

Investment update

Achmea Investment Management

De private debt markt onder de loep

De private debt markt heeft de afgelopen jaren sterk aan belang gewonnen bij institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen. De redenen hiervoor zijn het aantrekkelijke rendement, diversificatie- en impactmogelijkheden.

Recente ontwikkelingen, zoals de problemen rond het Amerikaanse bedrijf First Brands, hebben echter de mogelijke kwetsbaarheden in de private debt markt onder de aandacht gebracht. Deze incidenten roepen vragen op of er in de private debt markt een structureel probleem is en de mate waarin risico's zich kunnen verspreiden naar andere delen van de financiële markt.

Samenvatting

- Er is momenteel geen aanleiding om te veronderstellen dat de recente onrust in de private debt markt de brede financiële stabiliteit in gevaar brengt. De recente probleemgevallen lijken bedrijfsspecifiek, waarbij er aanwijzingen zijn voor het plegen van fraude.
- De directe financieringsstructuur van private debt fondsen, gecombineerd met doorgaans een lagere leverage, maakt private debt bovendien minder gevoelig voor systeemrisico's.
- Achmea IM hanteert een robuust en zorgvuldig selectieproces bij de keuze van externe private-debtfondsen, waardoor risico's vooraf zoveel mogelijk worden beperkt.
- Door intensieve en frequente monitoring van deze externe fondsen is Achmea IM tijdig op de hoogte van eventuele negatieve ontwikkelingen en betrokken bij belangrijke beslissingen binnen de fondsen.
- Bij de beoordeling van leningen voor de door Achmea IM beheerde private debt mandaten hanteren wij strikt risicomanagement, waarbij het risicoprofiel van elke lening jaarlijks wordt beoordeeld met behulp van ons eigen ratingmodel.
- Private debt blijft een aantrekkelijke bouwsteen voor een beleggingsportefeuille. De combinatie van een sterke risico-rendementsverhouding en een hoog impactpotentieel maakt deze categorie interessant, ook in het licht van de recente onrust.

AUTEURS



Ruben Kwast
Investment Strategist



Sander Kleine
Senior Portfolio Manager
Private Markets, Manager
Selectie & Monitoring



Mark Leeijen
Senior Fiduciair Adviseur



Deanne Arends
Impactportfoliomanager
Private Debt

Private Debt biedt interessante risico-/rendementsperspectieven en een aantrekkelijk impactpotentieel.



Ontwikkelingen in de private debt markt verdienen extra aandacht

De sterke groei van private debt maakt een verdiepende blik op deze markt noodzakelijk. De private debt markt is opgedeeld in verschillende segmenten, variërend van woninghypotheken tot infrastructure debt, real estate debt en direct lending. Direct lending betreft private leningen aan bedrijven binnen zowel het kredietwaardige (investment grade) als het minder kredietwaardige (high yield) spectrum. Dit segment biedt aantrekkelijke spreads en diversificatievoordelen. Daarnaast is de beleggingscategorie de laatste jaren in opkomst bij institutionele beleggers vanwege de impactmogelijkheden. Door het onderhandse karakter heeft de belegger meer invloed op de specifieke afspraken rondom de leningvoorwaarden. Tegelijkertijd brengt private debt ook bepaalde risico's met zich mee, vooral door de lagere liquiditeit en beperkte transparantie ten opzichte van publieke markten.

Banken trekken zich terug

De oorzaak van de sterke groei ligt onder andere in de nasleep van de financiële crisis. Sindsdien gelden strengere regels voor banken, waardoor zij terughoudender zijn geworden met het verstrekken van financiering. Vermogensbeheerders en andere partijen die privaat kapitaal verschaffen hebben deze ruimte benut door leningen aan te bieden buiten het bancaire circuit, waarvoor de bankregels niet gelden. Deze leningen hebben door het onderhandse en illiquide karakter een hogere risico-opslag, waardoor ze voor institutionele beleggers interessant zijn. Daarnaast hebben beleggers

dankzij het onderhandse karakter van de leningen meer invloed op specifieke afspraken, waardoor zij met private debt impact kunnen maken op gebieden zoals klimaat, gezondheid en inclusiviteit.

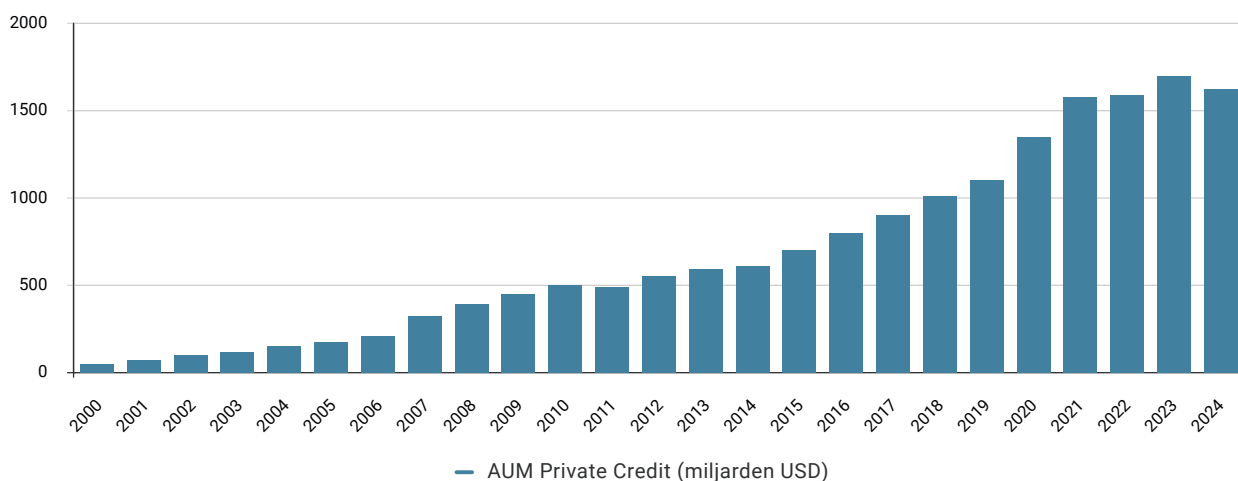
Problemen bij First Brands en Tricolor

Tegelijkertijd nemen de zorgen rondom private debt toe. Recent ontstonden er problemen bij het Amerikaanse auto-onderdelenconcern First Brands, dat uitstel van betaling heeft aangevraagd. Onderzoek wees uit dat meerdere onderliggende risico's zich hadden opgebouwd en dat er indicaties zijn van fraude. Deze indicaties werden niet tijdig gesignaleerd, omdat een groot deel van de financiering via private debt liep. Kort daarna kon ook Tricolor, een Amerikaanse kredietverstrekker in de autosector, niet langer aan zijn betalingsverplichtingen voldoen. Ook dit bedrijf was grotendeels gefinancierd met private debt. Bij beide bedrijven zijn bovendien aanwijzingen gevonden dat hetzelfde onderpand meermaals was verpand. In publieke kredietmarkten zou dit eerder aan het licht komen, maar in private structuren is dit lastiger te detecteren.

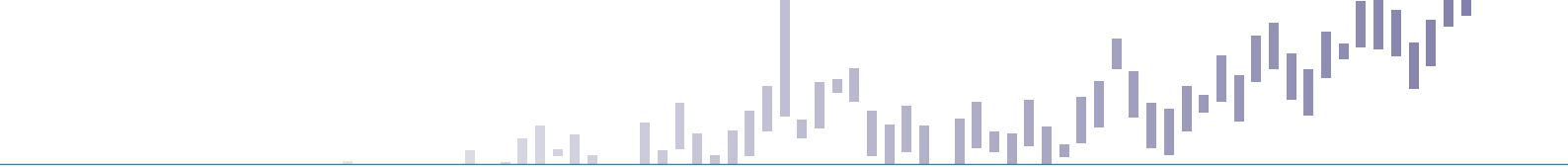
Aandacht van toezichthouders

De snelle groei van private debt roept vragen op over mogelijk te soepele leenvoorwaarden. Toezichthouders volgen deze ontwikkeling nauwlettend. De Nederlandsche Bank (DNB) heeft naar aanleiding van het rapport Overzicht Financiële Stabiliteit aangekondigd de private debt markt nader te onderzoeken. Dit onderzoek richt zich op de blootstelling van institutionele beleggers en de mogelijke

Figuur 1: De markt voor private debt is sterk gegroeid



Bron: Preqin, OECD



gevolgen voor de financiële stabiliteit. DNB staat hierin niet alleen. Ook andere internationale instellingen, waaronder het Internationaal Monetair Fonds (IMF), hebben eerder gewaarschuwd voor de risico's van een snelgroeiende private debt markt en de toenemende blootstelling van financiële instellingen.

De gevolgen voor de brede financiële markt lijken beperkt

Hoewel private debt zich grotendeels buiten de publieke markten afspeelt, kunnen problemen zoals bij First Brands en Tricolor indirecte effecten hebben op de bredere financiële markt. De beperktere transparantie maken het lastiger voor beleggers om deze risico's volledig in te schatten. Dit roept vragen op over de brede financiële stabiliteit: in welke mate kunnen problemen in private debt andere kredietmarkten, banken of institutionele beleggers raken?

Hoofdzakelijk incidenten

Op dit moment is er geen reden om te veronderstellen dat de brede financiële stabiliteit daadwerkelijk onder druk staat. Verschillende vermogensbeheerders hebben aangegeven dat de door hun beheerde fondsen geraakt zijn door het recente tumult bij deze Amerikaanse bedrijven. Vooral nog lijkt de impact hiervan beperkt en de problemen bij First Brands en Tricolor lijken vooral bedrijfsspecifiek van aard en zijn nog niet overgeslagen naar de brede markt. Bovendien is het belangrijk om deze faillissementen in context te plaatsen: ook in de publieke markt voor bedrijfsobligaties komt het regelmatig voor dat bedrijven hun verplichtingen niet nakomen. Beleggers worden hier bovendien voor gecompenseerd in termen van rendement waarbij de kredietopslag van de lening doorgaans afhangt van de kredietwaardigheid van de leningnemer. Incidenten zoals deze zijn dus niet ongebruikelijk en vormen op zichzelf geen reden tot zorg over de stabiliteit van het financiële systeem.

Lage leverage

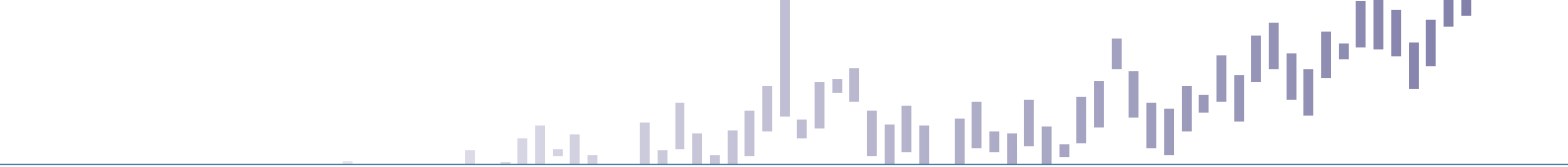
Bovendien zorgt de beperkte leverage en directe financieringsstructuur bij private debt ervoor dat de impact op brede financiële markten beperkt blijft. Dit was anders tijdens de financiële crisis van 2008. Toen werden grote verliezen geleden op gebundelde hypotheekleningen die werden versterkt door de hoge leverage: kleine dalingen in de waarde van onderliggende activa hadden disproportioneel grote effecten op portefeuilles.

In de huidige private debt markt is het gebruik van leverage doorgaans veel beperkter. Daardoor is het versterkend effect van verliezen kleiner en neemt de kans op grote waardedalingen af. Banken daarentegen maken juist meer gebruik van hefboomfinanciering, omdat zij slechts beperkt kapitaal hoeven aan te houden voor hun uitstaande leningen. Dit vergroot hun kwetsbaarheid bij stresssituaties. Private debt-fondsen hebben deze mismatch niet. Zij financieren leningen direct en hebben geen kortlopende verplichtingen tegenover langlopende activa. Deze structuur, gecombineerd met doorgaans een lagere leverage, maakt private debt minder gevoelig voor systeemrisico's.

De snelle groei van private debt vereist waakzaamheid

Toch blijven er enkele aandachtspunten. De private debt markt is de afgelopen jaren zeer snel gegroeid. Die groei gaat gepaard met zorgen over te hoge waarderingen. In sommige gevallen lijkt de rente op private leningen niet meer in verhouding tot het onderliggende risico. Dit kan wijzen op een te optimistische risicobeoordeling. Daarnaast zijn er signalen dat sommige private debt-partijen gebruikmaken van kleinere, minder gevestigde rating-bureaus in plaats van grote namen zoals S&P, Moody's of Fitch, om gunstigere ratings te verkrijgen. In een markt die van nature minder transparant en minder liquide is, bemoeilijkt dit het betrouwbaar beoordelen van kredietkwaliteit en waarderingen. Ook worden in delen van de markt mogelijk minder strikte kredietvoorwaarden gehanteerd, wat de mogelijkheden beperkt om vroegtijdig in te grijpen bij verslechterde prestaties van een bedrijf. Denk bijvoorbeeld aan convenanten die ruimer zijn geformuleerd of minder frequent worden gemonitord.





Hoewel deze aandachtspunten op dit moment geen direct risico vormen voor de financiële stabiliteit, zijn het ontwikkelingen die beleggers zorgvuldig moeten blijven volgen.

Robuuste en zorgvuldige selectie en monitoring zijn cruciaal

Om risico's van extern beheerde private debt strategieën te beheersen, hanteert Achmea IM een robuust en zorgvuldig selectie- en monitoringbeleid. Dit is essentieel in een markt die van nature minder transparant en minder liquide is. Die aanpak begint bij een strenge selectie op basis van een uitgebreid investment due diligence onderzoek. Daarin staan het beleggingsteam, hun ervaring, het beleggingsproces en het track record centraal. Er wordt ingezoomd op de manier waarop leningen worden 'gesourced', de grondigheid van de kredietselectie en de mate waarin de externe fondsbeheerder risico neemt en beheerst. Een belangrijk element dat nadrukkelijk wordt meegewogen in de beoordeling van de fondsbeheerder is de ervaring op het gebied van herstructurering van leningen. Aangezien het kan voorkomen dat leningen na verloop van tijd minder presteren, is het mogelijk noodzakelijk om een lening te herstructureren. Zodoende kunnen risico's worden gemitigeerd en de waarde van de lening gemaximaliseerd. Naast de investment due diligence wordt ook een uitgebreide operationele due diligence uitgevoerd bij de fondsbeheerder, waarbij onder andere risicomanagement en het waarderingsproces belangrijke onderdelen zijn van de beoordeling.

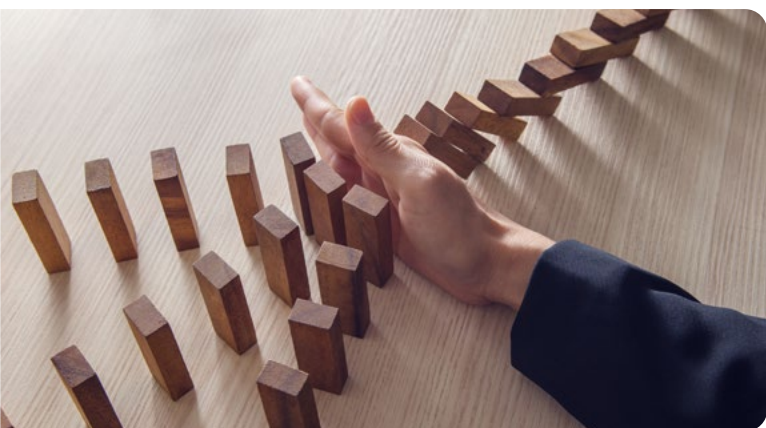
Vervolgens is grondige monitoring cruciaal. Er vinden op frequente basis monitoringsgesprekken plaats met de externe fondsbeheerders van onze klanten. Waar mogelijk neemt Achmea IM namens haar klanten zitting in de Advisory Boards van de fondsen. Tijdige en betrouwbare

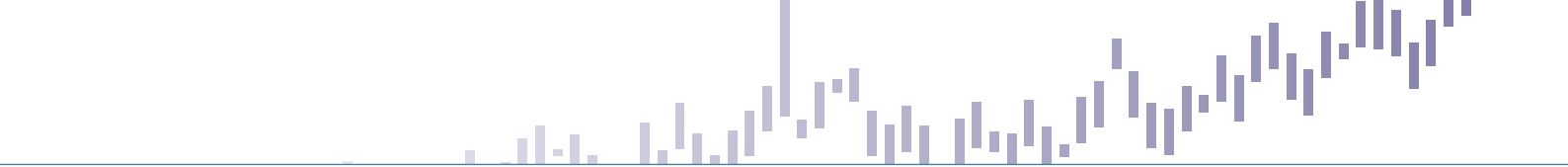
inzichten in de onderliggende posities zijn essentieel om risico's vroegtijdig te signaleren. Met de fondsbeheerders worden duidelijke afspraken gemaakt over transparantie en rapportages. Zodra een belegging in portefeuille zit, worden leningen continu gevolgd. Bij verslechterende prestaties kan de fondsbeheerder proactief ingrijpen, bijvoorbeeld door aanvullende zekerheden te eisen, voorwaarden te heronderhandelen of een herstructurering in gang te zetten. Gesprekken met deze fondsbeheerders naar aanleiding van de recente ontwikkelingen hebben geen problemen aan het licht gebracht. Zij richten zich op minder cyclische ondernemingen met stabiele kasstromen in het kleine en middelgrote segment van Europese bedrijven. Daarnaast biedt een unitranche-structuur vaak intensievere kredietanalyse en sterkere structurering doordat één beheerder de volledige financiering verstrekt. De aanwezigheid van private equity eigenaren heeft bovendien de voorkeur, omdat dergelijke bedrijven minder gevoelig zijn voor fraude dankzij het meer professionele eigenaarschap.

Kwaliteitsborging door grondige beoordeling van eigen private debt portefeuille

Voor onze intern beheerde private debt mandaten hanteren we eveneens een strikt risicomanagement. Daarvoor zijn processen als volgt ingericht:

- **Met en is weten:** risicoprofielen van elke lening worden jaarlijks gemeten met behulp van ons interne ratingmodel. Dit is essentieel om de juiste risicopremie van een lening te kunnen bepalen. Deze beoordeling wordt onafhankelijk van de portfoliomanagers uitgevoerd door de risicomanagement afdeling FRM binnen Achmea IM.
- **Conservatieve focus:** wij richten ons op senior (secured) lending aan bedrijven of projecten met een gematigd risicoprofiel. Dat wil zeggen dat we geen leningen verstrekken met een achtergesteld of venture debt karakter.
- **Geen blootstelling aan risicovolle marktsegmenten:** wij zijn niet actief op de veel grotere Amerikaanse markt, waar de gemiddelde deal leverage hoger ligt. Daarnaast richten we ons niet op de financiering van cyclische sectoren zoals retail financiering en gaat onze voorkeur uit naar transparante leningen zonder ondoorzichtige onderpandconstructies. Deze focus op risicomanagement zorgt voor een beperktere volatiliteit wanneer de markt onder druk komt te staan.



- 
- **Focus op clubdeals en co-lending:** doorgaans richten we een financiering in met meerdere professionele partijen. Dit heeft als voordeel dat we een sterkere onderhandelingspositie hebben richting de leningnemer wat risico's verder beperkt.

De risicobeoordeling wordt procesmatig geborgd met een 'Three Lines of Defence-model', dat zo is ingericht dat de beoordeling onafhankelijk wordt uitgevoerd en vervolgens getoetst.

Achmea IM ondersteunt bij het opbouwen van een robuuste private debt portefeuille

Achmea IM adviseert pensioenfondsen en andere institutionele beleggers over het beleggingsbeleid. Een robuuste portefeuille is daarbij het uitgangspunt. Private debt vormt daarin een waardevolle bouwsteen vanwege de aantrekkelijke karakteristieken, zowel in termen van risicorendement als vanwege het hoge impactpotentieel. Private debt is een heterogene beleggingscategorie en omvat uiteenlopende subsegmenten, elk met een eigen risico-rendementsprofiel. Wij beheersen de risico's binnen private debt door middel van spreiding

over verschillende strategieën, sectoren, regio's en typen managers. Dit vermindert concentratierisico's en verbetert de diversificatie. Daarnaast stellen we strikte eisen aan de kwaliteit van de fondsen die we selecteren en zijn we voortdurend actief in gesprek met de externe fondsbeheerder om vinger aan de pols te houden ten aanzien van actuele ontwikkelingen.

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, impactbeleggen, maatschappelijk verantwoord beleggen, risico management en het selecteren van de bestpassende externe managers.

[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

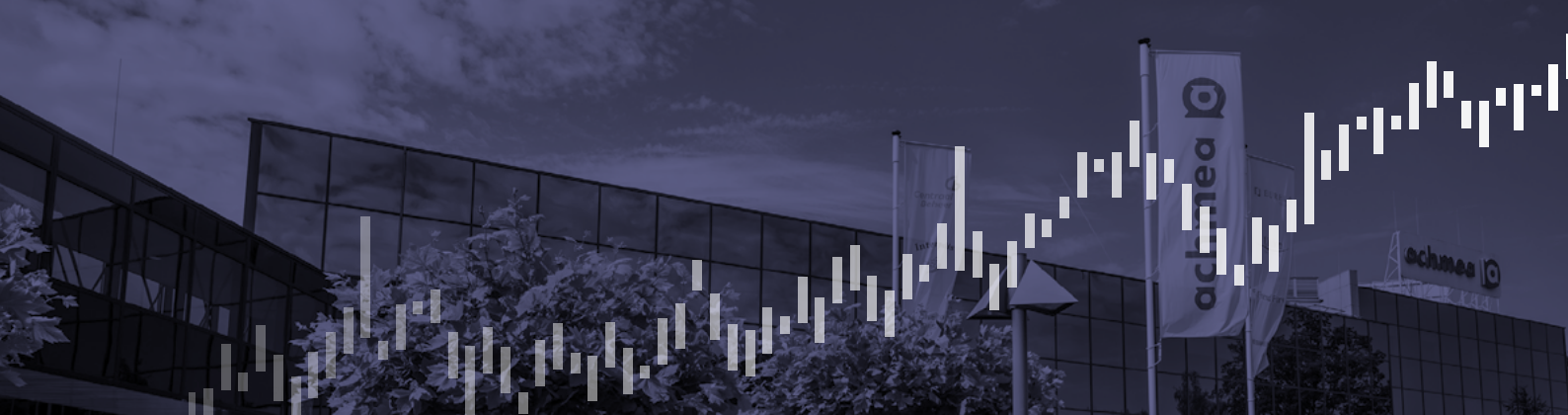
www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

Email: achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.

Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94, of met Ilse Wuisman, Head of Sales & Business Development, Ilse.Wuisman@achmea.nl, +31 6 520 275 25.



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.