterke groei legt kwetsbaarheden bloot

Hoewel geen sprake is van een systeemcrisis, mogen de recente zorgen niet worden gebagatelliseerd. Faillissementen horen bij kredietverlening en vormen de basis voor de extra rendementspremie die beleggers ontvangen. Door de sterke groei van private debt zijn in delen van de markt echter concessies gedaan aan *underwriting* en leenvoorwaarden.

Figuur 1: Private debt is sterk gegroeid



Bron: PGIM, Achmea IM



Risico's ontstaan potentieel bij middelgrote bedrijven die gevoelig zijn voor AI-disruptie, en met eerdere leningen die tegen lagere rentes zijn afgesloten.

Deze kwetsbaarheden komen in de huidige marktomgeving nadrukkelijker aan het licht. De recente gevallen, zoals First Brands en Tricolor Holdings, betreffen grotendeels geïsoleerde fraudegevallen en wijzen niet direct op structurele problemen in de bredere markt, maar roepen wel vragen op over de governance binnen de private-debtmarkt.

Daarnaast concentreren de huidige spanningen zich met name bij risicovollere leningen aan middelgrote bedrijven, vaak in sectoren die gevoelig zijn voor AI-disruptie en afgesloten in een periode van lage rentes. Juist bij herfinanciering ontstaan daar knelpunten. Deze leningen vormen slechts een beperkt deel van het private-debt-universum. Hetzelfde geldt voor de uittredingsverzoeken. Die beperken zich voornamelijk tot Amerikaanse evergreenfondsen met een retailkarakter. Deze fondsen bieden liquiditeit, maar begrenzen die bewust om zittende beleggers te beschermen. Ondanks de sterke groei van de evergreenfondsen heeft circa 80% van het private-debtvermogen nog altijd een institutioneel en gesloten karakter. De blootstelling aan uittredingsverzoeken is binnen het totale private-debt-universum dus slechts beperkt van toepassing.

Private debt is een heterogene beleggings-categorie

De afbakening van het private-debtuniversum verschilt in de praktijk. De aandacht voor private debt richt zich vaak op risicovollere leningen aan middelgrote ondernemingen, zoals direct lending. Het private-debtuniversum is echter aanzienlijk breder en omvat ook financiering van commercieel vastgoed (commercial real estate debt), infrastructuur (infrastructure debt) en andere typen activa (asset-based finance). Binnen asset-based finance (ABF), ook wel specialty finance genoemd, dienen specifieke activa, zoals consumentenleningen, royalties of vliegtuigen, primair als onderpand. Bij deze leningen ligt de nadruk op de kasstromen uit deze activa en fungeert het onderpand als aanvullende bescherming.

Private debt wordt over het algemeen gekenmerkt door een hoge mate van illiquiditeit. Leningen worden meestal aangehouden tot het einde van de looptijd en worden tussentijds niet actief verhandeld. Daarnaast hebben veel leningen een variabele rente (*floating rate*), waardoor het renterisico (duratie) heel laag is en beleggers profiteren van stijgende risicovrije rentes. Omdat leningen bilateraal worden afgesloten, zijn voorwaarden en convenanten vaak maatwerk en stricter. Dit leidt gemiddeld genomen tot hogere *recovery rates* dan bij publieke obligaties. Tegelijkertijd varieert het wanbetalingsrisico sterk tussen segmenten: van relatief laag bij senior secured leningen en investment grade onderhandse leningen, tot aanzienlijk hoger bij mezzanine en distressed debt. Deze verschillen in structuur, zekerheden, looptijd en risicoprofiel maken private debt tot een uitgesproken heterogene beleggingscategorie.

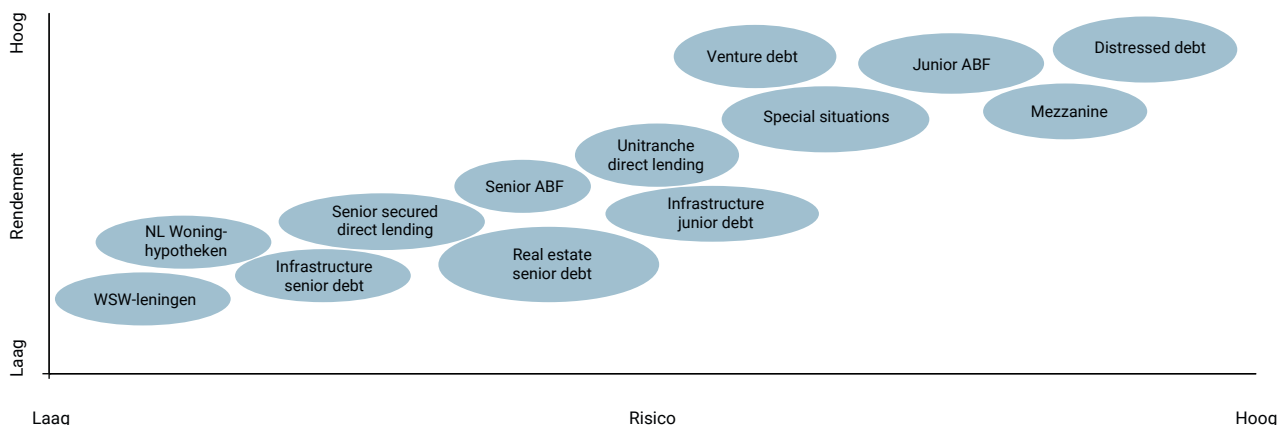


WSW-leningen en woninghypotheken kunnen een duidelijke rol spelen binnen renteportefeuilles.

Private debt als rendementsgenerator

Private debt biedt ten opzichte van liquide kredietobligaties een extra premie bovenop de vergoeding voor het kredietrisico. Die premie compenseert beleggers voor de hogere illiquiditeit en complexiteit. De rol in de portefeuille hangt sterk af van het risicoprofiel, dat uiteenloopt van zeer defensief tot zeer risicovol. Meer risicovolle leningen kunnen worden ingezet als rendementsgenerator in zowel de FPR als de SPR. Hierbij biedt private debt diversificatie ten opzichte van aandelen, zonder dat de rendementsverwachting hoeft te dalen, zoals dat bij highyieldobligaties en emerging markets debt eerder het geval zal zijn. Wanneer de leenrestrictie wordt opgeheven, kunnen ook defensievere leningen worden ingezet om illiquiditeits- en complexiteitspremies te verzilveren, met behoud van diversificatie en het gewenste rendementspotentieel. Net als bij private equity is de kwaliteit van leningselectie door de vermogensbeheerder daarbij een belangrijke bron van alpha.

Figuur 2: Gestileerde weergave private-debtuniversum



Bron: PGIM, Achmea IM

Private debt als diversifier

Private debt kan diversificatie bieden ten opzichte van traditionele obligatie- en aandelenportefeuilles, maar de bron van die diversificatie verschilt per segment. Het floating-rate karakter van veel leningen leidt tot een lage gevoeligheid voor rentebewegingen. Hierdoor is de correlatie met staatsobligaties doorgaans lager dan bij investment-grade credits en highyieldobligaties. Bij floating-rate leningen werken veranderingen in de risicovrije rente, bijvoorbeeld als gevolg van oplopende inflatieverwachtingen, relatief snel door in de vergoeding die beleggers ontvangen. Bovendien kan met private debt blootstelling verkregen worden aan andere blootstellingen dan bij traditionele bedrijfsobligaties, zoals bijvoorbeeld consumentenrisico. Daarnaast wijkt de waarderingmethodiek af van publieke obligaties. Omdat er geen continue marktprijzen beschikbaar zijn, vindt waardering plaats op basis van periodieke veelal modelmatige taxaties. Dit leidt tot een gelijkmatiger rendementsverloop en lagere gemeten volatiliteit, maar dit effect is grotendeels boekhoudkundig van aard.

Defensieve private debt ondersteunt matching en stabiliteit

Relatief defensieve private-debtcategorieën zoals WSW-leningen en woninghypotheken kunnen een duidelijke rol spelen binnen renteportefeuilles. Door hun lange looptijd, voorspelbare kasstromen en overwegend vaste rente dragen zij bij aan het afbouwen van beleggingsrisico richting de pensioendatum. Deze leningen bieden daarnaast mogelijkheden voor duratiematching, zowel in de opbouw- als in de uitkeringsfase. Tegelijkertijd leveren zij doorgaans een hogere risicopremie dan staatsobligaties, waardoor het verwachte rendement van de renteportefeuille kan worden verhoogd zonder het risicoprofiel wezenlijk te veranderen.



Het floating-rate karakter van veel leningen leidt tot een laag renterisico.

"In 2026, the opportunity set remains attractive – but selectivity, transparency and discipline are paramount. As the saying goes, anyone can polish the bonnet. What ultimately matters is what sits under the hood – and whether it's built to last."

MA Financial Group (2026)

Private debt als impactbelegging

Private debt biedt goede mogelijkheden om impact te realiseren, vooral wanneer kapitaal direct wordt verstrekt aan projecten of ondernemingen waar financiering schaars is. Het private karakter maakt het mogelijk om financieringsstructuren op maat te ontwerpen en expliciete impactvoorwaarden vast te leggen. Via convenanten en actieve monitoring kan gedurende de looptijd worden gestuurd op vooraf gedefinieerde doelstellingen. Daarmee onderscheidt private debt zich van publieke markten. Vooral bij directe leningen, aparte mandaten en goed ingerichte fondsstructuren kunnen beleggers meer invloed uitoefenen op de bestemming van kapitaal en de voorwaarden waaronder dit wordt ingezet. Juist deze combinatie van gerichte allocatie en actieve sturing vergroot de additionaliteit van impactinvesteringen.

Succes onder de Wtp vergt strakke randvoorwaarden

Private debt kent ook specifieke aandachtspunten, met name op het gebied van liquiditeit en waardering. Posities zijn doorgaans niet snel af te bouwen. Dat verklaart de illiquiditeitspremie, maar vereist ook voldoende liquiditeitsbuffers, zorgvuldige kasstroombegroting en stuurbaarheid van de portefeuille, juist in stressscenario's. Waardering is daarbij cruciaal. Omdat private debt niet beursgenoteerd is, zijn waarderingen afhankelijk van modellen en aannames. Onder de Wtp, waar rendementen directer aan deelnemers worden toegekend, kunnen timing en methodiek van waarden invloed hebben op de verdeling van rendementen tussen leeftijdscohorten. Consistente, transparante en onafhankelijke waarderingsprocessen zijn daarom essentieel.



Het private karakter maakt het mogelijk om financieringsstructuren op maat te ontwerpen met expliciete impactvoorwaarden.

Daarnaast stelt private debt hogere eisen aan governance dan publieke obligaties. Selectie, monitoring en risicobeheer vergen specialistische expertise en brengen hogere kosten met zich mee. Een belegging in private debt vraagt daarom om een heldere onderbouwing van de bijdrage aan rendement, risico en diversificatie én een expliciete afweging van de kosten en uitvoerbaarheid binnen de portefeuille.

Conclusie: implementatie bepaalt het succes

De recente ontwikkelingen zijn geen reden om private debt te mijden. Integendeel, deze categorie heeft zich de afgelopen decennia ontwikkeld tot een volwassen bouwsteen voor institutionele portefeuilles en biedt nog altijd een aantrekkelijk rendementspotentieel. Tegelijkertijd maken de huidige spanningen duidelijk dat de uitkomsten sterk verschillen tussen strategieën en managers. Niet de beleggingscategorie als geheel, maar de kwaliteit van selectie, structurering en risicobeheer bepaalt het resultaat.

Ook onder de Wtp biedt private debt daarom duidelijke kansen voor rendement, diversificatie, de beheersing van renterisico en impact. Het benutten van die kansen vraagt echter om strikte selectie, goede spreiding en een realistische benadering van illiquiditeit. Zo blijft private debt een waardevolle bouwsteen binnen portefeuilles, mits beleggers selectief en gedisciplineerd opereren.



Voor meer informatie

Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Achmea IM op youtube

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.

Achmea IM op LinkedIn

Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem voor meer informatie contact op met uw Accountmanager bij Achmea IM.

Of met Jeroen van der Zee, Business Development Director, Jeroen.van.der.Zee@achmea.nl, +31 6 280 240 70.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op www.achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.