



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 10/12/2025

Schulden: Gute Freunde kann niemand trennen

von CHRISTOF SCHÜRMANN

Zusammenfassung

Der intransparente Markt für Privatkredite ist so stark gewachsen, dass von ihm inzwischen Ansteckungsgefahren für die Märkte ausgehen. Wie groß die Risiken sind.

Abstract

The opaque market for private debt has grown so much that it now poses a risk of contagion for the markets. How big are the risks?



„Der einzige Mensch, der dir in schwierigen Zeiten nähersteht als ein Freund, ist ein Gläubiger“. Dieses Bonmot hat schon so manchen Realitäts-Check überstanden, auch im Jahr 2025. So hielten zahlreiche Kreditgeber dem US-Autoteilehändler First Brands die Stange, auch als dieser im Frühherbst Gläubigerschutz nach dem US-amerikanischen Verfahren „Chapter 11“ beantragte.

[Gerichtsunterlagen nach liegen die Verbindlichkeiten von First Brands bei 11,6 Milliarden Dollar](#). Ob das schon die letzte Zahl ist, ist unsicher: Das Unternehmen hatte weltweit ein Geflecht an Töchtern zusammengekauft – und niemand schaute so richtig hin.

Kredite erhielt der Autoteilehändler unter anderem aus sogenannten *Private-Debt*-Fonds. Hier sammeln Finanzinvestoren Gelder von institutionellen Anlegern ein und verteilen diese als Darlehen an Unternehmen. Die Private-Debt-Fonds finanzieren sich wiederum zum Teil oder übergangsweise mit Kreditlinien von Banken. Um einen Dominoeffekt zu vermeiden, haben Gläubiger First Brands nun eine Kreditlinie über 1,1 Milliarde Dollar eingeräumt. Vor First Brands war mit Tricolor ein US-Autohändler in die Knie gegangen. [Mehr als 25.000 Gläubiger sind bei Tricolor betroffen](#). In beiden Fällen sind auch zahlreiche Banken involviert.

Privatkredite im Boom

Rächt sich nun das in den vergangenen Jahren sehr starke Wachstum des Marktes für Privatkredite und droht wegen der Verknüpfungen zu Banken und sogenannten Schattenbanken größeres Ungemach für die Finanzmärkte?

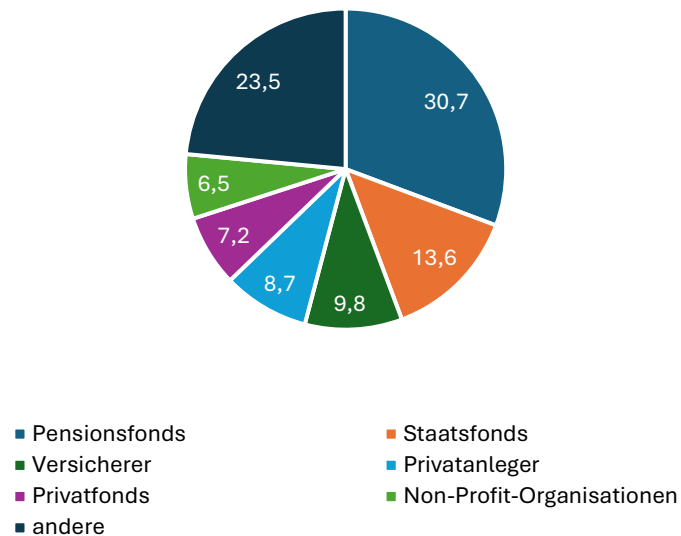
Ausschließen lässt sich das nicht. Denn die Wende hin zu höheren Zinsen frisst sich immer noch durch den Kreditmarkt, da viele mittelfristige und langfristige Darlehen noch aus der Niedrigzinszeit stammen und noch nicht verlängert worden sind.

So sieht die [Ratingagentur Standard & Poor's \(S&P\) 2028 den Gipfel an fälligen Schulden bei den von ihr benoteten Unternehmen \(Industrie und Finanzen\) erst 2028 erreicht](#): Drei Billionen Dollar werden dann fällig, davon knapp ein Drittel aus dem risikoreichen Hochzinsbereich. Nahezu 30 Prozent der drei Billionen an Fälligkeiten seien in den Jahren 2020 und 2021 bei „üppigen Finanzierungsbedingungen“ zu Niedrigzinsen an die Gläubiger ausgereicht worden, schreibt S&P.

Dieser Niedrigzins und strengere Auflagen für Banken nach der Finanzkrise, unter anderem was Kreditvergaben betrifft, sind dafür verantwortlich, dass der Markt für private Kredite in den vergangenen Jahren stark gewachsen ist. Wichtige Investoren sind Pensions-, Privat- und Staatsfonds und Versicherer (Abbildung 1).



Abbildung 1: Investoren in private Kredite (in Prozent)

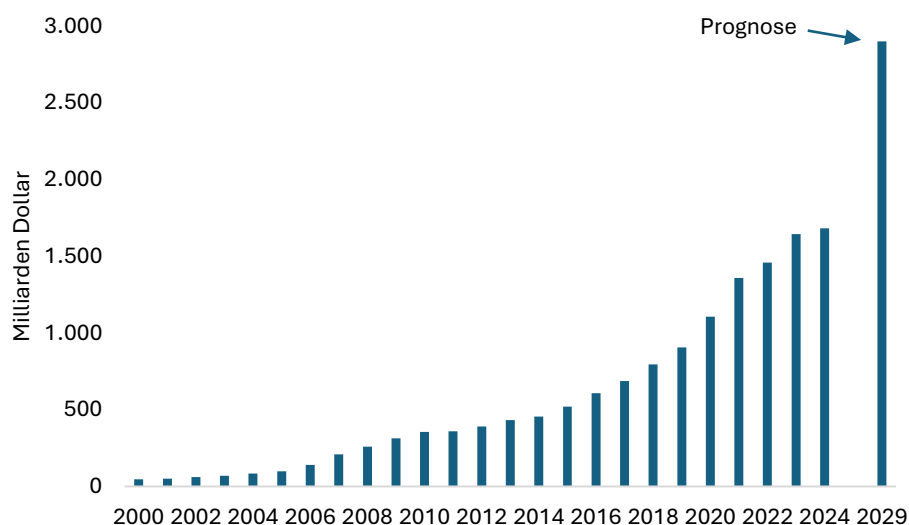


Quelle: BIZ, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Dezember 2025.

Laut Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) haben private Kreditfonds ihr verwaltetes Vermögen (*Assets Under Management/AUM*) von rund 200 Milliarden Dollar Anfang der Nullerjahre auf heute mehr als 2.500 Milliarden Dollar erhöht.

Der Löwenanteil der Privatkredite fällt auf Private Debt, das von Private-Equity-Gesellschaften als zusätzliche Investmentmöglichkeit bei Unternehmensaufkäufen angeboten oder das davon isoliert an Investoren vertrieben wird. Das Volumen von Private Debt legt stetig zu (Abbildung 2).

Abbildung 2: Entwicklung von Private Debt



Quelle: Preqin, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Dezember 2025.



Knapp 90 Prozent des Kreditvolumens wird laut BIZ von US-amerikanischen Private-Debt-Fonds gehalten, gefolgt von Europa.

Private Debt hat seinen Ursprung im sehr kleinen Maßstab in den 80er und 90er Jahren des 20. Jahrhunderts parallel zur Entwicklung des Hochzinsmarktes für Anleihen bei Firmenübernahmen (*Leveraged Loans*). Erstes stärkeres Wachstum gab es nach dem Platzen der Dotcom-Blase als Investoren nach Anlage-Alternativen abseits der Börse suchten. Aus der Nische sprang Private Debt jedoch erst als nach der Finanzkrise die sogenannten Basel-III- und andere Regulierungen die Kreditvergabe der Banken an bonitätsschwache Unternehmen über die Verschärfung von Eigenkapitalforderungen verteuerte. Davon sind insbesondere Mittelständler und Private-Equity-finanzierte Unternehmen betroffen. Private-Debt-Fonds sprangen dafür ein und schlossen das „*Bank Lending Gap*“.

Der Aufwand bei Private Debt ist geringer. Die aufwändige Kreditprüfung von Banken entfällt. Bei der Aufnahme von Schulden außerhalb der Börse entfällt die Prospektpflicht (die jedoch auch börslich häufig nicht notwendig ist), es gibt keine Prüfung seitens einer Börse. Geschäftsergebnisse oder Bonitätsveränderungen verändern nicht den Kurs, da die einzelnen Schuldverschreibungen nicht börsennotiert sind. Investoren wiederum eröffnen sich Investitionsmöglichkeiten in nicht-öffentliche Kreditpools. Zudem ist Private Debt zum Teil variabel verzinst, hat also einen Schutzmechanismus vor höherer Inflation.

Der Datenanbieter Preqin erwartet, dass Private Debt weiter von aktuell knapp 1,7 Billionen bis 2029 auf 2,9 Billionen Dollar wächst, der gesamte Markt für private Kredite wird auf 4,5 Billionen Dollar im Jahr 2030 geschätzt. Zum Vergleich: [Der Markt für Hochzinsanleihen ist aktuell rund 5,5 Billionen Dollar schwer und soll mit 4,3 Prozent jährlich wachsen auf ein Volumen von 8,4 Billionen Dollar im Jahr 2035. In der Eurozone lag Ende 2023 der Anteil von Gläubigern außerhalb des Bankensektors an Unternehmenskrediten laut Europäischer Zentralbank bei 27 Prozent.](#)

Enorme Spanne an Renditen gemäß IRRs

Anbieter von Private Debt sind oft deckungsgleich mit Private-Equity-Gesellschaften. Entsprechend wenden diese für die Performanceberechnung die auch bei Private Equity verwendete spezielle Methode der IRR an, die einmal erzielte Renditen auf das eingesetzte Kapital fortschreiben. Daten von Preqin nach konnten Anleger in Private Debt seit 2000 sogenannte Internal Rates of Return (IRR) von rund 8 bis 15 Prozent erzielen. Das mag lukrativ erscheinen, [doch sind diese IRRs nicht mit per annum berechneten Renditen vergleichbar.](#)

Bei Auswertung von Dollar-Private-Debt-Fonds für dieses Paper auf Basis von Bloomberg-Daten zeigen sich niedrigere IRRs. Im Durchschnitt von 710 Fonds, die in den Jahren 2005 bis 2023 aufgelegt wurden, ergibt sich eine IRR von durchschnittlich 8,9 Prozent. Die Spanne ist enorm: Sie reicht von einer IRR von minus

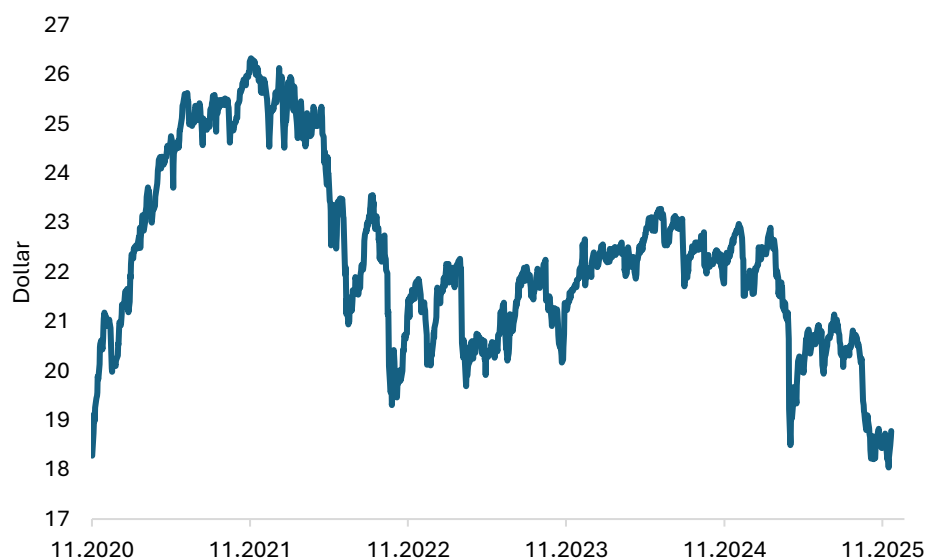


40,5 bis plus 53,7 Prozent. Berücksichtigt bei der Spanne sind Fonds der Jahre 2005 bis 2012, da diese bereits vollständig zurückgezahlt sein sollten. Auch wenn der Vergleich hinkt, da IRRs und per-annum-Renditen nichts gemeinsam haben: Der BofA US High Yield Index Total Return Index, der die Rendite von Hochzinsanleihen nachzeichnet, hat über 20 Jahre um jährlich 6,7 Prozent zugelegt. Seit dem Finanzkrisentief Ende 2008 lag der jährliche Zuwachs bis zum Dezember 2025 bei durchschnittlich 8,9 Prozent pro Jahr.¹

Zum *Private-Credit*-Universum zählen neben Private Debt auch US-amerikanische *Business Development Companies* (BDCs). Über BDCs beteiligen sich Privatinvestoren an einem – angeblich – diversifizierten Pool von Krediten. Laut Bank für Internationalen Zahlungsausgleich repräsentieren BDCs mit mehr als 300 Milliarden Dollar an Einlagen ein Fünftel des privaten Kreditmarktes in den USA.

BDCs, geschlossene Kreditfonds und andere private Kreditinstrumente trackt der Virtus Private Credit Strategy ETF. Zuletzt fiel dieser passive börsennotierte Fonds auf ein Fünfjahrestief, was auf Probleme hinweist (Abbildung 3).

Abbildung 3: Virtus Private Credit Strategy ETF



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Dezember 2025. **Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

¹ Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.



Big Tech spielt plötzlich mit

Mittendrin im großen Schulden-Monopoly sind plötzlich Spieler, die jahrzehntelang Investitionen aus ihren Cashflows finanziert und Darlehen höchstens einmal zur Optimierung ihrer Bilanzstruktur oder für Aktienrückkäufe in Anspruch nahmen: die großen Technologiekonzerne. Noch greifen die Unternehmen in erster Linie auf die klassische Finanzierung über Anleihen zurück, das heißt auf Public Debt, das börsennotiert ist. Doch es gibt bereits erste Berührungspunkte zu Private Credit.

Seit diesem Herbst fluten Alphabet, Meta und andere Tech-Firmen den Markt mit Anleihen, deren Volumen dieses Jahr am Ende um die 100 Milliarden Dollar betragen haben wird. Das ist wahrscheinlich nur ein Anfang: [J.P. Morgan erwartet über fünf Jahre Anleiheemissionen für die Finanzierung von Rechenzentren in Höhe von 1,5 Billionen Dollar.](#)

Bei einem der großen Emittenten – Oracle – blinkt die Ampel bereits gelb. Hier stieg die Prämie für den Versicherungsschutz gegen einen Kreditausfall in der ersten Dezember-Woche auf den höchsten Stand seit der Finanzkrise 2009. Die Oracle-Aktie hat nach einem von KI-getriebenen Allzeithoch seit September rund ein Drittel an Wert verloren.²

Der Kurs von IREN Ltd. brach Anfang Dezember binnen Kürze um 15 Prozent ein, nachdem die KI-Cloud-Service-Firma milliardenschwere Wandelanleihen angekündigt hatte. Dass Aktionären zu viele oder möglicherweise zu teure Schulden nicht schmecken, zeigt auch Coreweave. Der Aktienkurs des US-Rechencenter-Spezialisten hat sich vom Sommerhoch mehr als halbiert. Coreweave musste für eine bis maximal 2030 laufende Anleihe üppige 9,25 Prozent an jährlichem Zins bieten. Der Kurs dieser Anleihe wiederum liegt aktuell rund ein Zehntel im Minus.

Neben klassischen Finanzierungen wie Anleihen greift Big Tech inzwischen auch auf Spezialkonstruktionen aus dem Private-Credit-Universum zurück – zumindest der Meta-Konzern. Für die Finanzierung des Rechenzentrums „Hyperion“ ist die Facebook-Mutter mit dem US-Vermögensverwalter und Private-Credit-Anbieter Blue Owl Capital ein Joint-Venture eingegangen. An „Hyperion“ hält Blue Owl 80 Prozent, Meta dagegen nur 20 Prozent, um das auf 20 Jahre lang geplante Projekt (vier Jahre fix, plus dann jeweils vier Jahre Verlängerungsoption) aus der eigenen Bilanz halten zu können.³ Minderheitsanteile ohne Kontrolle eines Joint-Ventures müssen Unternehmen nicht bilanzieren, solange Wirtschaftsprüfer dies auf Basis der aktuell gültigen Bilanzrichtlinien auch bestätigen.

² Dabei gilt: Die vergangene Wertentwicklung gibt keinerlei Hinweise auf die künftige Wertentwicklung. Dies gilt für alle hier erwähnten Unternehmen und Papiere.

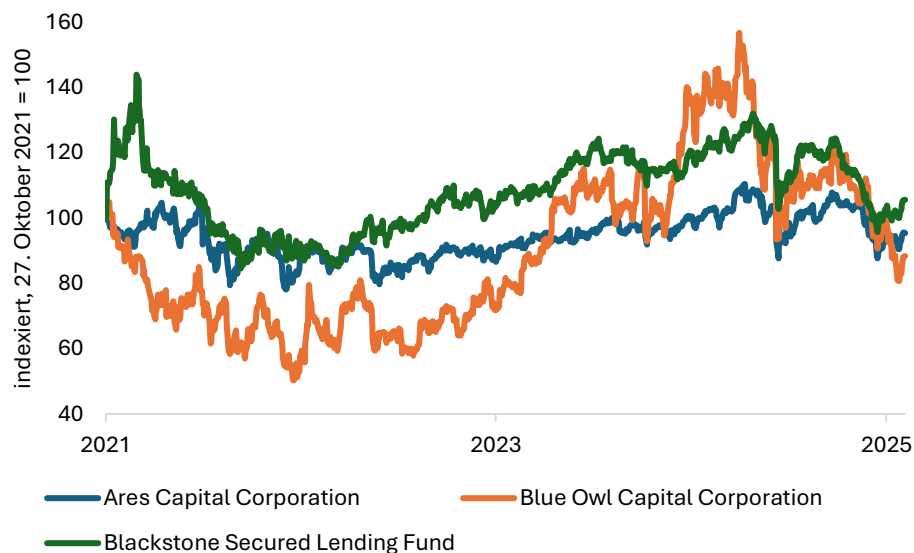
³ Die Fertigstellung ist für 2029 geplant



Kontrolle über den Blue-Owl-Anteil hat die Holding Beignet Investor. Diese emittierte für die Finanzierung des Joint-Ventures Anleihen mit Fälligkeiten im Jahr 2049 über 27,3 Milliarden Dollar.

Blue Owl wiederum hat eine Tochter als Business Development Company (BDC) börsennotiert. Auch am Kurs der Blue Owl Capital Corporation und Kursen von anderen BDCs wie Ares Capital Corporation oder Blackstone Secured Lending Fund zeigt sich, dass die Höhenflüge von Private Credit zumindest unterbrochen sind (Abbildung 4).

Abbildung 4: Kurse von BDCs im Vergleich



indexiert seit Erstnotiz Blackstone Secured Lending Fund, Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: Dezember 2025. **Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Banken als Co-Financiers im Risiko

Vehikel für private Kredite sind keine isolierte Veranstaltung. US-Banken haben aktuell rund 1.200 Milliarden Dollar an sogenannte „Intermediäre ohne Einlagengeschäft“, darunter 300 Milliarden an private Kreditgeber, verliehen. Hier könnte es also Ansteckungseffekte von Private Credit zum Bankensektor geben, wenn Private-Credit-Fonds in Schieflage geraten. Die annualisierte Wachstumsrate von Banken bei der Kreditvergabe an solche Intermediäre liegt seit 2012 im Durchschnitt bei etwa 26 Prozent pro Jahr. Diese Kredite hätten die schnellste Wachstumsrate unter allen Formen von Bankkrediten verzeichnet, so die Federal Reserve Bank of St. Louis.



In der weltweit wichtigsten Markt-Umfrage, dem BofA Global Fund Manager Survey, nannten 59 Prozent der befragten Fondsmanager im November das Segment „Private Equity/Private Credit“ als wahrscheinlichste Quelle für ein systemisches Kreditereignis. Das waren mehr als doppelt so viele im Vergleich zur September-Umfrage.

Die Europäische Zentralbank warnt, dass der [„nicht-Banken Finanzintermediärsektor jede Marktkorrektur angesichts von Liquiditätsschwachstellen, gehebelten Exponierungen und steigenden Konzentrationsrisiken“ verstärken könnte](#). [Bundesbank-Vorstand Michael Theurer schrieb im Oktober Private-Debt-Fonds vier Risiken zu: Illiquidität, Intransparenz, Verschuldung und die Verflechtung mit dem Bankensektor](#). Die Intransparenz erschwere sowohl Investoren die Risikobewertung als auch Aufsichtsbehörden die Überwachung. Zudem würden Kreditrisiken für Fondsinvestoren häufig erst mit Verzögerung sichtbar, da das Portfolio nicht kontinuierlich neu bewertet wird. Derzeit habe die Aufsicht zu wenige Daten zu Private-Debt-Fonds und zu den Kreditnehmern der Fonds. [Der Internationale Währungsfonds warnt, dass sich zum Teil mehrere Hebelstufen etabliert hätten: von Kreditnehmern über Fonds bis hin zu Endinvestoren](#). In einem Abwärtsszenario könnte das gesamte Netzwerk gezwungen sein, gleichzeitig seine Engagements zu reduzieren, was zu Ansteckungseffekten auf andere Märkte und die Gesamtwirtschaft führen würde. [Ratings von Privatkrediten können „systematisch“ aufgebläht sein, erklärte im Herbst die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich](#).

Ein Indikator für zunehmenden Stress im System ist, dass Unternehmen ihre Anleihen zunehmend nicht per Zinsauszahlung bedienen, sondern als sogenannte Payment in Kind (PIK). Das sind in der Regel zusätzliche Schuldpapiere. Der Schuldner weitet also seinen Schulden aus, der Gläubiger erhält statt Zinsen weitere Schuldpapiere. [Laut der Investmentbank Lincoln International kommen PIK in bereits elf Prozent aller von ihr untersuchten Transaktionen vor](#). Dies entspräche einer „Schattenausfallquote“ von sechs Prozent, so Lincoln, jeder 16. Kredit sei de facto also schon marode.

Weht vielleicht schon ein Hauch von Lehman durch die Märkte? [Einige Schulden des US-Autohändlers Tricolor hatten wenige Monate vor dem Zusammenbruch jedenfalls noch ein Top-Rating \(AAA\)](#).

Fazit

Die strengere Bankenregulierung hat möglicherweise nur zu einer Verlagerung von Kreditrisiken in den Schattenbankensektor geführt. Trotzdem gibt es Rückkopplungen auf die Banken, weil diese dort engagiert sind. Keine Überwachung und eine dürre Datenlage kennzeichnen den Markt für private Kredite, die offenbar zum Teil sehr leichtfertig vergeben wurden. Es wäre verwunderlich, wenn die lange Niedrigzinsphase nicht zu zahlreichen Fehlbewertungen von Risiken geführt und Investoren auf der Suche nach Rendite zu überschwänglich angelegt hätten. Billionen von



Dollar, Euro oder auch Yen sind noch zu Niedrigzins finanziert und müssen erst in den kommenden Jahren den Krisentest deutlich höherer Zinsen überstehen. Da Ansteckungen nicht unwahrscheinlich sind, sollte bei Neuanlagen vor allem im Hochzinsbereich Qualität vor Renditejagd stehen.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Christof Schürmann; *Redaktionsschluss* 10. Dezember 2025