

Analyse

Private assets en financiële stabiliteit: de rol van Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen

Juli 2026

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Private assets en financiële stabiliteit: de rol van Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen

© 2026 De Nederlandsche Bank N.V.

Auteurs: Daniel Dimitrov, Annick van Ool, Anna Thoolen en Ralph Verhoeks. Met dank aan collega's van DNB voor de nuttige gedachtewisseling. Alle overgebleven fouten zijn de onze.

Met de serie 'DNB Analyse' beoogt De Nederlandsche Bank inzicht te verschaffen in de analyses die DNB ten behoeve van actuele beleidsvraagstukken uitvoert. De tot uitdrukking gebrachte zienswijzen zijn voor rekening van de auteurs en komen niet noodzakelijkerwijs overeen met de officiële standpunten van De Nederlandsche Bank. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke andere wijze ook en evenmin in een retrieval system opgeslagen worden, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van De Nederlandsche Bank.

De Nederlandsche Bank N.V.
Postbus 98
1000 AB Amsterdam
Internet: www.dnb.nl
Email: info@dnb.nl

Inhoudsopgave

Samenvatting	4
1 Inleiding	5
2 Private assets: kenmerken en trends	6
2.1 Kenmerken van private assets	6
2.2 Mondiale ontwikkelingen	8
2.3 Redenen voor institutionele beleggers om te beleggen in private assets	11
3 Private assets in beleggingsportefeuilles verzekeraars en pensioenfondsen	13
3.1 Uitvraag bij verzekeraars en pensioenfondsen	13
3.2 Private assetallocaties	13
3.3 Kenmerken en inrichting van private assets portefeuilles	20
4 Financiële stabiliteitsoverwegingen	26
4.1 Voordelen voor reële economie en financiële stelsel	26
4.2 Implicaties voor de financiële stabiliteit	27
5 Beleidsaanbevelingen	32

Samenvatting

De snelle groei van private markten biedt kansen voor de reële economie, maar brengt ook nieuwe risico's met zich mee. Private markten zijn de afgelopen jaren snel gegroeid en omvatten een brede verzameling activa die niet worden verhandeld op publieke markten. Hierdoor zijn deze beleggingen minder verhandelbaar, ontbreken actuele marktprijzen en is de waardering onzeker. Private markten kunnen bijdragen aan economische groei door de afhankelijkheid van banken te verminderen en langetermijnkapitaal beschikbaar te stellen voor innovatie, groeisectoren en kapitaalintensieve investeringen. De groei van deze markten brengt echter ook risico's mee, die samenhangen met waarderingonzekerheid, illiquiditeit en toenemende verwevenheden binnen het financiële systeem.

Ook Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen beleggen steeds meer in private assets. Vooral bij verzekeraars is sprake van groei. Zo is het percentage private assets in hun beleggingsportefeuille tussen 2021 en 2025 gestegen van 14% naar 22%, wat gelijk staat aan ongeveer 47 miljard euro. Ook pensioenfondsen investeren in private assets, al is de toename bij hen kleiner (van 21% in 2021 naar 23% in 2025). Wel gaat het om een grotere beleggingsportefeuille dan bij verzekeraars (229 miljard euro aan private assets). Vooral investeringen in private credit zijn de afgelopen jaren gegroeid, met name bij verzekeraars. Hun blootstelling is tussen 2021 en 2025 toegenomen van 12,8 miljard euro naar 17,5 miljard euro, ongeveer 8,3% van het belegd vermogen van verzekeraars. Wel is sprake van aanzienlijke verschillen tussen individuele instellingen.

Kwetsbaarheden bij private assets kunnen via verschillende transmissiekanalen leiden tot risico's voor de financiële stabiliteit. Zo kan extreme liquiditeitsstress leiden tot gedwongen verkopen. Dit kan prijzen verder onder druk zetten en schokken op financiële markten versterken. Wanneer verzekeraars of pensioenfondsen gedwongen worden activa te liquideren, kan dit hun financiële positie verzwakken. Dit kan in extreme gevallen de belangen van polishouders of deelnemers raken en het vertrouwen in het financiële systeem aantasten. Daarnaast kunnen problemen bij individuele partijen als gevolg van hoge allocaties naar private assets ook tot systeemrisico's leiden, wanneer het bijvoorbeeld leidt tot vertrouwenseffecten. Bovendien kunnen verwevenheden zorgen voor besmettingseffecten.

Op dit moment zijn de systeemrisico's die gepaard gaan met private assetbeleggingen in Nederland beperkt, maar de snelle groei vraagt om waakzaamheid. De huidige omvang van private assetblootstellingen van verzekeraars en pensioenfondsen geeft geen aanleiding tot directe systeemrisico's. Vanwege de snelle groei is het echter wel belangrijk om de ontwikkeling van private markten en de daarmee samenhangende risico's goed te monitoren. Aanvullend onderzoek is nodig om onderlinge verwevenheden beter in kaart te brengen. Gezien het grensoverschrijdende karakter van deze markten is internationale coördinatie daarbij essentieel. DNB zet zich in internationaal verband dan ook actief in om de beschikbaarheid en kwaliteit van data te verbeteren. Daarnaast is het belangrijk private assets te onderwerpen aan scenarioanalyses en stresstesten. Tot slot stellen private assets relatief hoge eisen aan het risicobeheer van financiële instellingen. Het is daarom belangrijk dat het risicobeheer aansluit bij het karakter en de complexiteit van deze beleggingen.

1 Inleiding

Private markten vormen een steeds groter onderdeel van het financiële stelsel en spelen in toenemende mate een rol in de financiering van de reële economie. De totale omvang van private markten is het afgelopen decennium snel gegroeid, zowel wereldwijd, in Europa als in Nederland (FSB, 2025; ECB, 2024). Dit biedt voordelen voor de financiering van de economie door langetermijnkapitaal beschikbaar te stellen voor innovatie, groeisectoren en kapitaalintensieve investeringen en het vermindert de afhankelijkheid van financiering door banken.

Ook Nederlandse institutionele beleggers zijn actief op private assetmarkten. Onder private assets verstaan we activa die niet worden verhandeld op publieke markten. Dit maakt ze doorgaans relatief complex, illiquide en afhankelijk van subjectievere waarderingen. Het collectief aan private assets is heterogeen en betreft voornamelijk private equity, private credit, vastgoed- en hypotheekleningen, infrastructuur, privaat vastgoed en overige categorieën als hedgefondsen.

Tegelijkertijd zijn private markten van nature minder transparant waardoor het zicht op de blootstellingen – en de risico's die hiermee gepaard gaan – relatief beperkt is. Reguliere toezichtdata bieden bijvoorbeeld geen volledig inzicht in de blootstellingen van financiële instellingen aan private activa, wat vooral samenhangt met het ontbreken van gestandaardiseerde definities en classificaties voor deze activa. Om het zicht op de omvang en risico's van private assets te verbeteren, heeft DNB een gerichte en gedetailleerde data-uitvraag uitgevoerd bij een selectie van Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen. In deze uitvraag is informatie opgevraagd over onder meer de allocaties naar verschillende typen private assets, de wijze van beleggen, en het risicobeheer.

In deze DNB Analyse brengen we de beleggingen in private assets van grote Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen in kaart en verkennen we de implicaties voor de financiële stabiliteit. De studie heeft daarmee een systeembrede, zogenaamde macroprudentiële invalshoek. Paragraaf 2 beschrijft de kenmerken van private assets, de trends achter de groei van private markten en de motieven van verzekeraars en pensioenfondsen om te investeren in private assets. Paragraaf 3 gaat in op de beleggingen, kenmerken en inrichting van de private assetportefeuilles. In paragraaf 4 verkennen we de implicaties voor de financiële stabiliteit en gaan we in op de voordelen en risico's van private assets. In paragraaf 5 formuleren we conclusies en beleidsaanbevelingen.

2 Private assets: kenmerken en trends

2.1 Kenmerken van private assets

Private assets zijn beleggingen in niet-beursgenoteerde activa die zich kenmerken door beperkte verhandelbaarheid en het ontbreken van marktprijzen. Private assets zijn op zichzelf geen beleggingscategorie, maar een heterogene groep beleggingen met gemeenschappelijke kenmerken.¹ Zo worden deze beleggingen niet op publieke markten verhandeld, waardoor ze minder transparant en liquide zijn dan traditionele beleggingen in bijvoorbeeld aandelen en obligaties. Daarnaast zijn private markten minder sterk gereguleerd dan publieke markten, en gaan de investeringen vaak gepaard met hogere *fees* en minimale investeringsbedragen. Dit maakt private assets vooral toegankelijk voor grotere (institutionele) beleggers, al worden de laatste jaren ook steeds meer beleggingsproducten geïntroduceerd die zich (ook) richten op particuliere investeerders.

Op hoofdlijnen bestaan private assets uit private equity, private credit en *real assets*. Private equity omvat investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven waarbij beleggers een direct aandelenbelang verkrijgen. Deze investeringen kennen een divers karakter en bestaan onder meer uit *venture capital* (durfkapitaal), *leveraged buyouts*, groeikapitaal, *mezzanine* en *distressed equity*.² Ook bij private credit gaat het om de financiering van niet-beursgenoteerde bedrijven, maar dan uitsluitend in de vorm van schuldverstrekking. Deze leningen zijn niet op publieke markten verhandelbaar en worden door andere instellingen dan banken verstrekt. *Real assets* omvatten investeringen in fysieke activa, zoals vastgoed en infrastructuur, die evenmin verhandeld worden op publieke markten.

Hoewel private assets gemeenschappelijke kenmerken kennen – zoals waarderings-onzekerheid, illiquiditeit en complexiteit – is binnen deze groep sprake van diversiteit. In een poging meer consistentie te creëren, heeft de International Association of Insurance Supervisors (IAIS) verschillende alternatieve beleggingscategorieën geclassificeerd op basis van deze drie gemeenschappelijke kenmerken (IAIS, 2025). Voor alle private assets zijn deze kenmerken relevant, maar met grote onderlinge verschillen. Zo is de waarderingsonzekerheid bij private equity en private credit groter dan bij vastgoed en is een infrastructuur belegging doorgaans complexer dan een hypotheeklening (zie Tabel 1).³

De waarderingsonzekerheid van private assets is het gevolg van periodieke waardering op basis van inschattingen en modellen. In plaats van continue prijsvorming worden private assets doorgaans gewaardeerd met modelmatige benaderingen, bijvoorbeeld op basis van verwachte kasstromen of vergelijkbare transacties in de markt. Deze waarderungen vinden bijvoorbeeld per kwartaal plaats en zijn mede afhankelijk van (eigen) aannames en *expert judgement*. De waardering van private assets lijkt hierdoor minder gevoelig voor kortetermijnschommelingen, zoals bij publiek verhandelbare activa op

¹ Een term die vaak als (bijna) synoniem wordt gebruikt is 'alternatieve beleggingen' (of *alternative assets*), maar dat begrip is breder: het omvat alle beleggingen buiten traditionele aandelen en obligaties en kan ook publieke of meer liquide categorieën bevatten, zoals grondstoffen (*commodities*).

² *Venture capital* betreft durfkapitaal voor jonge en snelgroeiende bedrijven, bij *leveraged buyouts* gaat het om overnames die deels met vreemd vermogen worden gefinancierd, groeikapitaal betreft de financiering van meer volwassen ondernemingen met uitbreidingsplannen, *mezzanine* is een tussenvorm van eigen en vreemd vermogen die vaak wordt ingezet voor groei- of overnamefinanciering, en *distressed equity* gaat om investeringen in ondernemingen met financiële problemen.

³ Daarbij moet worden opgemerkt dat ook binnen (sub)categorieën van private assets sprake is van grote heterogeniteit. Zo zijn bijvoorbeeld binnen *direct lending*, een subcategorie van private credit, grote verschillen in structuur, zekerheden, covenanten en sectoren.

financiële markten. Daarentegen is de waardering minder frequent, minder transparant en gevoeliger voor methodologische keuzes.

Daarnaast maakt de beperkte handelbaarheid private assets illiquide. Beleggingen in private assets vinden vaak plaats via gespecialiseerde fondsen, al zijn ook directe investeringen mogelijk. In beide gevallen kunnen beleggers hun positie doorgaans niet eenvoudig verkopen. Bij fondsinvesteringen kan in- en uitstappen vaak alleen op specifieke momenten, bijvoorbeeld tijdens kapitaalrondes of aan het einde van de looptijd van een fonds. Bovendien gaat dit meestal gepaard met lange *lock-up* periodes en beperkte flexibiliteit.⁴

Ten slotte zijn private assets relatief complex, vooral door de wijze waarop private markten zijn vormgegeven. Zo zijn er vaak verschillende partijen betrokken in de keten van financiering, structurering en beheer. Ook kunnen risico's verspreid zijn over verschillende juridische entiteiten en jurisdicties. Dit zorgt voor een grotere afstand tussen de uiteindelijke belegger en het onderliggende risico, en maakt het moeilijker om de economische blootstelling te doorgronden. Daarnaast draagt de verwevenheid tussen institutionele beleggers, banken, vermogensbeheerders en beleggingsfondsen bij aan de complexiteit (zie verder paragraaf 4.2.3).

Tabel 1 Kenmerken van private assetcategorieën

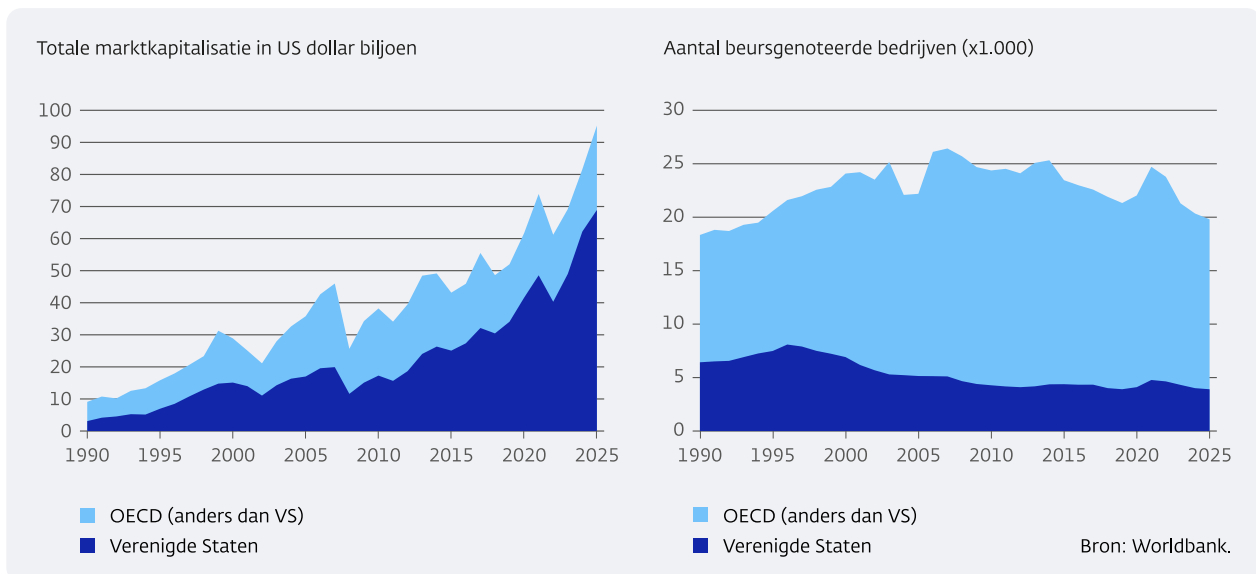
	Waarderingsonzekerheid	Illiquiditeit	Complexiteit
1. Private equity	Hoog	Hoog	Hoog
2. Private credit			
2a. <i>Direct Lending</i>	Gemiddeld	Gemiddeld	Gemiddeld
2b. <i>Venture & Opportunistic Lending</i>	Hoog	Hoog	Hoog
2c. <i>Structured Finance</i>	Hoog	Gemiddeld	Hoog
2d. <i>NAV Financing</i>	Hoog	Hoog	Hoog
3. Vastgoedleningen	Gemiddeld	Hoog	Gemiddeld
4. Hypotheekleningen	Laag	Gemiddeld	Laag
5. Infrastructuur	Gemiddeld	Hoog	Hoog
6. Privaat vastgoed	Gemiddeld	Hoog	Gemiddeld

⁴ Soms is tussentijdse verkoop wel mogelijk op de secundaire markt, waarbij een bestaand belang voor het einde van de looptijd wordt verkocht aan een andere belegger. Door het ontbreken van marktprijzen verlopen deze transacties echter vaak via gespecialiseerde secundaire fondsen of bilaterale onderhandelingen.

2.2 Mondiale ontwikkelingen

Private assets spelen een steeds grotere rol in het financieren van de reële economie. Publieke markten voor aandelen en bedrijfsobligaties zijn steeds meer het domein geworden van grotere bedrijven. Figuur 1 laat zien dat de marktkapitalisatie van publieke aandelenmarkten snel is gestegen, terwijl het aantal beursgenoteerde bedrijven is gedaald. Zo is de marktkapitalisatie in ontwikkelde economieën (OECD-lidstaten) sinds 2015 gestegen met 121 procent, terwijl het aantal beursgenoteerde bedrijven met 16 procent is gedaald. Markten voor bedrijfsobligaties tonen een vergelijkbaar beeld, met een sterkere toename in uitstaande schulden dan in het aantal uitgiftes. Middelgrote bedrijven en bedrijven met een beperkte kredietwaardigheid zoeken in toenemende mate hun heil op private markten. Private assets vormen daarmee een steeds belangrijkere bron van financiering voor bedrijven, vooral in segmenten waar banken of publieke markten dit niet bieden (ECB, 2024; IMF, 2024).

Figuur 1 Publieke aandelenmarkten steeds meer het domein van grote bedrijven



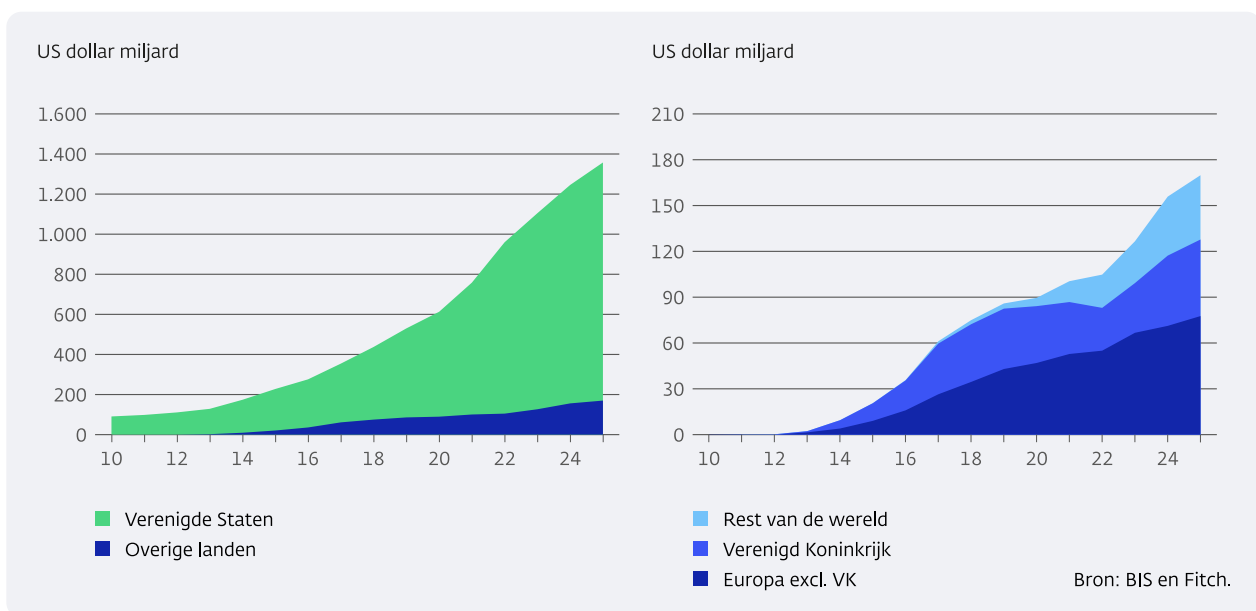
Private equity vormt het grootste segment binnen private assets, al is vooral de private creditmarkt de afgelopen jaren exponentieel gegroeid. Volgens schattingen bestaat meer dan de helft van het totale belegde vermogen in mondiale private activa uit private equity (S&P, 2024, Preqin, 2025).⁵ *Real assets* vormen ongeveer een derde van het totale belegde vermogen, terwijl het resterende deel uit private credit bestaat. Deze laatste activaklasse groeit echter het snelst. Alleen al in de afgelopen tien jaar verzesvoudigde de omvang van de mondiale private creditmarkt (Figuur 2).⁶ Het grootste deel van de private creditactiviteiten vindt plaats in de VS, al is ook in Europa een snelle groei zichtbaar (BIS, 2025).

⁵ Een precieze compositie van (wereldwijde) private markten kan niet worden gegeven, vanwege het ontbreken van wereldwijd erkende definities en classificaties voor private assets.

⁶ Ook hier lopen de schattingen uiteen, onder meer als gevolg van verschillen in definities (FSB, 2026).

In de VS is de markt voor private credit inmiddels in omvang vergelijkbaar met de markt voor *leveraged loans* en *high-yield* obligaties, waarmee het een belangrijke financieringsmarkt is geworden voor niet-beursgenoteerde bedrijven (Fed, 2024; Fed of New York, 2025). Daarnaast speelt private credit een steeds grotere rol bij de financiering van softwarebedrijven en kapitaalintensieve investeringen in digitale infrastructuur, waaronder datacenters en andere voorzieningen die nodig zijn voor de ontwikkeling en toepassing van AI (BIS, 2026). Daarbij concurreert private credit steeds meer met bancaire kredietverlening, met een verschuiving naar grotere en complexere leningen die traditioneel door banken werden verstrekt (FSB, 2026).

Figuur 2 Private creditmarkt mondiaal snel gegroeid

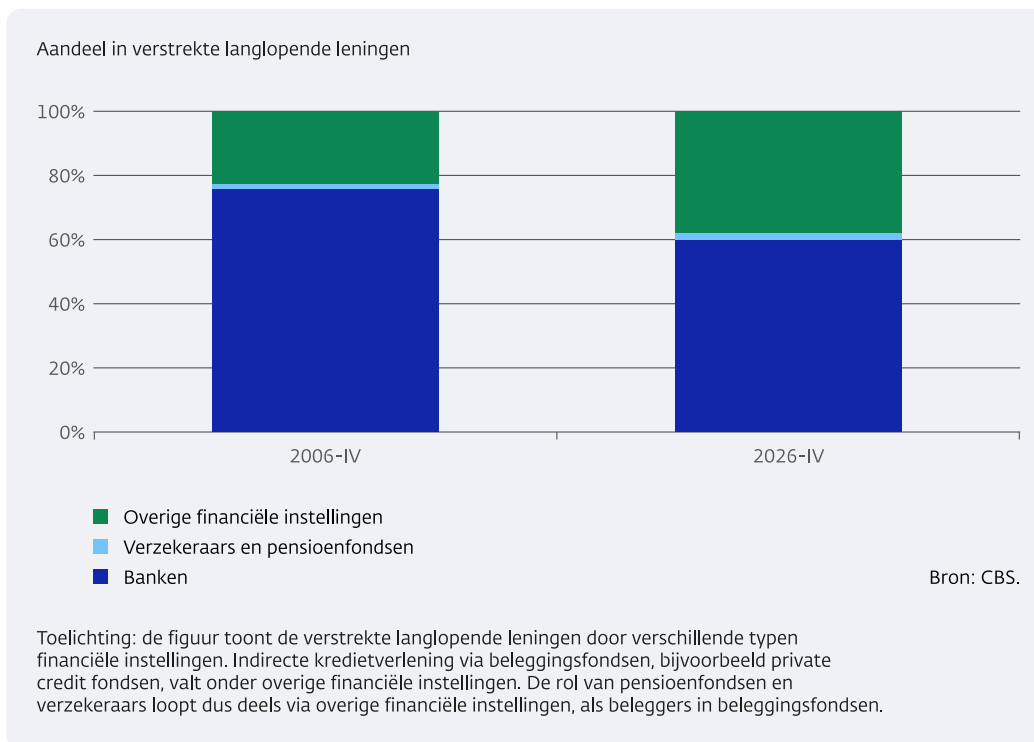


Ook in Europa en Nederland wordt het financieringsaanbod diverser, zij het minder dan in de VS.

Hoewel banken nog steeds de belangrijkste kredietverstrekkers in Nederland zijn, is het afgelopen decennium een duidelijke opmars zichtbaar van alternatieve kredietverstrekking door niet-bancaire financiële instellingen, onder meer via private credit (Figuur 3). Naast krediet kunnen bedrijven risicodragende financiering ophalen met private equity. Toch zijn deze alternatieve financieringsvormen nog relatief beperkt in omvang ten opzichte van de VS. Zo is de totale omvang van private markten in de VS bijna drie keer zo groot als in Europa (S&P, 2024). Bovendien is de omvang van beschikbaar risicodragend vermogen in de EU lager, omdat Europese huishoudens relatief veel sparen en minder beleggen.

Private markten zijn mede gegroeid doordat banken selectiever zijn geworden in bepaalde typen kredietverlening, maar ook vraagfactoren spelen een belangrijke rol. Na de financiële crisis zijn de prudentiële eisen voor banken aangescherpt. Door deze strengere en meer risicogebaseerde kapitaaleisen (zoals onder Basel III) moeten banken meer kapitaal aanhouden als zij krediet verlenen met hoge risico's en lange looptijden. Dit heeft eraan bijgedragen dat banken zich deels hebben teruggetrokken uit meer risicovolle segmenten, zoals *leveraged lending*. Private kredietverstrekkers, die niet aan dezelfde eisen gebonden zijn, hebben zich ontwikkeld als alternatief kanaal voor financiering.⁷ Tegelijkertijd spelen ook andere factoren een rol. Aan de vraagzijde hebben bepaalde bedrijven bijvoorbeeld behoefte aan flexibele en op maat gemaakte financieringsoplossingen, die in private markten vaak makkelijker kunnen worden geboden dan via bancaire kredietverlening of obligatiemarkten. Daarmee is de rol van private markten ook complementair aan banken en publieke markten.

Figuur 3 Aandeel banken in kredietverlening daalt in Nederland



⁷ Banken blijven daarbij wel indirect betrokken, bijvoorbeeld via kredietverlening aan private assetsfondsen. Daarmee hebben ook banken blootstelling aan private assets en zijn zij indirect betrokken bij de groei van private markten.

Ook de langdurig lage rente tot 2022 heeft de groei van private markten versneld. In een omgeving met ruime financiële condities en lage rentes werd het voor beleggers steeds uitdagender om rendement te behalen. In reactie verschoven institutionele beleggers hun portefeuilles naar meer risicovolle activa of verlengden ze de looptijd van hun beleggingen. In een omgeving met lage rente is het voor pensioenfondsen en verzekeraars immers moeilijker om beleggingsdoelstellingen te behalen. Bij levensverzekeraars geldt dit des te meer, omdat zij in het verleden vaak rendementsgaranties hebben afgegeven aan polis-houders. Het gevolg was een verschuiving in de richting van activa met een hoger verwacht rendement en risico (zie bijvoorbeeld [DNB, 2021](#)). Bij Nederlandse verzekeraars betrof dit echter ook publieke activa en heeft een groot deel van de stijging in de allocatie naar private assets later plaatsgevonden (zie paragraaf 3.2.1).

2.3 Redenen voor institutionele beleggers om te beleggen in private assets

De overwegingen van verzekeraars en pensioenfondsen om te beleggen in private assets verschillen per asset class. De categorieën private assets verschillen onder meer in termen van verwacht rendement en risico, de mate van liquiditeit, het kasstroomprofiel, de mate van inflatiebescherming en de diversificatie met publieke markten. Zo worden beleggingen in *private equity* vooral gedreven door het streven naar een hoger verwacht rendement, al gaat dit gepaard met hogere onzekerheid, langere *lock-ups* en beperkte tussentijdse kasstromen. *Private credit* daarentegen biedt doorgaans relatief stabiele inkomsten in de vorm van rente. Daarnaast verschillen de overwegingen tussen verzekeraars en pensioenfondsen, onder meer door verschillen in de structuur van de verplichtingen en in de wetgevende kaders.

Veelgenoemde redenen voor beleggingen in private assets zijn het hogere verwachte rendement en de diversificatie ten opzichte van publieke activa. Beleggers verwachten bij private assets een illiquideitspremie: een extra vergoeding (rendement) als compensatie voor het feit dat hun belegging voor langere tijd vastligt en niet makkelijk verhandelbaar is. Hoewel (de omvang van) deze premie moeilijk objectief is vast te stellen, sluit dit aan bij de lange termijn beleggingshorizon van verzekeraars en pensioenfondsen.⁸ Daarnaast hebben private assets vaak een lage (geobserveerde) correlatie met publieke markten, wat diversificatievoordelen kan opleveren. Tegelijkertijd is van belang te onderkennen dat deze (schijnbare) diversificatievoordelen deels samenhangen met de verminderde liquiditeit en de lagere frequentie van waardering. Ten slotte komt specifiek private credit in de strategische assetallocaties van verzekeraars naar voren als categorie met een aantrekkelijk rendement ten opzichte van het vereiste kapitaal (*return on capital*). Hierbij speelt de behandeling van (bepaalde vormen van) private credit onder het regelgevend kader (Solvency II) ook een rol.⁹

⁸ Daarnaast geldt voor pensioenfondsen dat door de verplichtstelling en beperkingen voor de overdracht van pensioenverplichtingen tussen pensioenfondsen de omvang van de portefeuille voorspelbaar is.

⁹ Dit geldt bijvoorbeeld voor de kapitaalsbehandeling van blootstellingen zonder rating onder de standaardformule. Bij een vergelijkbare kredietkwaliteit als een publiek verhandelbare obligatie, kan dit leiden tot een relatief gunstige verhouding tussen verwacht rendement en vereist kapitaal (*return on capital*).

Voor private credit is de matching met verplichtingen ook een relevante overweging. Private credit sluit aan bij de verplichtingen van vooral verzekeraars, omdat het doorgaans relatief stabiele en voorspelbare kasstromen genereert.¹⁰ Leningen in private credit zijn vaak contractueel vastgelegd, met een vaste of (meestal) variabele rente en een vastgestelde looptijd, waardoor de timing en omvang van inkomsten gedeeltelijk voorspelbaar is. Private credit heeft echter ook vaak eigenschappen die het minder geschikt maken voor de matching. Zo is de looptijd van private credit gemiddeld aanzienlijk korter dan de looptijd van de verplichtingen en neemt de mogelijkheid tot matching bij een variabele rente en mogelijkheid tot vervroegde aflossing sterk af. Daarnaast zorgen ook illiquiditeit, krediet- en waarderingsrisico voor beperkingen in de matching met verplichtingen.

Daarnaast bieden sommige private assets naar verwachting meer bescherming tegen inflatierisico. Dit komt doordat de kasstromen (deels) meestijgen met inflatie of omdat de onderliggende waarde is gekoppeld aan reële activa. Dit geldt met name voor categorieën zoals vastgoed en infrastructuur, waar inkomsten – bijvoorbeeld huurinkomsten of tolheffingen – vaak direct of indirect worden aangepast aan prijsontwikkelingen.

¹⁰ Pensioenfondsen beleggen veelal in private assets als onderdeel van hun rendementsportefeuille en minder vanuit het oogpunt van matching met de verplichtingen.

3 Private assets in beleggingsportefeuilles verzekeraars en pensioenfondsen

3.1 Uitvraag bij verzekeraars en pensioenfondsen

Om ons zicht op de omvang en risico's van private assets te verbeteren, heeft DNB een gerichte data-uitvraag uitgevoerd. De uitvraag vormt een belangrijke aanvulling op bestaande databronnen en draagt bij aan een beter inzicht in potentiële kansen en kwetsbaarheden van private markten. Vanuit een macroprudentieel perspectief is dit essentieel om tijdig de potentiële risico's voor de financiële stabiliteit te kunnen signaleren en daarmee de voordelen die private assets kunnen bieden te behouden.

De data-uitvraag richt zich op de beleggingen in private assets van een groep grote Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen. In de uitvraag zijn acht verzekeraars (voornamelijk grote levensverzekeraars) en vijf pensioenfondsen meegenomen met substantiële private assetportefeuilles, die respectievelijk 210 en 995 miljard euro totaal beheerd vermogen vertegenwoordigen.¹¹ Daarmee geeft de uitvraag een goed beeld van de sector als geheel, al kunnen de uitkomsten niet volledig worden geëxtrapoleerd naar de gehele sector. Gegeven de complexiteit van private assets is het bijvoorbeeld aannemelijk dat grotere instellingen hier relatief meer in beleggen dan kleine instellingen. Daarmee is het beeld op basis van deze uitvraag niet volledig representatief voor de gehele sector. Verzekeraars en pensioenfondsen hebben zowel kwantitatieve als kwalitatieve informatie aangeleverd over onder meer feitelijke en strategische allocaties, de wijze van beleggen en het risicobeheer, inclusief waarderingmethoden, liquiditeitsbeheer, tegenpartijrisico's en concentraties. Daarnaast is informatie uitgevraagd over mogelijke maatregelen in stressscenario's.

De volgende beleggingscategorieën zijn in de uitvraag meegenomen: private equity, private credit, vastgoed- en hypotheekleningen, infrastructuur, privaat vastgoed en overige private assets. In deze Analyse worden vastgoed- en hypotheekleningen echter grotendeels buiten beschouwing gelaten. Hoewel deze categorie technisch gezien tot private assets behoort, hebben vastgoed- en hypotheekleningen een overwegend vastrentend karakter en zijn zij doorgaans gedekt door onderpand. Daarmee kennen zij een wezenlijk ander risicoprofiel dan de andere private assetcategorieën.¹²

3.2 Private assetallocaties

Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen zijn in toenemende mate actief in private markten, waarbij vooral onder verzekeraars de laatste jaren sprake is van snelle groei. Pensioenfondsen investeren ongeveer 23% van het belegd vermogen in private assets, terwijl dit voor verzekeraars 22% bedraagt (exclusief vastgoed- en hypotheekbeleggingen). Daarbij valt op dat vooral verzekeraars de afgelopen jaren flink meer in private assets investeren. Zo is de gemiddelde allocatie van private assets in de beleggingsportefeuille van grote verzekeraars tussen 2021 en 2025 met ongeveer 8 procentpunt toegenomen (van 39 naar 47 miljard euro). Daarentegen zijn de private assetbeleggingen van pensioenfondsen in deze periode met 2 procentpunt toegenomen (van 224 naar 229 miljard euro).

¹¹ Het totaal beheerd vermogen van verzekeraars is exclusief beleggingen voor rekening en risico van polishouders (*unit linked*).

¹² Ook heeft DNB de blootstellingen aan vastgoed- en hypotheekleningen reeds onderzocht in sectorbrede onderzoeken.

Het valt op dat verzekeraars vooral in private credit investeren, terwijl pensioenfondsen relatief veel in private equity beleggen. Verzekeraars investeren bijvoorbeeld 8,3% van het totaal belegd vermogen in private credit, terwijl dit voor pensioenfondsen slechts 1,3% bedraagt (zie Box 1). Bij private equity is deze verhouding nagenoeg andersom. Het verschil in samenstelling hangt vooral samen met een verschil in doelstelling en verplichtingen. Pensioenfondsen hebben bijvoorbeeld een relatief grote rendementsportefeuille – het deel van de beleggingen dat expliciet is gericht op het behalen van hoger verwacht rendement om ambities zoals indexatie mogelijk te maken – waardoor ze meer beleggingsrisico kunnen dragen. Verzekeraars hebben daarentegen meer nominale, contractueel vaste verplichtingen (bijvoorbeeld levensverzekeringen), waardoor zij sterker sturen op stabiele kasstromen en lagere volatiliteit. Verzekeraars beleggen daarom meer in private credit, omdat dit beter aansluit bij hun verplichtingen. Dit verklaart ook deels waarom de allocatie naar private assets bij verzekeraars de afgelopen jaren sterker is gegroeid dan bij pensioenfondsen. Meer dan de helft van de groei van de private-assetsportefeuille van verzekeraars komt dan ook voor rekening van private credit (zie Box 1).

Voor de groei van private credit houdt naar verwachting aan. Bij zowel verzekeraars als pensioenfondsen ligt de feitelijke allocatie naar private credit onder de strategische doelstelling, waardoor posities in de toekomst naar verwachting verder toenemen. Daarnaast verwachten sommige verzekeraars en pensioenfondsen ook de strategische allocatie naar private assets verder op te schalen.

3.2.1 Private assetallocaties verzekeraars

Verzekeraars hebben de beleggingen in private markten de afgelopen jaren vergroot naar 22% van het totale belegde vermogen. Op basis van de uitvraag onder verzekeraars is de totale blootstelling aan private assets (exclusief vastgoed- en hypotheekleningen) tussen 2021 en 2025 gegroeid van 14% naar 22% van het totale belegde vermogen (Figuur 4).¹³ Wanneer ook vastgoed- en hypotheekleningen worden meegenomen, loopt de totale blootstelling aan illiquide activa op tot 53% van het totale belegde vermogen. Daarbij bestaan aanzienlijke verschillen in allocaties tussen individuele verzekeraars, zowel met betrekking tot de totale allocatie als in de verschillende categorieën.

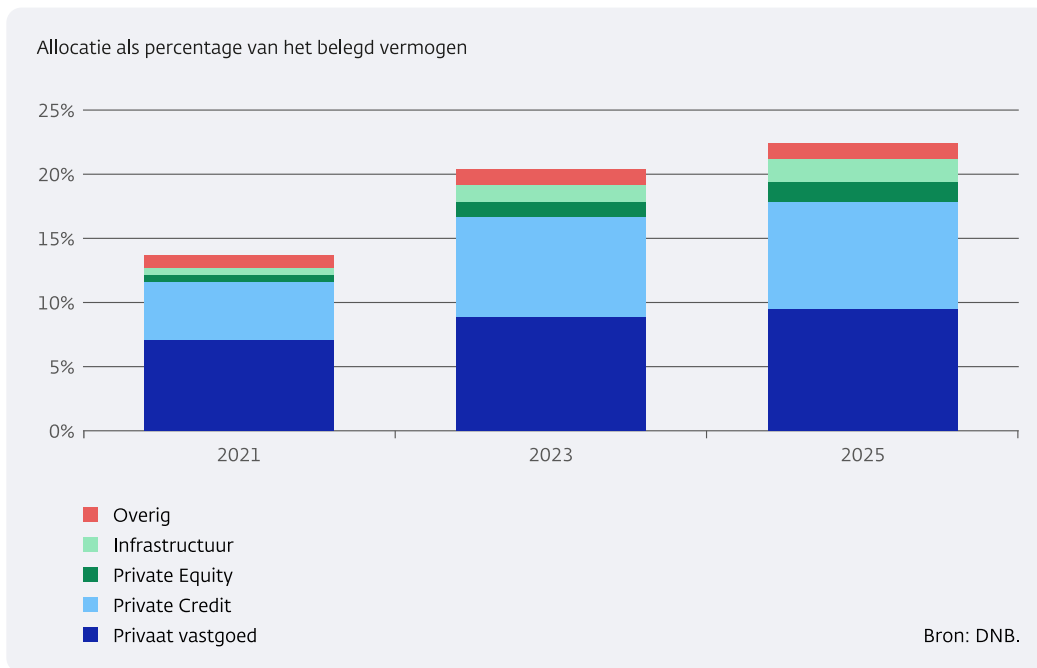
De blootstelling van verzekeraars is vooral geconcentreerd in privaat vastgoed en private credit.

In 2025 investeren de acht verzekeraars ongeveer 20 miljard euro in privaat vastgoed, wat gelijk staat aan 9,5% van het beheerd vermogen. Voor private credit bedraagt dit 17,5 miljard euro, oftewel 8,3% van het beheerd vermogen.¹⁴ Daarbij is de allocatie naar private credit de afgelopen jaren met 37% gestegen, wat gelijk staat aan een groei van 3,9 procentpunt in beheerd vermogen. Beleggingen in private equity en infrastructuur zijn met allocaties van respectievelijk 1,6% en 1,7% relatief beperkt.

¹³ Voor de figuren in het vervolg van dit rapport (Figuur 4 tot en met 12) geldt dat deze gebaseerd zijn op acht grote verzekeraars en vijf grote pensioenfondsen die zijn meegenomen in de uitvraag. Daarmee geven deze figuren geen volledig beeld van beide sectoren.

¹⁴ Door een herrapportage is dit cijfer herzien ten opzichte van het gepubliceerde cijfer in DNB, 2026. Het in dit rapport opgenomen cijfer betreft de meest recente en correcte rapportage.

Figuur 4 Private assetallocatie van verzekeraars neemt toe

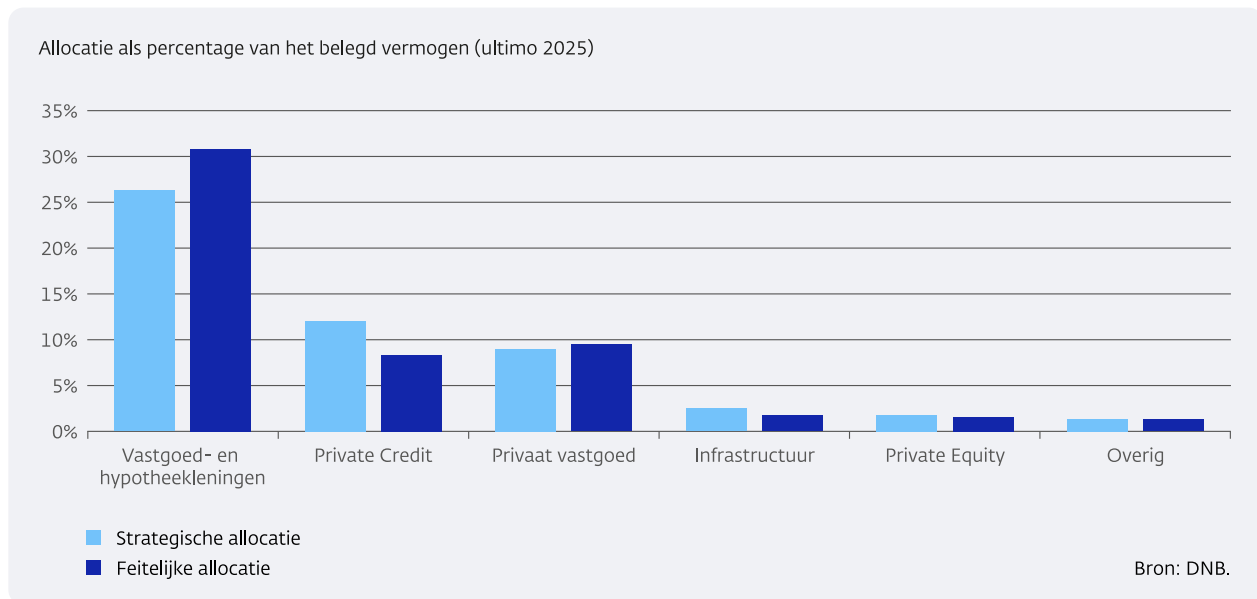


De huidige allocaties liggen onder de strategische doelstellingen, wat duidt op een verdere verwachte groei van private assets in de portefeuille van verzekeraars. De huidige blootstelling aan private assets van 47 miljard euro (22% van het totaal beheerd vermogen) ligt onder de strategische allocatie van 56 miljard euro (27%). Verzekeraars geven als verklaring onder meer aan dat het opbouwen van posities in private assets tijd kost, mede omdat hierbij beleggingsrestricties worden toegepast en men bijvoorbeeld alleen in bepaalde marktsegmenten, sectoren en regio's wil beleggen. De verdere groei in private assets concentreert zich naar verwachting in private credit en infrastructuur, waar de huidige allocaties het meest achterblijven bij de strategische doelstellingen (Figuur 5). Daar staat tegenover dat de blootstelling aan vastgoed- en hypotheekleningen boven het strategische niveau ligt. Verzekeraars rapporteren daarnaast een substantiële hoeveelheid *dry powder*, kapitaal dat reeds is gecommitteerd maar nog niet geïnvesteerd.¹⁵ Daarnaast worden door de implementatie van de Solvency II review begin 2027 sommige private assetcategorieën relatief aantrekkelijker door lagere kapitaalseisen.¹⁶

¹⁵ *Dry powder* betreft reeds gecommitteerd, maar nog niet opgevraagd kapitaal en maakt daarom geen onderdeel uit van de feitelijke allocatie, maar vormt wel een toekomstige invulling van de strategische allocatie naar private assets. Zo is er voor private credit 5,5 miljard, voor infrastructuur 1,5 miljard en voor private equity 1,2 miljard euro *dry powder* beschikbaar.

¹⁶ Zo dalen de kapitaalseisen voor (*senior*) gestructureerde kredietproducten, langetermijninvesteringen (*long-term equity investments*) en bepaalde infrastructuurprojecten.

Figuur 5 Verzekeraars gaan naar verwachting meer investeren in private credit

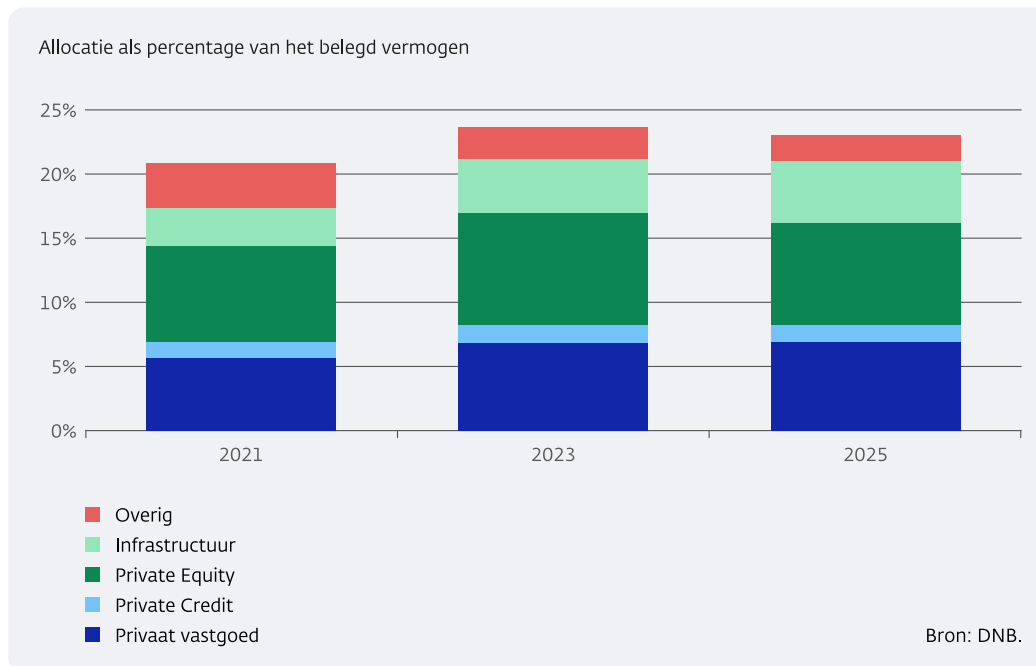


3.2.2 Private assetallocaties pensioenfondsen

Pensioenfondsen hebben een grote blootstelling aan private assets, maar deze is de afgelopen jaren beperkt toegenomen. De uitvraag onder de grootste pensioenfondsen laat zien dat de totale blootstelling aan private assets (exclusief vastgoed- en hypotheekleningen) tussen 2021 en 2025 licht is toegenomen van 21% naar 23% van het totale belegde vermogen (Figuur 6). Daarbij bestaan aanzienlijke verschillen in allocaties tussen individuele fondsen. Wanneer ook vastgoed- en hypotheekleningen worden meegenomen, loopt de totale blootstelling aan illiquide activa op tot 27% van het totale belegde vermogen. In relatieve zin maken deze leningen daarmee een kleiner deel uit van de portefeuille dan bij verzekeraars.

Binnen de private assetsportefeuille van pensioenfondsen domineren private equity en privaat vastgoed. In 2025 vertegenwoordigen de allocaties naar deze categorieën respectievelijk 79 miljard euro (7,9% van het totaal beheerd vermogen) en 69 miljard euro (6,9%). De allocatie naar infrastructuur bedraagt 4,8% en is de afgelopen jaren met 48% toegenomen (+1,8% procentpunt in termen van beheerd vermogen). De omvang van private credit bedraagt 13 miljard euro (1,3% van belegd vermogen) en is vrijwel constant over de gerapporteerde periode (zie Box 1).

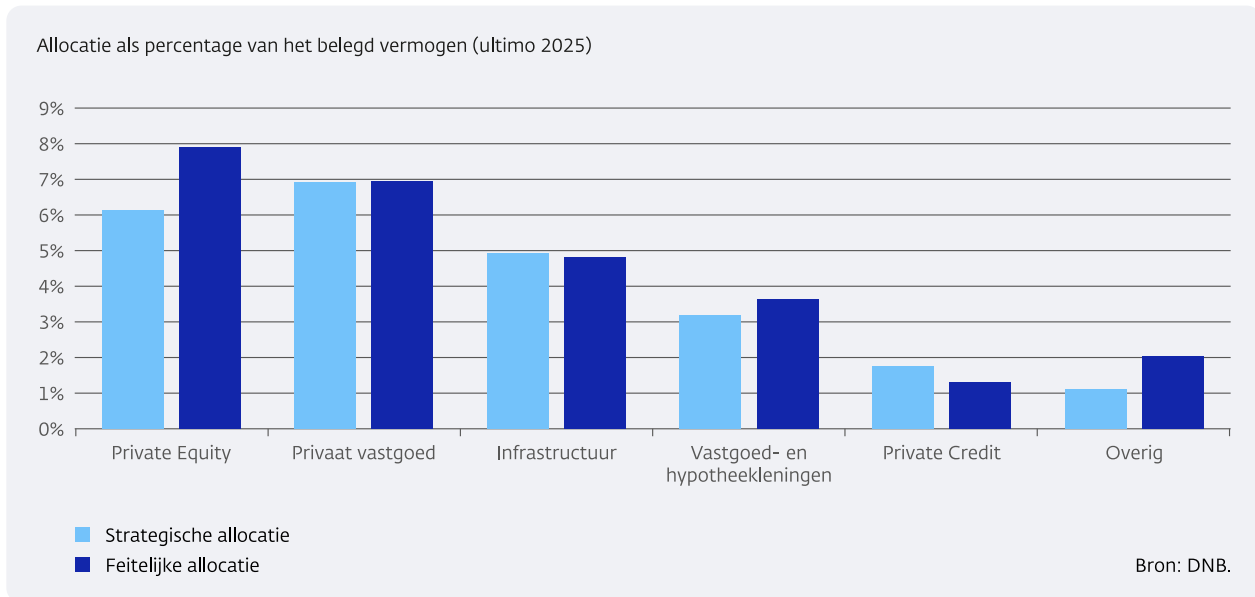
Figuur 6 Private assetallocatie van grootste pensioenfondsen blijft relatief stabiel



De allocaties naar private assets bij pensioenfondsen liggen veelal boven de strategische doelstellingen, al geven meerdere fondsen aan de strategische allocaties te willen verhogen. De feitelijke blootstelling aan private assets van 229 miljard euro (23% van het totaal beheerd vermogen) ligt boven de strategische allocatie van 207 miljard euro (21%). Vooral voor private equity ligt de feitelijke allocatie boven het strategische niveau (Figuur 7). De allocatie naar private credit ligt nog wel onder de strategische doelstellingen, wat een beperkte groei op de korte tot middellange termijn kan betekenen. Daarnaast hebben ook pensioenfondsen kapitaal dat reeds is gecommitteerd, maar nog niet geïnvesteerd¹⁷. Bovendien verwacht een deel van de pensioenfondsen hun strategische allocatie naar private assets in de komende vijf jaar op te schalen. Verschillende pensioenfondsen geven aan dat dit mede samenhangt met de transitie naar het nieuwe pensioencontract.

¹⁷ De hoeveelheid *dry powder* voor private equity bedraagt 25,9 miljard, voor private credit 12,3 miljard, voor privaat vastgoed 10,1 miljard en voor infrastructuur 7,7 miljard euro.

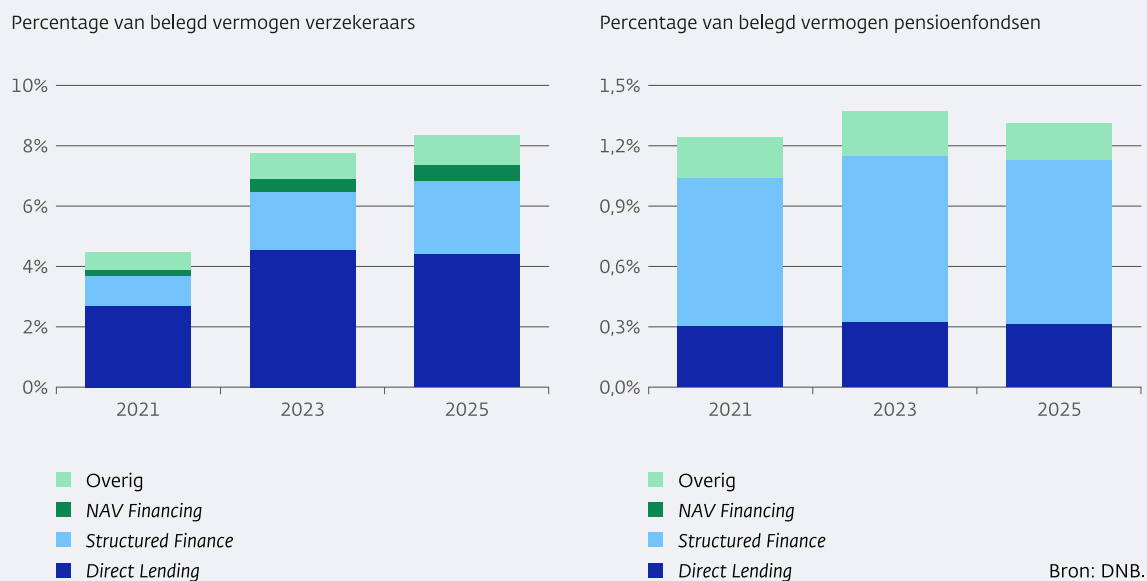
Figuur 7 Allocatie pensioenfondsen ligt boven strategische doelstelling



Box 1 Nederlandse verzekeraars beleggen steeds meer in private credit, terwijl de blootstelling bij pensioenfondsen relatief stabiel blijft

De allocatie naar private credit is bij verzekeraars de afgelopen jaren sterk toegenomen, terwijl deze bij pensioenfondsen relatief stabiel is. De totale blootstelling aan private credit van Nederlandse verzekeraars steeg van 12,8 miljard euro in 2021 naar 17,5 miljard euro in 2025, een toename van 37%. Daarmee vertegenwoordigt private credit ongeveer 8,3% van het totale belegde vermogen van verzekeraars (Figuur 8), al is sprake van grote heterogeniteit tussen verzekeraars. Bij pensioenfondsen is de private creditblootstelling in dezelfde periode vrijwel onveranderd gebleven, van 13,3 miljard euro in 2021 naar 13,1 miljard euro in 2025, overeenkomend met 1,3% van de totale portefeuille van pensioenfondsen (Figuur 8).

Binnen private credit richten verzekeraars en pensioenfondsen zich voornamelijk op *direct lending* en gestructureerd krediet (*structured finance*). Bij verzekeraars is *direct lending* de grootste deelcategorie (53% van de totale private creditblootstelling), gevolgd door gestructureerd krediet (29%). Hieronder vallen ook gesecuritiseerde leningportefeuilles (zoals CLO's). Beleggingen in *venture* en *opportunistic lending* (DNB, 2026) zijn relatief beperkt. Ook pensioenfondsen concentreren zich op gestructureerd krediet (62%) en *direct lending* (24%). In tegenstelling tot verzekeraars rapporteren pensioenfondsen echter geen blootstellingen aan *venture* en *opportunistic lending* (onder 'overig') of aan NAV Financing.

Figuur 8 Private credit vooral belegd in *direct lending* en gestructureerd krediet

Risicokenmerken van private creditleningen bij verzekeraars zijn divers. Een groot deel van de private creditleningen van verzekeraars zijn *senior secured*, waarbij het onderpand verschilt naar gelang de onderliggende activiteit. *Senior* posities zonder onderpand komen eveneens voor, terwijl achtergestelde leningen een beperkt deel van de portefeuille vormen. Bij bedrijfsleningen kunnen aandelen en (persoonlijke) garanties als zekerheid dienen. Wanneer geen onderpand aanwezig is, bevatten leningen vaak aanvullende convenanten en andere contractuele afspraken. De looptijd varieert per type belegging: directe bedrijfsleningen hebben doorgaans een horizon van circa vijf tot zeven jaar, terwijl leningen aan fondsen vaak een kortere looptijd kennen. Daarnaast zijn leningen regelmatig *callable*, wat betekent dat de kredietnemer onder bepaalde voorwaarden tot vervroegde aflossing kan overgaan, soms na een initiële periode van *call protection*. Het gebruik van *payment-in-kind* (PIK), waarbij rente wordt toegevoegd aan de uitstaande schuld in plaats van in cash wordt betaald, is beperkt.

Leningen met een variabele rente domineren, veelal gebaseerd op korte referentierentes met een kredietopslag. Veel gebruikte referentierentes zijn Euribor, SOFR en SONIA. De kredietopslag varieert sterk met het type lening en hangt af van de kredietkwaliteit. Voor leningen met een hoger kredietprofiel liggen spreads veelal tussen circa 150 en 300 basispunten, terwijl deze voor leningen met een lager kredietprofiel oplopen tot circa 400 tot 700 basispunten. Kredietnemers variëren in omvang van MKB tot grote bedrijven, waarbij sommige verzekeraars minimale EBITDA-drempels hanteren.¹⁸

¹⁸ *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) is een maatstaf voor de operationele winst van een bedrijf, vóór rente, belastingen en afschrijvingen.

De schuldratio ligt bij kredietnemers met een hoger kredietprofiel doorgaans rond de twee tot vier keer EBITDA, en kan in meer risicovolle segmenten oplopen tot circa vier tot zes keer EBITDA.

Blootstellingen via *synthetic risk transfers* (SRT's) zijn beperkt in omvang. SRT's zijn securitisatie-transacties waarmee banken een deel van het kredietrisico van hun leningenportefeuille overdragen aan beleggers. Anders dan bij traditionele securitisaties blijven de leningen op de balans van de bank staan, terwijl het kredietrisico via garanties of vergelijkbare afspraken wordt doorgegeven aan beleggers. Bij een aantal pensioenfondsen zijn SRT's onderdeel van de gestructureerde kredietportefeuille. SRT's vormen daarbij het grootste gedeelte van de allocatie naar gestructureerd krediet, maar met een blootstelling van ruim 7 miljard is dat relatief klein. Er wordt voornamelijk kredietrisico overgenomen van bedrijfsleningen, MKB-kredieten en soms vastgoed- en projectfinancieringen. De transacties zijn volledig gefund en worden vormgegeven via kapitaalmarktinstrumenten zoals *credit linked notes* en cash securitisaties. Wel bevindt de risicoblootstelling zich doorgaans in de meer risicovolle tranches, zoals *first loss*- en mezzanineposities. De tegenpartijen zijn voornamelijk grote internationale banken. Verzekeraars zijn vooralsnog nauwelijks actief in deze markt, al geven enkele verzekeraars aan SRT's te overwegen voor toekomstige beleggingsbeslissingen.

3.3 Kenmerken en inrichting van private assets portefeuilles

3.3.1 Risico-rendementsverwachtingen

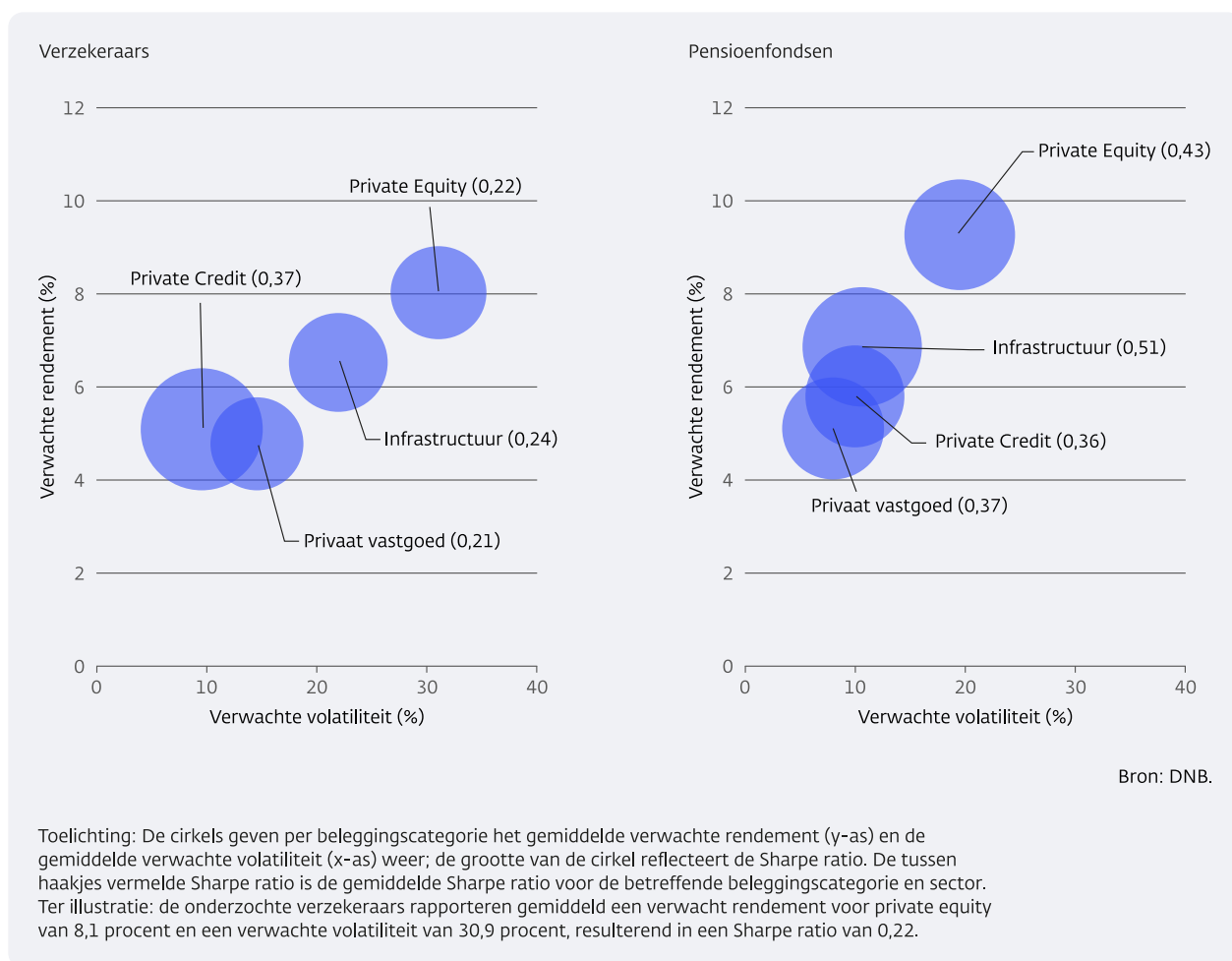
De door pensioenfondsen en verzekeraars gehanteerde aannames over rendement en risico variëren aanzienlijk. Verzekeraars en pensioenfondsen beschouwen private equity en infrastructuur als de categorieën met het hoogste verwachte rendement en de hoogste verwachte volatiliteit (Figuur 9). De gehanteerde aannames zijn in lijn met bandbreedtes in de literatuur, en bijvoorbeeld voor private credit vergelijkbaar met publieke alternatieven als *high yield* obligaties (Ilmanen, 2012; Faser Jenkins en Bass, 2023). Opvallend is dat pensioenfondsen voor elke beleggingscategorie een hoger gemiddeld verwacht rendement hanteren dan verzekeraars, terwijl de verwachte volatiliteit – met uitzondering van private credit – juist lager ligt.¹⁹ Deze verschillen worden echter niet alleen gedreven door aannames, maar kunnen ook verklaard worden door verschillen in de beleggingsstrategie binnen een private assetcategorie.²⁰

¹⁹ Opgemerkt moet worden dat de verwachte volatiliteit bij private assets mogelijk deels kunstmatig laag is door *smoothing* in waarderingen door het ontbreken van *mark-to-market* prijzen.

²⁰ Zo kent bijvoorbeeld private equity een breed spectrum aan strategieën met uiteenlopende risico- en rendementsprofielen, variërend van relatief risicovolle *venture capital*-investeringen in jonge bedrijven tot meer stabiele *buyout*- en *growth*-strategieën gericht op volwassen ondernemingen. Hierdoor verschillen risico's en verwachte rendementen aanzienlijk binnen de activaklasse. Dit geldt op vergelijkbare wijze ook voor andere typen private assets.

Verwachtingen voor rendement en risico zijn relevant, omdat deze doorwerken in de (toekomstige) allocaties naar verschillende private assetcategorieën. Verschillen in verwachtingen zijn medebepalend voor de relatieve aantrekkelijkheid van beleggingscategorieën, wat zich uiteindelijk – bijvoorbeeld via een ALM-studie – kan vertalen in de strategische allocatie. Verzekeraars zien private credit doorgaans als de categorie met de gunstigste risico-rendementsverhouding, gekenmerkt door de hoogste Sharpe ratio²¹ (Figuur 9). Dit sluit aan bij de sterke toename van de allocatie naar private credit in de afgelopen jaren en de verwachting dat deze verder zal groeien. Daarbij moet worden opgemerkt dat niet alleen verwacht rendement en risico een rol spelen in de totstandkoming van het beleggingsbeleid. Ook diversificatie, de *matching* met de verplichtingen en het vereist kapitaal of vereist eigen vermogen (*return on capital*) spelen een rol (zie paragraaf 2.3).

Figuur 9 Instellingen hanteren verschillende risico-rendementsverwachtingen

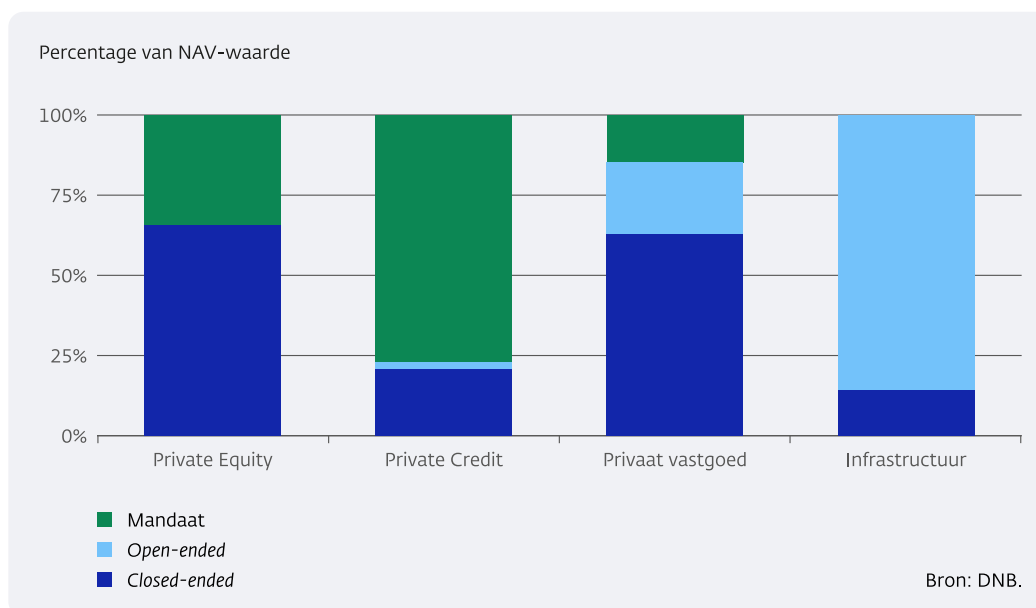


²¹ De Sharpe ratio meet het rendement van een belegging in verhouding tot het gelopen risico. Als risicovrije rente is de 3-maands Euribor gehanteerd (2,245%, peildatum 1 juni 2026), wat wordt afgetrokken van het rendement van een belegging en vervolgens gedeeld door de volatiliteit.

3.3.2 Implementatie beleggingsbeleid

Het grootste deel van de private assetbeleggingen van verzekeraars en pensioenfondsen loopt via gesloten fondsen of mandaten, en minder via *open-ended* fondsen. Vooral beleggingen in private equity en private credit vinden nagenoeg uitsluitend plaats via mandaten en gesloten fondsen (Figuur 10).²² Bovendien valt op dat grote financiële instellingen vaak via een mandaat investeren, terwijl kleinere instellingen vooral via fondsen beleggen. Het voordeel van mandaten is dat ze de mogelijkheid bieden om de beleggingen beter af te stemmen op de specifieke risicobereidheid en verplichtingen. Binnen de fondsstructuren bieden gesloten fondsen nauwelijks liquiditeit, terwijl *open-ended* fondsen wel periodieke terugkoopmogelijkheden bieden, al zijn deze vaak gemaximeerd (DNB, 2026). Het relatief beperkte aandeel van *open-ended* fondsen maakt dat verzekeraars en pensioenfondsen minder zijn blootgesteld aan de specifieke risico's die gepaard gaan met dit type fondsen.

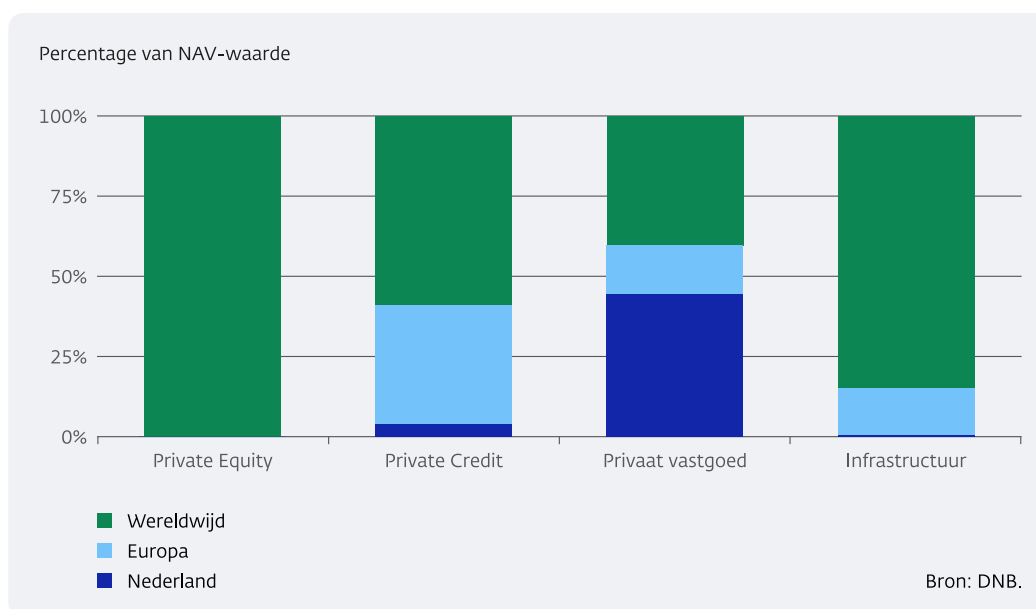
Figuur 10 Fondsstructuur wordt gedomineerd door mandaten



²² Deze cijfers zijn gewogen naar NAV-waarde binnen de gerapporteerde fondsen en mandaten.

Zowel fondsen als mandaten kennen een duidelijke internationale oriëntatie. Zo heeft 75% van de mandaten en fondsen een wereldwijde focus, terwijl 11% richt zich op Europese markten. De blootstelling aan Nederland is relatief beperkt (14%) en sterk geconcentreerd in vastgoed, terwijl private equity volledig internationaal georiënteerd is (Figuur 11). Over het algemeen hanteren pensioenfondsen een mondiale spreiding binnen hun private assetsportefeuille, terwijl verzekeraars doorgaans een sterkere focus op Nederland en Europa hebben (in sommige individuele gevallen zelfs meer dan 80% van de private assetportefeuille).²³

Figuur 11 Groot deel van fondsen en mandaten heeft wereldwijde focus



3.3.3 Externe partijen

Bij beleggingen in private assets zijn verzekeraars en pensioenfondsen in hoge mate afhankelijk van externe partijen, zowel voor de uitvoering als voor het risicobeheer. Veel diensten bij het beleggen in private assets zijn uitbesteed, waarbij de vermogensbeheerder de belangrijkste partij is. Zo wordt het grootste deel van de private assets – circa 80% – beheerd door geaffilieerde vermogensbeheerders, zoals Achmea Investment Management, PGGM, Bouwinvest, Apollo en Aegon Asset Management. Dit geldt voor alle typen private assets. Naast vermogensbeheerders wordt gebruik gemaakt van verschillende externe partijen bij het beheer van private assets, waaronder data- en analyseleveranciers zoals Pitchbook, Bloomberg en Chronograph. Daarnaast maken de meeste instellingen gebruik van consultants, kredietbeoordelaars en fondsadministrateurs. Het gebruik van externe dienstverleners weerspiegelt de complexiteit en informatie-intensiteit van private assets, waarbij waarderingen,

²³ Hoewel blootstellingen over een breed scala aan sectoren zijn gespreid, kunnen zich binnen specifieke segmenten concentraties voordoen. Zo wordt er binnen infrastructuur bijvoorbeeld veel belegd in hernieuwbare energie. Binnen private credit wordt er doorgaans breed gediversifieerd over verschillende sectoren, waarbij instellingen vooraf vastgestelde limieten hanteren voor de uitvoering van het beleggingsbeleid.

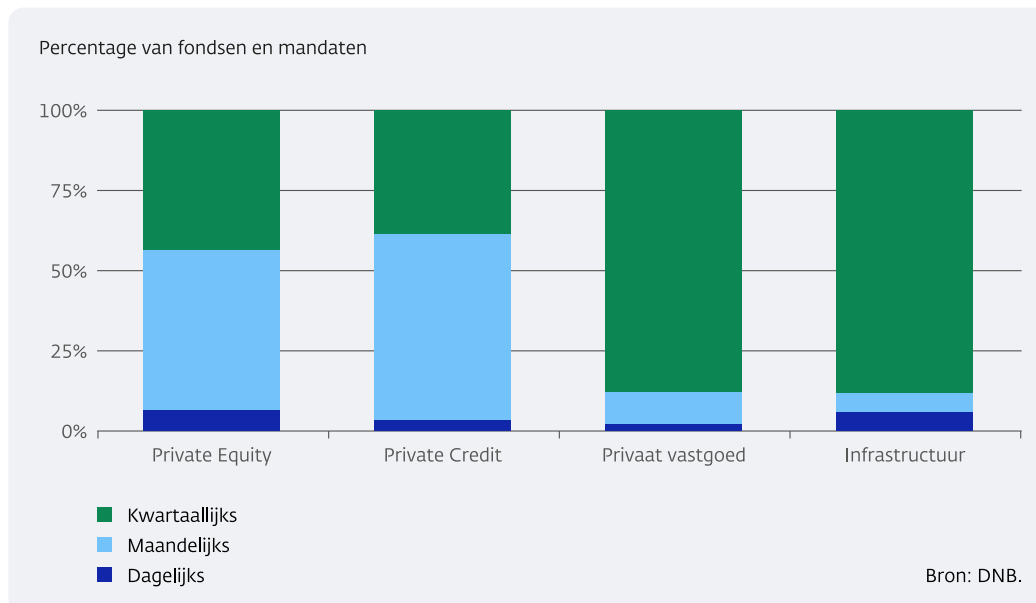
risicoanalyses en kredietbeoordelingen minder gestandaardiseerd en transparant zijn dan bij publieke markten. De beperkte transparantie en de aanwezigheid van informatie-asymmetrie benadrukken het belang van goede *due diligence*.

Kredietbeoordelaars spelen eveneens een belangrijke rol in het ecosysteem van private assets, in het bijzonder bij private creditbeleggingen. Uit de uitvraag blijkt dat verzekeraars en pensioenfondsen gebruikmaken van zowel externe als interne kredietbeoordelingen. Voor private kredietinstrumenten waarvoor externe ratings beschikbaar zijn, worden deze ingezet voor onder meer beleggingsselectie, risicomonitoring en waarderingen. Tegelijkertijd wordt een aanzienlijk deel van private credit niet extern beoordeeld, waardoor instellingen vaak gebruikmaken van interne kredietbeoordelingen of beoordelingen van vermogensbeheerders. Externe ratings fungeren daarbij regelmatig als referentiepunt voor benchmarking, validatie en onafhankelijke toetsing van interne kredietanalyses. De uitvraag laat zien dat hierbij met name gebruik wordt gemaakt van de grote kredietbeoordelaars, waaronder Moody's, S&P en Fitch, aangevuld met interne modellen en gespecialiseerde kredietanalysetools. Hoewel geen gedetailleerde informatie is verzameld over het gebruik van *private letter ratings*, worden dergelijke niet-publieke kredietbeoordelingen in de markt veelvuldig toegepast voor private leningen en andere niet-beursgenoteerde schuldinstrumenten.

3.3.4 Waarderingen

Aannames, expert judgement en modellen spelen een belangrijke rol bij de waardering van private assets. Om private assets te waarderen, maken verzekeraars en pensioenfondsen veelal gebruik van een combinatie van een *discounted cash flow* (DCF) methode, *multiples* en transacties. Bij een DCF-methode worden de verwachte toekomstige kasstromen contant gemaakt tegen een bijpassende disconteringsvoet, die het risico en de tijdswaarde van geld weerspiegelt. Deze methode is met name geschikt voor beleggingen met voorspelbare en stabiele kasstromen, zoals infrastructuur en vastgoed (huurinkomsten). Daarnaast worden waarderingen ondersteund door *multiples*, waarbij de waarde van een onderneming of asset wordt afgeleid van kengetallen (zoals EBITDA of omzet) van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven of recente transacties. Tot slot bieden gerealiseerde transacties in de markt aanvullende inzichten in prijsniveaus. In de praktijk worden deze methoden vaak gecombineerd.

Er wordt op uiteenlopende wijze invulling gegeven aan een onafhankelijke waardering en de frequentie verschilt per beleggingscategorie. Voor directe beleggingen in private assets zijn meestal interne waarderingsmethodes ontwikkeld. In het geval van fondsbeleggingen is sprake van verschillende waarderingspraktijken, waarbij op *look-through* basis wordt meegekeken of bij de vermogensbeheerders parameters worden uitgevraagd om waarderingen te valideren. Instellingen geven op verschillende manieren invulling aan het waarborgen van een onafhankelijke waardering, bijvoorbeeld door middel van waarderingscommissies, verantwoordelijkheid bij de tweede lijn of een aparte waarderingsfunctie. Daarbij verschilt de waarderingsfrequentie per beleggingscategorie. Zo wordt bij private credit en private equity de waardering voor iets meer dan de helft van de fondsen en mandaten maandelijks vastgesteld, terwijl bij privaat vastgoed en infrastructuur kwartaalwaarderingen het vaakst voorkomen (Figuur 12). Dit sluit aan bij de gemiddeld langere looptijd van vastgoed en infrastructuur.

Figuur 12 Waarderingsfrequentie verschilt per beleggingscategorie

3.3.5 Liquiditeit

Instellingen kunnen alleen geleidelijk liquiditeit vrijmaken vanuit private assets en zien verkoop op de secundaire markt vooral als laatste redmiddel. Dit kan bijvoorbeeld door gebruik te maken van onttrekkingen uit fondsen. Beleggingen van pensioenfondsen en verzekeraars in vastgoedfondsen hebben vaak een *open-ended* structuur wat onttrekkingen mogelijk maakt, terwijl beleggingen in private equity en private credit fondsen vooral gesloten zijn. Ook *open-ended* fondsen bieden echter geen volledige liquiditeit: in stressperiodes kunnen gelijktijdige onttrekkingen door meerdere beleggers optreden, waardoor fondsen mogelijk gedwongen worden restricties op te leggen. Recente stress bij prominente *open-ended* private creditfondsen in de VS illustreren dit (DNB, 2026). Op mandaatniveau kunnen instellingen via gerichte desinvesteringen of een gecontroleerde afbouw van portefeuilles (*run-off*) geleidelijk liquiditeit genereren. Daarbij moet worden opgemerkt dat het liquiditeitsprofiel verschilt tussen private assetcategorieën en mede wordt bepaald door de feitelijke implementatie.²⁴ De meeste verzekeraars en pensioenfondsen zien verkoop op de secundaire markt vooral als een laatste redmiddel en benadrukken dat dergelijke transacties aanzienlijke kortingen, lange uitvoeringsperiodes en beperkte marktdiepte onder stressvolle omstandigheden met zich meebrengen.²⁵

²⁴ Zo is de gemiddelde looptijd van infrastructuur langer dan van private credit, wat meer liquiditeitsrisico's met zich meebrengt. Daarnaast zijn er verschillen zichtbaar tussen instellingen. Sommige instellingen geven aan dat zij bewust ook beleggen in korte-termijn private assets zoals fondsfinitanciering, wat meer flexibiliteit en liquiditeit biedt.

²⁵ Ook zijn de omstandigheden op de secundaire markt sterk afhankelijk van de private asset categorie. Actieve verkopen van private assets vinden slechts beperkt plaats en met name voor private equity portefeuilles.

4 Financiële stabiliteitsoverwegingen

4.1 Voordelen voor reële economie en financiële stelsel

De groei van private markten maakt de economie minder afhankelijk van banken voor het verstrekken van financiering. De toename van niet-bancaire kredietverstrekkers maakt financieringsmarkten diverser en zorgt voor meer concurrentie. Voor bedrijven is deze verbreding van het aanbod gunstig, omdat het hun afhankelijkheid van bankleningen verkleint en de toegang tot financiering vergroot. Ook voor het financiële systeem is deze diversificatie van financieringsbronnen in beginsel gunstig. Door de opkomst van private kredietverstrekkers en andere niet-bancaire financiering wordt de kapitaalverschaffing namelijk gespreid over meerdere typen instellingen en wordt het systeem minder afhankelijk van banken, die looptijdtransformatie uitvoeren tussen kortlopende financiering en langlopende kredietverlening. Dit vergroot de veerkracht van het financiële systeem. Daarnaast kunnen private assets een contracyclische functie vervullen door financiering op peil te houden wanneer banken en publieke markten hun kredietverlening terugschroeven.

Private assets kunnen daarnaast financiering en risicodragend kapitaal beschikbaar stellen aan sectoren en projecten die minder goed toegang hebben tot bancaire leningen of publieke kapitaalmarkten. Dit geldt onder meer voor infrastructuur, sociaal vastgoed en innovatieve groeisectoren, waar investeringen vaak complex en kapitaalintensief zijn. Beleggers in private assets zoals pensioenfondsen en verzekeraars hebben bovendien vaak een langetermijnhorizon en meer ruimte voor flexibiliteit in de financieringsvoorwaarden. Binnen private markten vervullen verschillende instrumenten daarbij uiteenlopende rollen. Zo speelt private equity een belangrijke rol door eigen vermogen te verstrekken aan risicovolle groeibedrijven, terwijl private credit maatwerk-schuldfinanciering biedt aan ondernemingen die moeilijk toegang hebben tot traditionele kredietverlening.

De groei van private assets kan ook bijdragen aan versterking van de *Savings and Investment Union* (SIU). In het kader van de SIU wordt het vergroten van de rol van niet-bancaire financiering, waaronder via private assets, gezien als essentieel om de financiering van strategische prioriteiten te verbeteren. Dit sluit nauw aan bij de conclusies uit het Draghi-rapport (EC, 2024). Niet-bancaire partijen kunnen hierbij een rol spelen door kapitaal op lange termijn beschikbaar te maken, innovatie te ondersteunen en bij te dragen aan efficiëntere allocatie van kapitaal richting groeisectoren, wat zowel de concurrentiekracht als de strategische autonomie van de Europese economie ten goede komt (ECB, 2026).

4.2 Implicaties voor de financiële stabiliteit

De directe financiële stabiliteitsrisico's van private assetbeleggingen bij institutionele beleggers zijn beperkt, al brengt de snelle groei risico's op systeemniveau met zich mee. Zo zijn de blootstellingen van verzekeraars en pensioenfondsen op totaalniveau nog relatief beperkt. Daarnaast is het risico op gedwongen verkopen en procyclisch gedrag alleen in extreme stressscenario's aanwezig. Gezien de snelle groei van private assets en het onvolledige zicht op verwevenheden blijft waakzaamheid nodig. Daarnaast kunnen problemen bij individuele partijen als gevolg van hoge allocaties naar private assets ook tot systeemrisico's leiden, wanneer het bijvoorbeeld leidt tot vertrouwenseffecten. De waarderingsonzekerheid, illiquiditeit en complexiteit van private assets vragen dan ook om zorgvuldige monitoring en risicobeheersing. Wanneer de risico's van private assets onvoldoende worden beheerst, kunnen private markten immers schokken elders in het financiële systeem versterken.

Kwetsbaarheden van private assets kunnen via verschillende transmissiekanalen leiden tot financiële stabiliteitsrisico's. De infographic aan het eind van dit hoofdstuk vat deze kanalen samen. Zo kan in perioden van extreme liquiditeitsstress de beperkte verhandelbaarheid van private assets leiden tot gedwongen verkopen, vaak tegen forse kortingen. Dit kan prijzen verder onder druk zetten en zo marktstress versterken. Wanneer grote verzekeraars of pensioenfondsen door liquiditeitsschokken (bijvoorbeeld door margeverplichtingen of onverwachte hoge uitstroom) gedwongen worden activa te liquideren, kan dit bovendien hun financiële positie verzwakken. In extreme gevallen kan dit de belangen van polishouders of deelnemers raken en het vertrouwen in het financiële systeem aantasten. Daarnaast kunnen de verwevenheden tussen verschillende financiële instellingen, bijvoorbeeld binnen het ecosysteem van private credit, zorgen voor besmettingseffecten. Ten slotte kunnen institutionele beleggers bij verslechterende marktomstandigheden besluiten hun allocatie naar private assets (geleidelijk) te verminderen. Dergelijke procycliciteit kan leiden tot een krimp in de beschikbaarheid van krediet en risicokapitaal voor bedrijven en projecten, met negatieve gevolgen voor de reële economie.²⁶

4.2.1 Waarderingsonzekerheid

Het ontbreken van actuele marktprijzen leidt ertoe dat veranderde marktomstandigheden vertraagd en mogelijk schoksgewijs doorwerken. Waarderingen worden vaak op kwartaal- of maandbasis bijgesteld (zie paragraaf 3.3.4), waardoor ze achterlopen op economische ontwikkelingen. Bij verslechterende marktomstandigheden kunnen neerwaartse herwaarderingen hierdoor met vertraging zichtbaar worden. Een bijkomend risico is dat dergelijke aanpassingen niet geleidelijk, maar schoksgewijs plaatsvinden zodra nieuwe informatie wordt verwerkt of aannames worden herzien. Fondsmanagers kunnen daarbij een prikkel hebben om neerwaartse correcties uit te stellen. Dit kan resulteren in abrupte en onverwachts gecorrleerde correcties over meerdere portefeuilles en marktsegmenten tegelijk. Hierdoor kan de waargenomen stabiliteit van waarderingen omslaan in verhoogde volatiliteit, met potentieel procyclische effecten tot gevolg. Daarnaast nemen modellen mogelijk niet de volledige marktdynamiek mee, waardoor niet alleen de frequentie, maar ook de waardering zelf onzeker is.

²⁶ Een dergelijke *derisking* kan overigens ook bij publieke assets optreden, bijvoorbeeld bij aandelen en risicovolle obligaties.

Het is daarom van belang dat het waarderingsproces is omgeven met voldoende ‘checks and balances’.

Verzekeraars en pensioenfondsen hanteren verschillende processen voor de waardering van private assets (zie paragraaf 3.3.4). Mede vanwege de grote rol van aannames en modellen, is het waarborgen van voldoende onafhankelijkheid hierin belangrijk. Hoewel dit de waarderingsonzekerheid niet wegneemt, kan het wel verkeerde prikkels – bijvoorbeeld om verliezen uit te stellen – verminderen.

4.2.2 Illiquiditeit

Zowel verzekeraars als pensioenfondsen beschouwen private assets als laatste bron van liquiditeit, maar in extreme stress kan gedwongen verkoop niet worden uitgesloten. Private assets maken doorgaans geen onderdeel uit van de primaire liquiditeitsbuffers van institutionele beleggers. Het risico op gedwongen verkopen is daardoor beperkt. Dit geldt vooral bij beleggingen via gescheiden mandaten of fondsen; bij collectieve fondsen kan uitstroom of liquiditeitsdruk van andere participanten alsnog leiden tot verkoopdruk. Indien private assets in noodgevallen toch moeten worden aangesproken, gebeurt dit doorgaans geleidelijk (zie paragraaf 3.3.5). Zo kunnen nieuwe toezeggingen aan private assetfondsen tijdelijk worden beperkt. In extreme stressscenario's met een hoge liquiditeitsbehoefte kan verkoop van private assets echter niet worden uitgesloten. Eerder onderzoek van DNB en de AFM laat zien dat verzekeraars en pensioenfondsen niet snel in liquiditeitsproblemen komen, maar daarbij wel afhankelijk zijn van het functioneren van geldmarkten (DNB en AFM, 2024; DNB, 2025). In stresssituaties kan gecommiteerd kapitaal (*dry powder*) van private assets bovendien voor extra liquiditeitsdruk zorgen. Met name bij private credit kan in perioden van stress juist extra kapitaal nodig zijn, bijvoorbeeld voor herfinancieringen, waardoor de liquiditeitsbehoefte toeneemt.

4.2.3 Complexiteit en verwevenheden

De wijze waarop private markten zijn georganiseerd maakt private assets relatief complex. Vooral private credit en private equity beleggingen vinden regelmatig plaats via gelaagde fondsstructuren, *special purpose vehicles* (SPV's)²⁷ en maatwerkcontracten, waarbij meerdere partijen betrokken zijn in een keten van financiering, structurering en beheer. Ook kunnen risico's verspreid zijn over verschillende juridische entiteiten en jurisdicties. Dit vergroot de afstand tussen de uiteindelijke belegger en het onderliggende risico, en maakt het moeilijker om de economische blootstelling goed te doorgronden. De complexiteit neemt verder toe wanneer gebruik wordt gemaakt van gestructureerde producten, zoals SRT's en CLO's, omdat daarbij minder inzichtelijk is waar uiteindelijk risico's neerslaan. Door deze complexiteit is het bovendien lastiger om concentratierisico's te identificeren. Hoewel beleggingen van individuele instellingen vaak gespreid zijn over diverse fondsen, sectoren of regio's, kunnen onderliggende blootstellingen sterk overlappen, bijvoorbeeld via dezelfde vermogensbeheerder of financieringsketen.

²⁷ *Special purpose vehicles* (SPV's) zijn aparte juridische entiteiten die beleggingsfondsen kunnen opzetten voor een specifieke lening- of investeringsportefeuille.

De complexiteit zorgt ervoor dat verschillen kunnen ontstaan tussen de belangen en informatieposities van intermediairs en eindbeleggers. De investeringsketen voor private assets omvat vaak meerdere partijen, waaronder – naast de eindbeleggers – vermogensbeheerders, fondsmanagers en adviseurs. In deze keten kan sprake zijn van tegengestelde belangen. Dit kan bijvoorbeeld spelen ten aanzien van waarderingen, portefeuillegroei en risicoacceptatie, en benadrukt het belang van voldoende eigen expertise, *due diligence* en kritisch toezicht op externe partijen.

Daarnaast gaan private assets gepaard met toenemende verwevenheid tussen financiële instellingen.

Institutionele beleggers, banken, vermogensbeheerders en beleggingsfondsen zijn op verschillende manieren met elkaar verbonden op private assetmarkten. Deze verwevenheid kan ertoe leiden dat schokken zich niet beperken tot één onderdeel van het financiële systeem, maar breder doorwerken. Een voorbeeld is het gebruik van *synthetic risk transfers* (SRT's), waarbij institutionele beleggers of beleggingsfondsen kredietrisico van banken overnemen. Hoewel het gebruik van SRT's vooralsnog beperkt is tot een klein aantal grote pensioenfondsen (Box 1), neemt de populariteit van SRT's in Europa toe (BIS, 2026; ECB, 2026). Hierdoor raken de balansen van banken en niet-banken verder verweven. Ook het gebruik van *leverage* kan de transmissie van schokken versterken (zie Box 2).

Ook leidt de complexiteit van private assets tot beperkte transparantie. Het zicht op bredere, indirecte verwevenheden is beperkt. Zo is weinig informatie beschikbaar over financiers van private beleggingsfondsen, andere investeerders in dezelfde fondsen of gemeenschappelijke blootstellingen via co-investeringen. Ook is het zicht op verwevenheden tussen banken en private credit beperkt (DNB, 2026). Hierdoor zijn potentiële besmettingskanalen lastig te identificeren. Beschikbare data is vaak gefragmenteerd, niet-gestandaardiseerd en beperkt toegankelijk, wat het verkrijgen van een integraal risicobeeld bemoeilijkt. Waar bankleningen onderhevig zijn aan prudentiële regelgeving en bijbehorend toezicht, en publieke obligatiemarkten worden gekenmerkt door informatieverplichtingen die bijdragen aan marktdiscipline en prijsvorming, geldt dat in mindere mate voor private markten. Private assets vallen deels buiten directe rapportageverplichtingen en niet onder één uniform regelgevend kader.²⁸

²⁸ Zo zijn private assets onderworpen aan verschillende regelgevende kaders, zoals de *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD) voor Europese alternatieve fondsen en indirect via de eindbelegger, bijvoorbeeld onder Solvency II voor verzekeraars.

Box 2 Hefboomfinanciering bij private credit

Het gebruik van hefboomfinanciering bij private credit kan besmettingsrisico's vergroten.

Daarbij kan sprake zijn van hefboomfinanciering op verschillende plekken in de keten. Zo kunnen private creditfondsen zelf aanvullende financiering aantrekken, bijvoorbeeld via NAV-leningen waarbij de portefeuille van private creditleningen als onderpand wordt gebruikt. Daarnaast kan sprake zijn van hoge hefboomfinanciering bij bedrijven die lenen via private credit. Veel van deze bedrijven zijn eigendom van private equityfondsen met gemiddeld hogere schuldniveaus en meer hefboomfinanciering dan bedrijven die lenen via een bank. Dergelijke hefboomfinanciering kan besmettingsrisico's in tijden van stress versterken. Hierdoor neemt de kans toe dat illiquide activa met korting moeten worden verkocht.

Het gebruik van hefboomfinanciering is relatief beperkt bij Europese private credit fondsen.

Bij Amerikaanse *business development companies* (BDC's) is de gemiddelde hefboom circa 40-60% van het totale kapitaal (oftewel een hefboomratio van ongeveer 1,7-2,5). Tegelijkertijd is er sprake van grote heterogeniteit, waarbij de leverage-ratio in het 95e percentiel oploopt tot boven de 3,6 (OFR, 2026). In Europa is de hefboomfinanciering op fondsniveau over het algemeen beperkt. Uit de uitvraag blijkt dat van de beleggingen in private creditfondsen van pensioenfondsen en verzekeraars een significant gedeelte (ongeveer 60%) een mondiale focus heeft, waarvan de mate van hefboomfinanciering niet bekend is.

Het schuldniveau van bedrijven die lenen via private credit varieert per segment. Anekdotische informatie uit deze uitvraag suggereert dat het schuldniveau bij *investment grade* op circa 1,5 tot 4 keer EBITDA ligt, terwijl het schuldniveau bij *sub-investment grade* doorgaans met 6 tot 7 keer EBITDA een stuk hoger is. Verzekeraars geven aan dat hun private creditportefeuilles overwegend bestaan uit leningen aan *investment grade* kredietnemers met relatief lage hefboomfinanciering. De hefboomfinanciering is door verzekeraars vaak gemaximeerd op 4 tot 5 keer EBITDA. Tegelijkertijd wijst de data op spreiding tussen strategieën en portefeuilles. Daarnaast zijn convenanten belangrijk in de risicobeheersing. Een groot deel van de leningen is onderworpen aan financiële convenanten, wat gedeeltelijke bescherming biedt bij oplopende risico's. Aandachtspunt vormt hier de wereldwijde trend van steeds lichtere convenanten. Zo is het aandeel *covenant-lite* transacties in private credit sterk gestegen, mede door toegenomen concurrentie met publieke *leveraged loan-markten* (IMF, 2024; Pitchbook, 2025).

Groei van private assets biedt **kansen**, maar brengt ook **risico's** met zich mee

1 Risico's van private assets

Waarderingsonzekerheid

Door het ontbreken van marktprijzen kunnen verslechterde marktomstandigheden vertraagd en schoksgewijs doorwerken.

Illiquiditeit

Private assets zijn beperkt verhandelbaar en in- en uitstappen is moeilijk.

Complexiteit

De markt voor private assets is vaak ondoorzichtig, met onduidelijkheid waar risico's neerslaan. Concentratie-risico's zijn moeilijk te identificeren.

Verwevenheden

Private markten gaan gepaard met toenemende verwevenheden tussen financiële instellingen.

Financiële stabiliteit onder druk

2 Hoe risico's doorwerken

Gedwongen verkopen

Bij extreme liquiditeitsschokken kan de illiquiditeit van private assets leiden tot gedwongen verkopen en versterkte marktstress.

Instelling financieel onder druk

Bij gedwongen verkoop van private assets en een verzwakte financiële positie, kunnen de belangen van polishouders en deelnemers geraakt worden.

Besmettingseffecten

Door verwevenheden binnen het ecosysteem van private assets verspreiden schokken zich sneller door het financiële systeem.

Procyclisch handelen

In tijden van stress kunnen institutionele beleggers zich terugtrekken uit risicovollere investeringen. Afnahme van kredietverlening en risicodragend kapitaal is schadelijk voor de economie.



5 Beleidsaanbevelingen

Private assets bieden belangrijke voordelen voor de reële economie en het financiële systeem, maar deze kunnen alleen worden behouden als er voldoende aandacht is voor de bijbehorende risico's.

Dit betekent dat beleggers, marktpartijen en toezichthouders voldoende oog moeten hebben voor de kwetsbaarheden die samenhangen met de verschillende private assetcategorieën. Vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit is het daarom van belang om in te zetten op meer transparantie en adequaat risicobeheer. Zo kunnen de voordelen van private assets behouden blijven, terwijl potentiële risico's tijdig worden onderkend en beheerst.

De verdere groei van private assets vraagt om adequate monitoring. De overgang naar het nieuwe pensioencontract kan bij sommige pensioenfondsen leiden tot een grotere allocatie naar illiquide assets, terwijl bij verzekeraars de huidige allocaties onder de strategische doelstelling liggen en een verdere groei van de strategische allocatie wordt verwacht. Tegen deze achtergrond blijft het belangrijk om de ontwikkeling van private assetmarkten en de daarmee samenhangende risico's nauwgezet te monitoren. Gegeven het grensoverschrijdende karakter van de meeste private assetcategorieën is het belangrijk dat dit ook in internationaal verband gebeurt. Daarbij is het van belang dat prudentiële raamwerken aansluiten bij zowel publieke als private assets. Waar onderdelen van de prudentiële raamwerken van verzekeraars en pensioenfondsen primair zijn ingericht langs de structuur van publieke assets, moet worden verkend of deze onderdelen voor private assets aanpassing behoeven.²⁹

Het is van belang om potentiële transmissiekanalen en besmettingsrisico's beter te doorgronden.

Zowel vanuit microprudentieel toezicht als vanuit macroprudentieel systeem perspectief is het beperkte zicht op verwevenheden tussen financiële instellingen een belangrijke uitdaging. Doordat private markten van nature minder transparant zijn, is het moeilijk om goed zicht te krijgen op onderlinge verwevenheden tussen financiële instellingen. Het complexe ecosysteem rond private credit is hier een voorbeeld van (DNB, 2024). Onderlinge verwevenheden, bijvoorbeeld tussen private credit en banken, moeten verder worden onderzocht. Deze studie geeft slechts inzicht in een deel van de blootstellingen binnen de financiële sector, waardoor aanvullend werk nodig is om deze verwevenheden beter in kaart te brengen. Bij het monitoren van risico's in private assetmarkten is het bovendien van belang om oog te hebben voor het risico op overloopeffecten, zowel tussen markten als regio's. Zo zijn private assetmarkten in Europa nog relatief beperkt in omvang, maar kunnen eventuele problemen met private assets in de Verenigde Staten leiden tot besmettingseffecten. Ook kan de correlatie tussen private markten en publieke alternatieven als *leveraged loans* en *high-yield* obligaties toenemen in stressscenario's.

Gezien het grensoverschrijdende karakter van veel private assetcategorieën is internationale coördinatie essentieel. Dit internationale karakter uit zich met name bij private equity en private credit, waarbij zowel investeerders, vermogensbeheerders als de onderliggende bedrijven zich vaak in verschillende jurisdicties bevinden. Deze internationale gelaagdheid bemoeilijkt het verkrijgen van een volledig en consistent beeld van blootstellingen, risico's en onderlinge verwevenheden.

²⁹ Zo is de standaardformule voor het kapitaalvereiste van verzekeraars onder Solvency II voorafgaand aan de introductie van dit raamwerk in 2016 vastgesteld. Op dat moment betrof de allocatie naar private assets een veel kleiner deel van de portefeuille van Europese verzekeraars dan nu het geval is.

DNB levert daarom een bijdrage aan het werk van relevante internationale gremia, onder meer gericht op informatie-uitwisseling en de ontwikkeling van geharmoniseerde definities en monitoringindicatoren (FSB, 2026). Ook in Europa vormt het ontbreken van een gestructureerd kader voor het delen van granulaire data voor niet-bancaire financiële intermediatie een tekortkoming. De ECB legt dan ook de nadruk op het verbeteren van de beschikbaarheid, kwaliteit en grensoverschrijdende uitwisseling van deze data (ECB, 2026). Daarbij is het van belang om de standaard toezichtrapportages rondom private assets te verbeteren.

Het is van belang om private assets te onderwerpen aan scenarioanalyses en stresstesten. Zo is de weerbaarheid van veel private assetcategorieën – waaronder private credit - in hun huidige omvang nog niet getest gedurende een neergaande markt. Om verwevenheden en mogelijke besmettingsrisico's beter in kaart te brengen is een systeembrede analyse noodzakelijk, zoals de Bank of England momenteel onderzoekt voor private markten (BoE, 2026). Ook DNB werkt aan de ontwikkeling van een systeembrede methodiek voor stresstesten en scenarioanalyses, waarmee in de toekomst ook de gevolgen van stress op private markten beter in kaart gebracht kunnen worden. Dit vereist wel betere informatie over private assets in verschillende onderdelen van het financiële systeem, inclusief blootstellingen van buitenlandse partijen. Ontwikkeling van een dergelijke methodiek op Europees niveau is daarom eveneens opportuun.

Het is belangrijk dat het risicobeheer van financiële instellingen – waaronder verzekeraars en pensioenfondsen - aansluit bij het karakter en de complexiteit van hun beleggingen. Instellingen moeten de werking van private assets volledig begrijpen en de risico's kunnen beheersen voordat zij in dergelijke instrumenten beleggen. Omdat private assets gepaard gaan met meer ondoorzichtigheid, complexiteit en heterogeniteit dan publieke markten, stellen ze relatief hoge eisen aan het risicobeheer van financiële instellingen. Het is daarom belangrijk dat het risicobeheer hierop is toegerust, met voldoende interne expertise (DNB, 2023). Daarbij hoort ook een gedegen beoordeling in hoeverre de totale blootstelling aan private assets past binnen het risicoprofiel van de instelling. Ook bij aanscherping van het risicobeheer blijven de (rest)risico's immers relatief hoog bij private assets. Tegelijkertijd kunnen private assets en onderliggende categorieën niet als één uniforme activaklasse worden behandeld vanwege verschillen in onder meer liquiditeit, transparantie en waarderingsonzekerheid. Het is zodoende belangrijk dat deze kenmerken expliciet worden meegenomen in beleggingsbeslissingen en in de monitoring van de beleggingen. Het belang van goed risicobeheer ligt tot slot in het hiervoor benoemde feit dat veel private assetcategorieën in hun huidige omvang nog niet zijn getest in een volledige economische cyclus.

De Nederlandsche Bank N.V.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl

Volg ons op:

 Instagram

 LinkedIn

 X

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM