

Private Credits – Nieuwe bron van systemisch risico?

Anke Cornelisse

De afgelopen periode klonken veel waarschuwingen voor de risico's die private kredietverlening met zich meebrengt. Zo kwam IMF met de oproep dat door gebrek aan regulering de risico's van non-bank lenders zich langzaam opstapelen. Ook binnen Nederland, vanuit de DNB¹ klonk al eerder de waarschuwing dat de opmars van deze niet-bancaire kredietverlening een potentieel risico met zich mee brengt. En niet alleen institutionele instellingen lijken zich druk te maken, ook worden de geluiden onder beleggers steeds luider. Tijd om ons zorgen te gaan maken?

De val van First Brands Group lijkt mensen wakker te hebben geschud. Door de ondoorzichtigheid en de complexiteit van de financieringsstructuren van dit bedrijf werd pijnlijk duidelijk hoe een val een enkel bedrijf voor opschudding kon zorgen. Hoe Jamie Dimon (CEO JPMorgan) het formuleerde: 'When you see one cockroach, there's probably more.' Het is momenteel nog te vroeg om te kunnen zeggen of dit een op zichzelf staande zaak was, of dat er inderdaad een blinde vlek in het deels ongereguleerde financiële systeem is gevormd met mogelijk ingrijpende gevolgen. Maar het is nooit te vroeg om even uit te zoomen, en te begrijpen hoe risico's op systemische schokken mogelijk groter of kleiner zijn geworden door de groeiende private credit markt.

Diversifieer je assets, daarmee vang je schokken op. Maar wat als het echt mis gaat? Centrale banken dragen de verantwoordelijkheid voor het handhaven van financiële stabiliteit en reageren daadkrachtig om het risico op systeemwijde besmetting te beperken. Systemisch risico werkt als een dominospel: zodra de stenen beginnen te vallen, worden alle beleggingen geraakt. Financiële markten zijn de afgelopen jaren sterk veranderd. Een van die grote veranderingen is de rol van private credit in portefeuilles. Een asset class die zijn populariteit grotendeels te danken heeft aan het gat dat banken na de kredietcrisis

Anke Cornelisse
Beleggingsstrateeg
bij a.s.r. vermogens-
beheer



Figuur 1
1.1 Bruto rendementen, basisjaar 2000 = 100. 1.2 Groei private credit per regio. 1.3 Private credit markten vergeleken met high-yield en leveraged loans



Bron: Global Financial Stability Report, April 2024.² International Monetary Fund. Chapter 2: The Rise and Risks of Private Credit

achterlieten. Door de strengere regelgeving werden traditionele banken verplicht meer kapitaal aan te houden, waardoor zij minder ruimte hadden om risicovollere kredietnemers te financieren. Deze partijen weken uit naar alternatieve financieringsbronnen. Dit leidde tot de opkomst van private credit fondsen.

DE GROEI VAN PRIVATE CREDIT MARKT

Een rapport van het IMF uit 2024 laat zien hoe hard de markt voor private credit groeide (figuur 1.2) en dat de totale omvang van de private credit markt in 2024 niet meer onderdeed voor de markt van bijvoorbeeld leveraged loans en die van high-yield obligaties (1.4). Dat de markt voor private credit groeide is niet zo gek. Naast het feit dat deze manier van financiering voor sommige bedrijven met lagere kredietwaardigheid de enige optie was, zagen veel kredietnemers ook veel voordelen van zo’n fonds ten opzichte van een traditionele bank. De voorwaarden worden direct onderhandeld en kunnen daarom veel beter worden toegespitst op de bedrijfsspecifieke vraag. De executiesnelheid en flexibiliteit die het met zich meebracht leidde ertoe dat ook grotere, en meer kredietwaardige partijen dit als een aantrekkelijk alternatief gingen zien.

AANTREKKELIJKHEID VOOR BELEGGER

Ook beleggers zien de kansen die deze groeiende asset class biedt. Figuur 1.1 laat zien dat een belegging in private credit sinds 2000 historisch een relatief hoog bruto rendement had behaald. Dit hogere rendement komt uit de compensatie voor het illiquideits- en complexiteitsrisico. Verder biedt de verscheidenheid aan kredietwaardigheid, duratieprofielen, de aan- of afwezigheid van onderpand en de mate van illiquiditeit veel diversificatiepotentieel. Daarnaast geeft deze asset categorie toegang tot een breed scala aan duurzame initiatieven. De directe manier van krediet verstrekken is voor veel beleggers een goede mogelijkheid om aan hun impactambities te voldoen, met voorbeelden zoals duurzame infrastructuurleningen, financiering voor ontwikkelingsprojecten in opkomende landen of leningen voor sociale huurwoningen.

MINDER AFHANKELIJKHEID VAN TRADITIONELE BANKEN

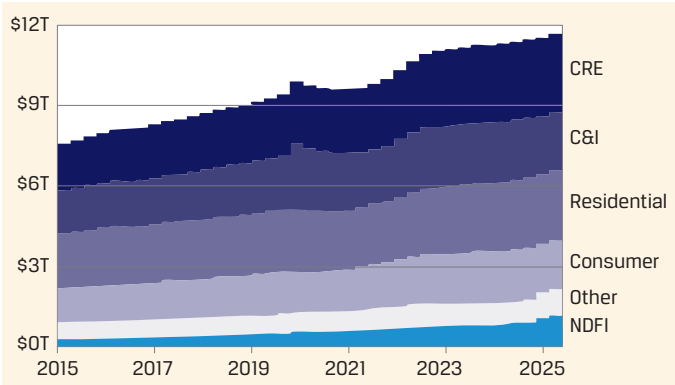
Maar wat doet deze asset class, die in zijn huidige vorm en omvang nog niet is getest in een recessieperiode, voor systemisch risico? In eerste instantie kan er geredeneerd worden vanuit het huidige systeem versus dat van 2008, waarbij traditionele banken, die vaak een belangrijke steen in het domino-effect vormen, nu een minder grote rol spelen. Er zijn alternatieve financieringsvormen, via creditfondsen, die een deel van de kredietverlening aan risicovollere partijen hebben overgenomen en zo de afhankelijkheid van banken hebben verminderd. Daarbij hebben traditionele banken last van de looptijd mismatch van hun activa en passiva. Een bankrun kan ontstaan wanneer er plotselinge onzekerheid ontstaat en depositohouders hun spaargeld veilig willen stellen. Dit fenomeen zal bij private credit fondsen niet ontstaan. Daar zijn beleggers zich doorgaans bewust van een langere investeringsperiode. Plotselinge liquiditeitsstress zal daardoor minder snel overslaan naar het hele systeem. Deze ontwikkelingen suggereren dat, door de afgenomen afhankelijkheid van banken en de kleinere kans op liquiditeitsstress, het systemische risico binnen het financiële systeem waarschijnlijk is verminderd.

HOGER RISICO DOOR MINDER REGULERING EN GEBREK AAN TRANSPARANTIE

Aan de andere kant, deze, in hun aard vaak risicovollere leningen, hebben zich verplaatst naar fondsen die grotendeels minder gereguleerd en transparant zijn dan traditionele banken. Doordat deze leningen vaak geen kredietrating krijgen, de voorwaarden verschillen per lening, en complexere vormen aan kunnen nemen is het risico op portefeuille niveau lastiger te monitoren. In sommige structuren is het niet altijd duidelijk welke onderliggende bedrijven of leningen deel uitmaken van de portefeuille. Daarnaast kan het aanbod van leningen de grote vraag vanuit beleggers soms niet bijhouden, waardoor voorwaarden worden versoepeld en illiquideitsmarges worden vermagerd.

Verder lijkt het te kort door de bocht om te zeggen dat traditionele banken niet verweven zijn in deze vorm van financieren. Zo zijn er leningstructuren te bedenken waar ook traditionele banken een grote rol spelen, zoals bijvoorbeeld bij co-financieringen of private loans. Ook lenen de private credit fondsen vaak zelf bij banken, om dat vervolgens weer uit te lenen aan bedrijven die niet terecht kunnen bij traditionele banken. Een recent rapport van Moodys³ (21 oktober 2025) laat zien dat de leningen die verstrekt worden aan niet-deposito-houdende financiële instellingen (non-depository financial institutions) vanuit banken uit de VS hard zijn gestegen (zie figuur 2) en nu een significant deel uitmaken van de balans van Amerikaanse banken. De totale omvang van leningen naar deze niet-deposito-houdende financiële instellingen is 1,2 biljoen dollar (10,4% van totale uitstaande leningen). Daarvan schat Moody's dat er 300 miljard naar private credit loans gingen. Daarnaast zijn er veel grootbanken die zelf een private credit fonds hebben opgezet en een grote rol spelen in deze markt. De verwachting is daarom dat ook de traditionele banken niet ongeschonden zullen blijven, wanneer de markt van private credits wordt opgeschud.

Figuur 2
Totale kwartaalwijze groei in leningen van Amerikaans banken, per segment



Bron: U.S. Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB): H.8 Assets and Liabilities of Commercial Banks (including branches of foreign banks) in the U.S. Moody's Ratings

Een goed voorbeeld van hoe het mis kan gaan was onlangs te zien bij First Brands Group. Dit Amerikaanse niet-beursgenoteerde bedrijf, actief in het verhandelen van auto-onderdelen, was mede door de financiering van leningen van private credit fondsen gegroeid. Doordat een groot deel van de leningen off-balance sheet was gefinancierd, was het niet eerder duidelijk hoe groot de schuldenpositie van dit bedrijf was. First Brands Group maakte onder andere veel gebruik van invoice financing, een manier van financiering waarbij je de factuur als onderpand hebt. Momenteel worden ze onder meer verdacht van dezelfde factuur voor meerdere leningen in te zetten, ook wel meervoudige verpanding genoemd. De leningen van First Brands Group werden onder meer verpakt in CLO's. De Financial Times⁴ deelde onlangs dat deze CLO's onder andere in handen waren van grote asset managers als PGIM, Blackstone en CIFIC. Faillissementen en schandalen zoals bij First Brands Group laten zien hoe de complexiteit en ondoorzichtigheid van dit soort manieren van financiering een oorzaak kunnen zijn voor een kettingreactie aan verliezen.

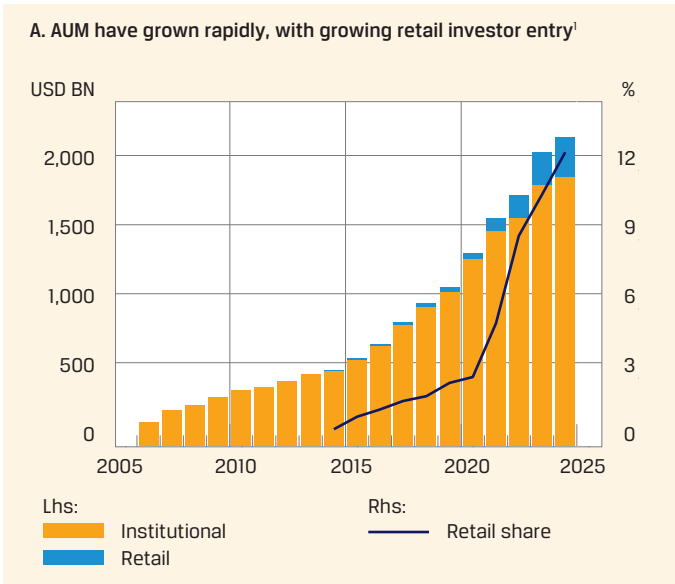
TOETREDING PARTICULIERE BELEGGEREN IN PRIVATE CREDIT

Een andere belangrijke ontwikkeling in private credit is de groeiende populariteit onder particuliere beleggers. Sinds januari 2024 heeft de aanpassing van ELTIF (European Long Term Investment Fund) 2.0 regels ervoor gezorgd dat het voor particuliere beleggers gemakkelijker is om te beleggen in langetermijnactiva, zoals infrastructuur, vastgoed en private credit. Zo kunnen ook particuliere beleggers profiteren van het potentieel dat deze markt biedt, zonder dat de barrières als illiquiditeit, hoge minimuminleg en andere complexe regelgeving in de weg staan. Dit heeft geleid tot de ontwikkeling van meer fondsen met een ELTIF label, die particulieren toegang geven tot het investeren in bijvoorbeeld private credits markten.

MAAR WAT DOET DEZE ASSET CLASS, DIE IN ZIJN HUIDIGE FORM EN OMVANG NOG NIET IS GETEST IN EEN RECESSIE PERIODE, VOOR SYSTEMISCH RISICO?

Hoewel er vaak nog wel een fondstermijn of lock-up periode geldt, zijn de uitstapmogelijkheid flexibeler dan bij een traditionele langetermijnactiva, waardoor ze vaak als semi-liquide worden bestempeld. Figuur 3 uit een BIS bulletin laten zien dat ook vóór de aanpassing van de ELTIF 2.0 regels het aandeel van particuliere beleggers in de private credit markt aan het toenemen was. Uit de Private Market Survey Report⁵ die gehouden wordt onder 500 institutionele beleggers verwacht de helft van de respondenten dat de grootste toename van vraag naar private credit de komende 1 tot 2 jaar zal voortkomen uit fondsen of producten die gericht zijn op de vraag van particulieren.

Figuur 3
Het aandeel van particuliere beleggers steeg naar circa 13% en wordt verwacht verder toe te nemen.



Bron: BIS Bulletin n106⁶ – Retail investors in private credit

Waarom deze trend noemenswaardig is: particuliere beleggers zullen waarschijnlijk sneller kapitaal terugtrekken in stress-situaties. Hoewel de beleggingen in private credit niet onmiddellijk te liquideren zijn zal ook een forse toename in uitredingsverzoeken en gebrek bij herinvesteringen leiden tot een verstoring van de markt. Verder bezitten particuliere beleggers niet altijd de kennis en middelen om de risico's die ze lopen, zoals illiquiditeits- en complexiteitsrisico, goed te doortasten.

VOOR BELEGGER BETEKENT DEZE ASSET CLASS EEN MOGELIJKHEID TOT DIVERSIFICATIE, TOEGANG TOT DUURZAME INITIATIEVEN EN EEN HOGERE RENDEMENT

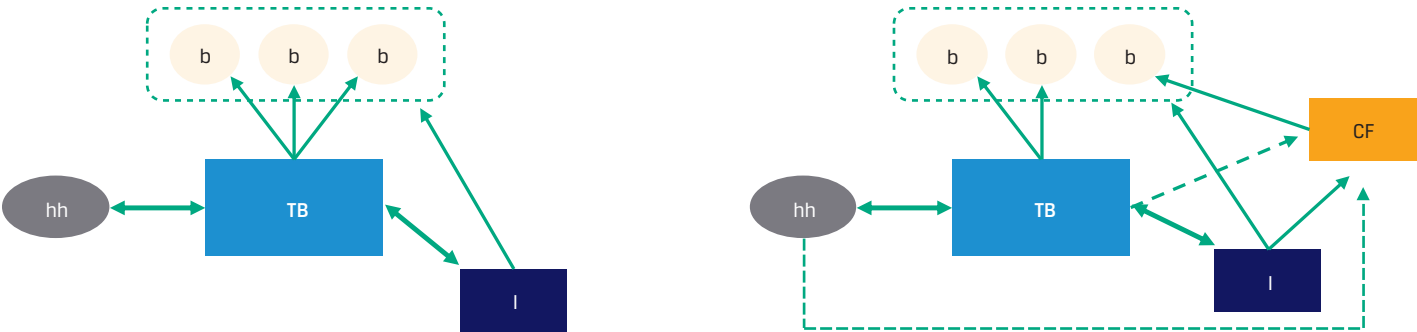
Een schok in financiële markten zal sneller gevolgen hebben voor consumentenvertrouwen, als veel consumenten een eigen belang hebben in die markten. De besmetting naar de reële economie is daarmee gemakkelijk gemaakt. Wanneer het systeem complexer wordt, er meer verwevenheid tussen de actoren plaatsvindt kan een schok sneller leiden tot besmetting van het hele systeem. Figuur 4 geeft dit weer.

CONCLUSIE

Concluderend kunnen we zeggen dat private credit fondsen de kredietnemers toegang geven tot financiering, vaak tegen een hogere snelheid en met soepelere voorwaarden dan traditionele banken dat kunnen doen. Voor beleggers betekent deze asset class een mogelijkheid tot diversificatie, toegang tot duurzame initiatieven en een hoger rendement. Dat deze manier van financiering zo hard groeide is dus heel begrijpelijk. Dat private credit het wereldwijde financiële systeem instabieler heeft gemaakt kunnen we niet zomaar concluderen. Een economie met één primaire manier van financiering, namelijk dat via traditionele banken, is namelijk afhankelijker dan wanneer er alternatieve manieren van financieren aanwezig zijn. De nieuwe dynamiek die private credit met zich heeft meegebracht, wat onder andere heeft gezorgd voor meer complexiteit, meer verwevenheid, en minder zichtbaarheid, vergt echter wel de aandacht. Zeker als particuliere beleggers, die vaak niet de kennis en middelen hebben om de kredietrisico's die ze lopen te doorgronden, een steeds groter aandeel bezitten van deze markt. Een prudente benadering van deze asset class lijkt dus op zijn plaats. Een toename van regulering in deze markten, zoals door het IMF en de DNB bepleit, zou waarschijnlijk bijdragen aan een beter inzicht in de onderliggende risico's en daarmee aan een stabielere financieel systeem.

Figuur 4
TB staat voor Traditionele Banken, b staat voor bedrijven met een kredietvraag, hh voor huishoudens die lenen en sparen bij de bank, I voor investeerders en CF voor credit fondsen. De linker situatie schets een economie zonder mogelijkheid tot alternatieve financiering. Het systeem is overzichtelijker, maar wel sterk afhankelijk van de traditionele banken. Het rechterplaatje schets een wereld met een alternatief, de credit fondsen. Het systeem laat een hogere verwevenheid zien, met een nieuwe actor die weinig transparant is

Schematische weergave wereld mét en zonder credit fondsen



Bron: Global Financial Stability Report, April 2024, International Monetary Fund. Chapter 2: The Rise and Risks of Private Credit & ASR Vermogensbeheer

Noten

1

De Nederlandse Bank (DNB). (2024, juni). *Opmars niet-bancaire kredietverleningpotentieelrisico*.<https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/achtergrond-2024/opmars-niet-bancaire-kredietverlening-potentieel-risico/>

2

International Monetary Fund (IMF). (2024, april). *Chapter 2: The Rise and Risks of Private Credit*. In *Global Financial Stability Report*. Washington, D.C.: International Monetary Fund. <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9798400257704/CH002.xml>

3

Moody's Investors Service. (2024). *US banks' private credit loan exposure nears \$300 billion*. Moody's Corporation. <https://www.moody.com/web/en/us/insights/data-stories/breakdown-of-banks-annual-reporting-on-private-credit.html>

4

Financial Times (FT). (2024). *First Brands bankruptcy: the losers – and winners*. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/66f9bf5c-b412-4650-ab92-5b7d0d6ea002>

5

Private Markets Survey Report 'The New Private Markets Advantage' (2025, juni) Afgenomen door State Street onder 500 institutionele beleggers in Noord-Amerika, Europa, Midden-Oosten en Asia-Pacific.

6

Bank for International Settlements (BIS). (2024). *Retail investors in private credit*. Basel: BIS. <https://www.bis.org/publ/bisbull106.htm>