



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 27/03/2026

Privatkredite: Casino Royale

von CHRISTOF SCHÜRMANN

Zusammenfassung

Fonds, die nach der Finanzkrise die Rolle von Banken übernommen haben und seither zunehmend als Kreditgeber von Unternehmen fungieren, stehen unter Druck. Könnte die Krise einen Systemschock auslösen?

Abstract

Funds that took over the role of banks after the financial crisis and have since increasingly acted as lenders to businesses are under pressure. Could the crisis trigger a systemic shock?



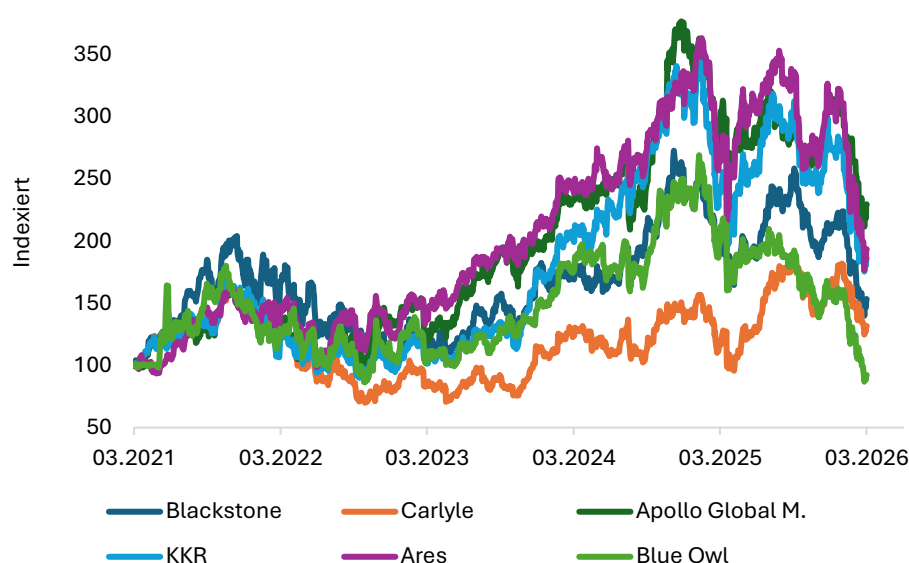
Es gibt viele Börsenweisheiten, einige davon überstehen jeden Realitätscheck. Das geflügelte Wort „Liquidität ist immer dann nicht da, wenn man sie braucht“ gehört dazu. Der Spruch will sagen, dass Investoren bei ihren Anlagen darauf achten sollten, ob sie auch in Krisenzeiten Positionen schnell und zu vernünftigen Preisen abstoßen können. Achten sie nicht darauf, laufen sie in eine Liquiditätsfalle. Sie können mangels Nachfrage nicht verkaufen. In den vergangenen Jahren sind viele Investoren bewusst und zunehmend in wenig liquide Anlagen gegangen – gemäß dem rund um den Kölner Dom gepflegten Motto: „Et hätt noch emmer joot jejang“.

Dass dies in unregelmäßiger Folge nicht der Fall ist, zeigt derzeit der boomende Markt für Privatkredite (je nach Abgrenzung Private Credit oder als Teil davon Private Debt genannt). An diesem Markt hängen nicht nur Gelder von professionellen Investoren, sondern auch private Anleger sind mit dabei – obwohl sie dies vielleicht gar nicht wissen. Banken finanzieren Anbieter von Private Credit oder sie agieren selbst als Initiatoren von Kreditfonds. In den vergangenen Monaten taten sich zahlreiche Risse auf, bis hin zu Totalausfällen einiger Kredite. [Während die Anbieter von Private Debt beruhigen](#), sprechen andere von einem hohen Risiko: Privatkredite könnten die Zündschnur [für die nächste große Finanzkrise sein](#). Doch ist dem so?

Kurse spiegeln Skepsis wider

Sicher ist: Es gibt viel Skepsis, abzulesen an den Kursbewegungen großer Anbieter sogenannter Alternativer Assets und von Private Credit. Die Aktienkurse solcher Anbieter wie Blackstone, Carlyle, Apollo Global Management, KKR, Ares oder Blue Owl sind von ihren Hochs um ein Viertel bis zu knapp zwei Drittel in die Knie gegangen (Abbildung 1).¹

Abbildung 1: Aktienkurse von Anbietern Alternativer Assets und Private-Credit-Investmentgesellschaften



18. März 2021 = 100, Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2026. **Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

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



Apollo, Blackstone und Ares sind laut S&P Global die Top-3-Investoren in Private Credit mit 723, 432 und 391 Milliarden Dollar an zuletzt gemeldeten Vermögenswerten. Zudem haben börsennotierte Anleihen von Anbietern Alternativer Assets seit Jahresanfang teils mehr als zehn Prozent an Kurswert verloren und rentieren in Dollar je nach Laufzeit zwei bis drei Prozentpunkte oberhalb der als sicher geltenden US-Staatsanleihen. Auch die Aktienkurse von Großbanken wie JPMorgan, Morgan Stanley und europäischer Häuser verzeichnen dieses Jahr von ihren Höchstständen im Januar deutliche Verluste von rund einem Fünftel bis zu mehr als einem Drittel, während die taktgebenden Aktien-Indizes leicht im Minus sind.² In der Woche bis zum 11. März 2026 [verzeichneten Fonds mit dem Fokus Finanzsektor 2,3 Milliarden Dollar an Abflüssen, während als sichere Anlage geltende Geldmarktfonds hohe Zuflüsse verzeichneten](#). Laut [Goldman Sachs wurden zur nahezu gleichen Zeit Finanzwerte am stärksten aus Aktienportfolios abgestoßen](#).

Auch wenn dies nicht allein auf Probleme bei Private Credit zurückzuführen sein mag, zeigen die Marktbewegungen einen Stimmungsumschwung bis hin zu krisenhaften Zügen: 2025 gehörten Banken noch zu den Top-Performern an der Börse.

Billionenschwerer Markt

Der Markt für Private Credit hat längst Gewicht. 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 mehr als 2.500 Milliarden Dollar](#) erhöht. Der Löwenanteil der Privatkredite mit einem Anteil von rund drei Vierteln fällt auf sogenanntes Private Debt, das von Private-Equity-Gesellschaften wie Blackstone oder KKR als zusätzliche Investmentmöglichkeit bei Unternehmensaufkäufen angeboten oder das davon isoliert an Investoren über Fonds vertrieben wird. Laut Angaben des Alternative Credit Council (ACC) vom Dezember 2025 [lag der globale Markt für Privatkredite 2024 sogar bei bereits 3,5 Billionen Dollar](#). Der Datenanbieter Preqin erwartet, dass der Markt [im Jahr 2030 rund 4,5 Billionen Dollar groß sein wird](#). Auch wenn die Angaben variieren, sind das im Gegensatz zu früher keine Kleckerbeträge mehr, sondern Größenordnungen, die Einfluss auf andere Märkte und Anlagen haben können.

Ein wichtiger Treiber der deutlichen Aufwärtsentwicklung von Private Credit sind die strengere Regulierung nach der Finanzkrise, die die Banken zu einer restriktiveren Kreditvergabe zwingen, und die deutlich geringeren Anforderungen an Schuldner von Privatkrediten, was beispielsweise Offenlegungspflichten betrifft. Dazu kam als wesentlicher Faktor die Suche institutioneller Investoren nach vermeintlich stabilen, laufenden Erträgen. In den Zehnerjahren waren die Renditen bei traditionellen Zinsanlagen wie Anleihen zu gering für beispielsweise Versicherungen und Pensionskassen, um ihre Leistungsversprechen erfüllen zu können.

² Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung



Dazu spielt ein zum Teil steigender Kapitalbedarf von Unternehmen, zunächst aus Infrastruktursektoren und zuletzt von Technologieunternehmen, Stichwort Künstliche Intelligenz, eine Rolle. So boomte bis Ende vergangenen Jahres der Markt für Privatkredite, getrieben von dem Versprechen, hohe Renditen bei angeblich geringen Schwankungen erzielen zu können.

Von institutionellen Investoren dominiert

Institutionelle Investoren stehen laut Alternative Credit Council für 76 Prozent aller Anlagen in Private Credit. Sehr vermögende plus durchschnittliche Privatanleger halten 24 Prozent. In Deutschland und anderswo ist es möglich, dass Angestellte und Selbstständige über ihre Pensionskassen und Vorsorgewerke in Private Credit investiert sind. In den USA waren solche Investitionen über Altersvorsorgepläne („401 (k)“) unter strengen Voraussetzungen möglich, spielten aber praktisch keine Rolle. Mit einer im August 2025 erlassenen [„Executive Order“](#) („Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors“) sind Investments in Private Credit aus US-Altersvorsorgeplänen heraus nun jedoch deutlich erleichtert.

Laut Bank für Internationalen Zahlungsausgleich stammt der Löwenanteil der privaten Kredite aus den Vereinigten Staaten (87 Prozent). Auf Europa – ohne Vereinigtes Königreich – entfallen sechs Prozent und auf das Vereinigte Königreich drei bis vier Prozent. Von den verbleibenden rund drei Prozent kommt der größte Teil aus Kanada. Laut Alternative Credit Council sind die USA nach wie vor der größte Markt für private Kredite und machen 65 Prozent des verwalteten Vermögens aus. Gleichzeitig verschiebt sich die regionale Kapitalallokation: Während Nordamerika weiterhin den größten Markt darstellt, verzeichnet Europa einen deutlichen Bedeutungszuwachs. Neue Gelder („Fundraising“) stammten laut der Analysefirma Pitchbook 2025 mit 79,4 Milliarden Dollar zunehmend von europäischen Private-Debt-Fonds (plus 40 Prozent gegenüber 2024) und machten etwa ein Drittel der globalen Mittelzuflüsse aus. So war der Ares Capital Europe VI der schwerste Fonds, der 2025 sein Fundraising beendete (siehe Tabelle).



Tabelle: Top-20-Private-Credit-Fonds, die 2025 ihr Fundraising beendeten

Fonds	Fondsmanager	Volumen (Milliarden Dollar)
Ares Capital Europe VI	Ares Management Corp.	20,0
Oaktree Opportunities Fund XII	Oaktree Capital Management LP	16,0
CVC European Direct Lending IV	CVC Credit Partners LLC	12,2
NB Private Debt V	Neuberger Berman Group LLC	7,3
Pemberton Mid-Market Debt Fund IV / Pemberton Senior Loan Fund II	Pemberton Asset Management SA	7,1
Coller Credit Opportunities II	Coller Capital Ltd.	6,8
KKR Asset-Based Finance Partners II	KKR & Co. Inc.	6,5
TPG AG Credit Solutions Fund III	TPG Angelo, Gordon & Co. LP	6,2
HIG WhiteHorse Middle Market Lending Fund IV	HIG WhiteHorse	5,9
17Capital Strategic Lending Fund 6	17Capital LLP	5,5
Pantheon Senior Debt III	Pantheon Ventures Inc.	5,2
Apollo Accord+ II	Apollo Global Management Inc.	4,8
Diameter Dislocation Fund III	Diameter Capital Partners LP	4,5
PGIM Senior Loan Opportunities II	PGIM Inc.	4,2
Alpinvest Strategic Portfolio Finance Fund II	Alpinvest Partners BV	4,0
Thoma Bravo Credit Fund III	Thoma Bravo LP	3,6
ICG Europe Mid-Market II	Intermediate Capital Group SAS	3,5
Capital Four Private Debt V	Capital Four Inc.	3,5
Crescent European Specialty Lending III	Crescent Capital	3,5
Crestline Direct Lending Fund IV	Crestline Investors Inc.	3,5

Zahlen auf eine Nachkommastelle gerundet, Quelle: S&P Global, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2026.

Geschlossene Fondsstrukturen

Private-Credit/Debt-Konstrukte sind grundsätzlich geschlossen. Eine Umfrage des Alternative Credit Council innerhalb der Branche zeigt, dass bei den Befragten 80 Prozent oder 1,35 Billionen Dollar in Fondsstrukturen gehalten werden, die den Anlegern keine vorzeitigen Rückforderungsrechte einräumen.

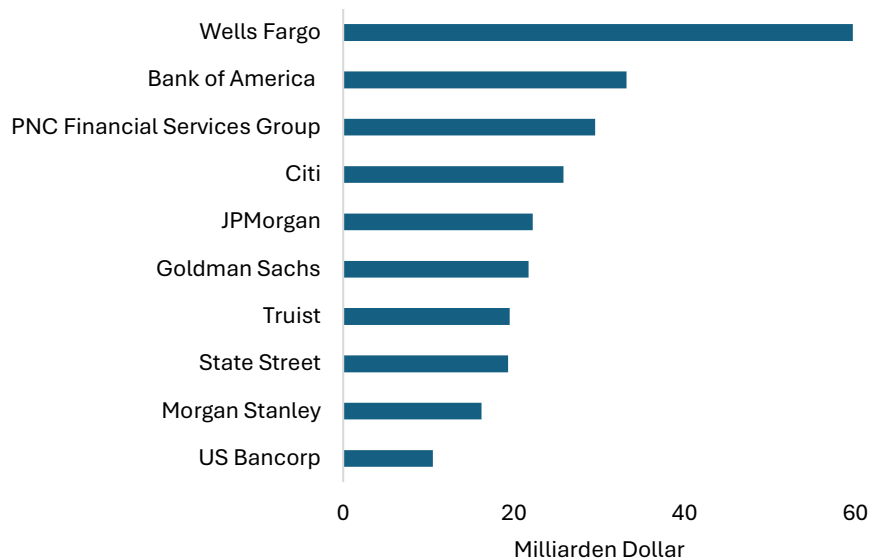
Allerdings gibt es auch semi-liquide Fondsvehikel, für die folgende Faustregel gilt: Je Quartal dürfen Anleger fünf Prozent ihrer Einlagen zurückfordern. Diese Fonds kommen seit diesem Jahr unter Druck. Denn nachdem im vergangenen Herbst [einige milliarden schwere, von Private-Debt-Fonds finanzierte US-Unternehmen Pleite gingen](#), geht die Angst um. „Ich sollte das vermutlich nicht sagen. Aber wo eine Kakerlake ist, da gibt es wahrscheinlich noch mehr. Jeder sollte jetzt vorge-warnt sein“, [so Jamie Dimon im Oktober 2025](#). Dimon ist nicht irgendwer, sondern



Chef der weltgrößten Bank JPMorgan. Dimon redet nicht nur, sondern er handelt auch. Seit vergangenem September reduziert JPMorgan milliardenschwere Kredite, die an Anbieter von Private Credit vergeben worden waren und [wertete diese zum Teil laut einem Bericht der „Financial Times“ ab](#).

Nach Angaben der US-Einlagensicherung FDIC vom Februar 2026 [hatten US-Banken per Ende des dritten Quartals 2025 insgesamt gut 1,3 Billionen Dollar an den Schattenbankensektor](#) verliehen. [300 Milliarden Dollar davon standen laut Moody's per Ende Juni 2025 bei Anbietern von Private Credit aus](#). Das Office of Financial Research ermittelte in einer Studie vom März 2026, [dass der Private-Credit-Sektor bei Banken und Schattenbanken mit 410 bis 540 Milliarden Dollar in der Kreide stehe](#). Einen Großteil davon hat laut Moody's die US-Bank Wells Fargo verliehen (Abbildung 2).

Abbildung 2: Ausleihungen von US-Banken an Private-Credit-Anbieter



per 30. Juni 2025, Quelle: Moody's, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2026.

Möglicherweise handelt JPMorgan mit der Reduzierung des Engagements nach dem Motto: Die Letzten beißen die Hunde. Ist ein Marktsegment marode, dann lohnt ein rechtzeitiger Rückzug. Erfahrungsgemäß sind für die 'Avantgarde der Scheuen' die Verluste am geringsten. In der weltweit am meisten beachteten Finanzmarkt-Umfrage, dem Bank of America Merrill Lynch Global Fund Manager Survey, nannten zuletzt 63 Prozent Private Equity/Private Debt als wahrscheinlichste Quelle für ein „systemisches Kreditereignis“. Möglich ist, dass Banken auch direkt Unternehmen finanziert haben, die gleichzeitig Darlehen von Private-Credit-Fonds erhalten. Die Fonds haben trotz stark wachsender Bedeutung nur einen Teil der Bankfinanzierungen übernommen.

Nicht nur ein Kreditgeber für ihrerseits Kredit-gebende Fonds wie JPMorgan zieht sich zurück. Investoren in den Fonds fordern Gelder ein – teils über das ihnen eingeräumte Recht von fünf Prozent ihrer Einlagen pro Quartal hinaus. So ist der 82,5



Milliarden Dollar schwere Blackstone-Flaggschiff-Fonds BCRED auf fünf Prozent Rücknahmequote limitiert, sah sich jüngst aber Rücknahmeanfragen über 7,9 Prozent gegenüber. Um diese bedienen zu können, zwang Blackstone Mitarbeiter, Geld aus der eigenen Tasche beizusteuern. 25 leitende Mitarbeiter buttern 150 Millionen Dollar zu; Blackstone selbst legte aus der Firmenkasse weitere 250 Millionen Dollar obendrauf.

Knauserig zeigte sich dagegen der weltgrößte Vermögensverwalter Blackrock. Bei einem 26 Milliarden Dollar schweren Private-Credit-Fonds forderten Anleger 9,3 Prozent zurück. Nur fünf Prozent bediente Blackrock, so wie es maximal vorgesehen ist.

Banken vergeben nicht nur Kredite an die Anbieter von Kreditfonds, sondern haben auch eigene Vehikel aufgelegt. So hat Morgan Stanley gerade ebenfalls Rücknahmewünsche für seinen Private-Credit-Fonds „North Haven Private Income“ begrenzt, nachdem Anleger 10,9 Prozent ihrer Anteile in Cash ummünzen wollten.

Spitzenreiter bei den Rücknahmeforderungen unter den großen Fondsanbietern ist der Alternative-Asset-Anbieter Cliffwater. Hier summieren sich die Rücknahmewünsche bei seinem 33 Milliarden Dollar schweren Kreditfonds auf gleich 14 Prozent. Cliffwater bediente nur sieben Prozent.

Stone Ridge Asset Management teilte den Kunden [seines 2,4 Milliarden Dollar schweren Alternative Lending Risk Premium Fund Mitte März mit](#), dass deren jüngsten Rückzahlungsforderungen zu hoch seien: nur elf Prozent davon könne Stone Ridge gewähren.

Die börsennotierte Blue Owl fror ihren 1,6 Milliarden Dollar schweren Blue Owl Capital Corp. II Fund gleich ganz ein. Obwohl Blue Owl zu Jahresanfang [über eine Liquiditätsreserve von 2,4 Milliarden Dollar verfügt haben soll](#), werden nun Kredite im Wert von 1,4 Milliarden Dollar, darunter 600 Millionen Dollar aus dem gesperrten Fonds, verkauft. Blue Owl plant, 30 Prozent des Nettoinventarwerts des gesperrten Fonds über Kapitalausschüttungen an die Anleger zurückzugeben. Der Nettoinventarwert ist ein vom Unternehmen selbst ermittelter Gegenwert ihrer Anlagen, in dem Falle der Wert des 1,6 Milliarden schweren Fonds.³

Blue Owl ist eine sogenannte Business Development Company (BDC). Über BDCs beteiligen sich Privatinvestoren an einem – angeblich – diversifizierten Pool von Krediten und teilweise Eigenkapital an Unternehmen. Noch vor wenigen Jahren hatte Blue Owl Geld unter anderem an Schnapsbrennereien verliehen. Heute mischt Blue Owl im Multimilliardenmarkt Künstliche Intelligenz mit: so beim größten privaten Schulden-Deal aller Zeiten, der 30-Milliarden-Dollar-Finanzierung des Rechenzentrums "Hyperion" von Meta (Facebook).

³ Die Entnahmen oder die Schließung eines Fonds sind kein Indikator für die Wertentwicklung der Fonds. Bei der Schilderung handelt es sich um keine Anlageempfehlung



Laut Bank für Internationalen Zahlungsausgleich repräsentieren BDCs mit mehr als 300 Milliarden Dollar an Einlagen ein Fünftel des privaten Kreditmarktes in den USA.

Dass deren Nettoinventarwerte aktuell deutlich weniger Vertrauen entgegengebracht wird als noch vor wenigen Monaten, zeigt der ETRACS MVIS Business Development Companies Index ETN iNAV Index, der einen laufend berechneten Schätzwert des Nettoinventarwerts von BDCs widerspiegelt. Davor war dieser Wert unter Druck gekommen, als 2022 im Zuge stark steigender Inflation die Aktienkurse global einknickten (Abbildung 3).

Abbildung 3: ETRACS MVIS Business Development Companies Index ETN iNAV Index



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2026. **Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Nachdem Anleger jahrelang die Bewertung der Private-Credit-Anbieter für bare Münze genommen haben, tauchen jetzt Fragen nach der wahren Werthaltigkeit auf, die kaum jemand beantworten kann – wahrscheinlich nicht einmal die Anbieter selbst.

Die börsennotierte BDC [Blackrock TCP räumte Ende Januar einen plötzlich um 19 Prozent niedrigeren Nettoinventarwert ein](#). Probleme mit mehreren großen Schuldnern seien für den Einbruch verantwortlich.

Cliffwater beispielsweise hält 3.600 Kredite und Kreditinstrumente, darunter Private-Credit-Vehikel anderer Anbieter. Dazu kommen 1.700 Kreditzusagen. Die Kredite, und damit der Nettoinventarwert, sind nach der sogenannten Fair-Value-Methode bewertet. Fair Value bedeutet: Cliffwater nutzt hier aufgrund fehlender Marktpreise eigene Bewertungsschemata, nach der sogenannten Level-3-Methode. Wirtschaftsprüfer wissen: Hier schreiben Unternehmen eigene Schätzwerte in die Bilanz.



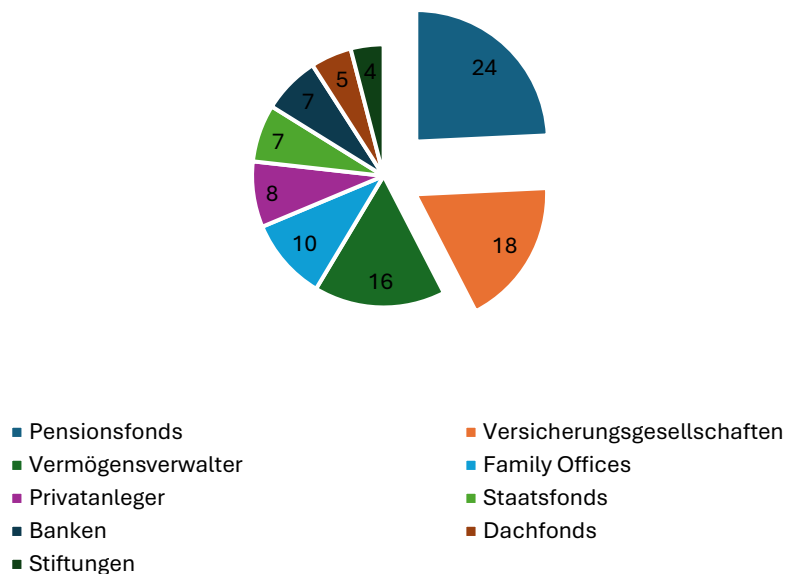
So wie Cliffwater verfährt auch Blue Owl. Die Business Development Company bewertet in ihrer Bilanz Vermögenswerte und Schulden nicht zu Börsenpreisen, sondern entweder nach Discounted-Cash-Flow-Methoden oder nach „Monte-Carlo-Simulationen“.⁴

Ältere erinnern sich: So was kann selbst dann schiefgehen, wenn Nobelpreisträger wie bei Long Term Capital Management (LTCM) am Werk sind. Der LTCM-Hedgefonds erlangte Berühmtheit, weil die Märkte nicht so mitspielten, wie es Millionen von Simulationen eigentlich nahegelegt hatten. 1998 standen die Finanzmärkte deshalb am Abgrund und konnten nur mit einer konzertierten Aktion von US-Notenbank Federal Reserve und den damals dominierenden globalen Großbanken gerettet werden.

Versicherer im Schatten

Ein wesentlicher Teil des Schattenbankensystems sind Versicherer. Sie mischen am Markt für private Kredite kräftig mit und drehen das berühmte „große Rad“. [US-Lebens- und Rentenversicherer hielten im Jahr 2025 rund 1,8 Billionen Dollar an Private-Credit-Investments](#), was 46 Prozent ihrer gesamten Anlagen in Schuldpapieren repräsentierte. Die Summe von 1,8 Billionen Dollar umfasst auch Papiere, die die Versicherer untereinander handeln können und die deshalb nicht dem klassischen Private-Credit-Markt zuzurechnen sind. Dies berücksichtigt, bleiben 950 Milliarden Dollar von Versicherern an kaum und nicht-liquiden Anlagen in Private Credit. Das sind 24 Prozent des Anleiheportfolios des Sektors sowie 17 Prozent aller investierten Vermögenswerte. Auch bei den Neudotierungen in Private Credit lagen Pensionsfonds und Versicherer im Jahr 2024 global vorne (Abbildung 4).

Abbildung 4: Anteil Neudotierung von Kapital in Private Credit im Jahr 2024 nach Investortyp



Quelle: ACC, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2026.

⁴ Die Monte-Carlo-Simulation ist ein Verfahren, das komplexe Probleme über wiederholte Zufallsstichproben zu lösen versucht



Falls es also Abschreibungen auf Private-Credit-Investments gibt, dürften sie – gleich verteilte Risiken unter allen Investoren unterstellt – zu rund einem Drittel bei den US-Lebens- und Rentenversicherern aufschlagen.

Darüber hinaus haben Private-Equity-/Private-Credit-Gesellschaften Versicherer übernommen oder Partnerschaften mit ihnen geschlossen. Verbandelt sind beispielsweise Apollo Global Management und der Lebensversicherungsabwickler Athene, KKR und Global Atlantic, Blackstone und Resolution Life sowie Brookfield und American Equity Investment Life Insurance Company. Das hat Auswirkungen für die Kapitalanlage: Nordamerikanische Versicherer mit Private Equity im Rücken halten [laut Internationalen Währungsfonds deutlich mehr illiquide Anlagen als solche ohne Finanzinvestoren-Partnerschaft](#).

Fundamentale Risiken steigen

Neben den Liquiditätsproblemen von Private Credit steigen auch die fundamentalen Risiken: Die [US-Private-Credit-Ausfallrate lag Anfang 2026 bereits bei 5,8 Prozent](#) und hat damit ein Stressniveau erreicht, das historisch als kritisch gilt. [Morgan Stanley schätzt, dass die Rate auf acht Prozent steigen könnte](#). Zwar habe „die Disruption durch KI die Fundamentaldaten privater Kredite bislang noch nicht ‚wesentlich‘ beeinflusst, doch könnten die hohe Verschuldung und die sich abzeichnenden Fälligkeitsswellen im Software-Sektor die Ausfallraten auf Höchststände treiben, wie sie seit der Pandemie nicht mehr zu beobachten waren“, schrieb das Analystenteam von Morgan Stanley Mitte März 2026. In einem negativen Szenario [könnten die Ausfälle laut der Schweizer Großbank UBS sogar bis auf 14 bis 15 Prozent steigen](#), insbesondere „bei strukturellen Schocks im Software- und Tech-Sektor“. Bei von Fitch beobachteten US-Mittelständlern mit einem Umsatz von bis zu 100 Millionen Dollar und ausstehenden Schulden von maximal 500 Millionen Dollar [war die Ausfallquote der privaten Kredite 2025 bereits auf einen Rekordwert von 9,2 Prozent](#) gestiegen.

[Laut Lincoln International zahlten zuletzt elf Prozent der Schuldner von Private Credit ganz oder teilweise keine Zinsen mehr](#). Die Gläubiger erhielten stattdessen neue Schuldpapiere von den betroffenen Unternehmen (sogenanntes Payment-In-Kind/PIK).⁵ Laut Lincoln hat sich zudem Ende 2025 das Loan-to-Value-Verhältnis (LTV-Ratio) bei den auf PIK angewiesenen Unternehmen dramatisch verschlechtert auf einen Wert von 76,1.⁶

⁵ Manager solcher Privat-Credit-Portfolios verlangen bei PIK-Zahlungen trotz der Krise bei den finanzierten Unternehmen eine höhere Gebühr, da diese regelmäßig prozentual auf das verwaltete Vermögen erhoben wird

⁶ Der LTV gibt Aufschluss darüber, wie groß die Eigenkapitalreserve hinter einem Kredit ist. Ein LTV unter 0,5 bedeutet, dass der Wert des Unternehmens um 50 Prozent fallen könnte und der Kredit dennoch gedeckt wäre. Ein LTV von mehr als 0,7 bedeutet eine nur begrenzte Eigenkapitalreserve zur Absicherung der Kreditrückzahlung



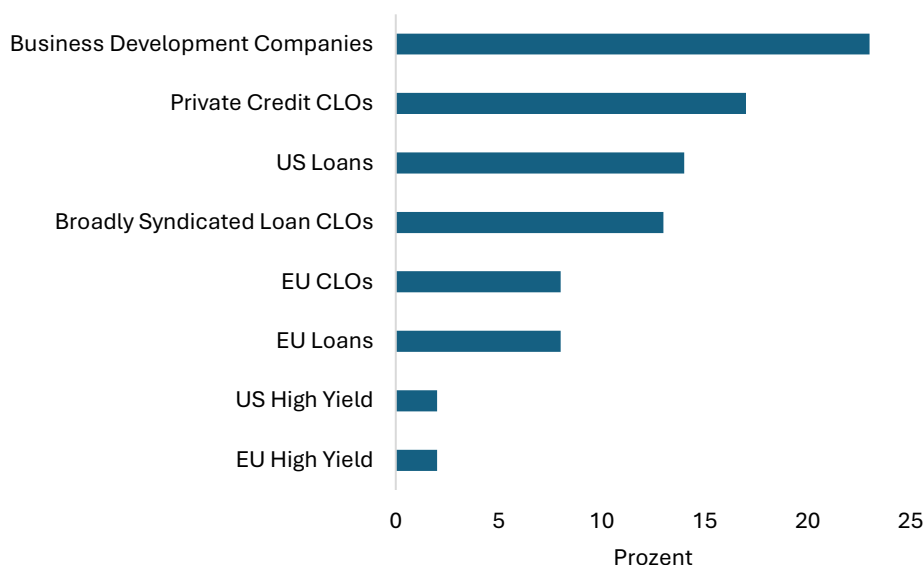
Typische Signale für einen späten Kreditzyklus, in dem Fehlallokationen von Kapital zutage treten, sind derzeit steigende Bonitätsabstufungen, zunehmend Richtung der tiefen Ratingstufe CCC. Dabei sind Investitionen in eher schwache Bonitäten bei Private Credit ohnehin eher die Regel: „Wir beabsichtigen, in Wertpapiere zu investieren, die von Ratingagenturen mit einem Rating unterhalb von Investment Grade bewertet wurden oder die, würden sie bewertet, ein Rating unterhalb von Investment Grade erhalten würden. Wertpapiere unterhalb von Investment Grade, die oft als „Junk Bonds“ bezeichnet werden, weisen hinsichtlich der Fähigkeit des Emittenten, Zinsen zu zahlen und den Kapitalbetrag zurückzuzahlen, überwiegend spekulative Merkmale auf. Sie können zudem illiquide und schwer zu bewerten sein“, [heißt es etwa in einem Prospekt eines Kreditfonds von Blackrock](#).⁷

Nachrangige Papiere wie CLO-Equity-Investments (Collateralized Loan Obligation Equity Investments), die mit an vorderster Front bei Verlusten stehen, sind bis Mitte März teilweise um bis zu 40 Prozent von ihren Hochs abgerutscht. Solche CLOs und die unter deutlichen Bewertungsabschlägen leidenden börsennotierten Business Development Companies preisen Probleme also vermutlich bereits ein.

Sorgenkind Software

Bis zum Siegeszug von KI galt Software als der Zukunftsgewinner. Entsprechend ist auch der Software-Anteil in den Kreditbüchern hoch. In Private-Credit-CLOs, die mehrere oder zahlreiche Kredite bündeln, liegt der Software-Anteil bei 17 Prozent, bei BDCs beträgt der Anteil sogar 23 Prozent. Das ist jeweils mehr als ihr Anteil in klassischen Schuldtiteln (übliche Kredite und Anleihen/Loans und Hochzinspapiere/High Yield, Abbildung 5).

Abbildung 5: Wo sich Schulden von Software-Unternehmen verstecken



Quelle: Bloomberg Opinion auf Basis Pitchbook, LCD, Morningstar, S&P Global, BofA, Morgan Stanley, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2026.

⁷ vom Englischen ins Deutsche übersetzt



Mitte März musste [JPMorgan einen 5,3 Milliarden Dollar schweren Schulden-Deal mit dem Unternehmenssoftware-Hersteller Qualtrics wegen eines Käuferstreiks von Investoren stoppen.](#)

[Schätzungen zufolge sollen rund 40 Prozent aller Kredite bei von Private Equity begleiteten Übernahmen den Software-Sektor betreffen.](#) Das [Fonds-Flaggschiff von Blackstone wirbt mit 25 Prozent Software-Anteil.](#)

Ein substanzieller Teil dieser Kredite wird in den kommenden Jahren fällig. [Nach Daten von Pitchbook stehen 2027 rund elf Prozent der Kredite im Softwarebereich zur Rückzahlung oder Refinanzierung an, gefolgt von weiteren 20 Prozent im Jahr 2028.](#) Ein hoher Refinanzierungsbedarf kann in unsicheren Zeiten die Probleme verschärfen und die Ausfallraten anheizen.

Zudem kommt ein wichtiger Faktor hinzu: der Kapitalhunger der sogenannten Hyperscaler. Microsoft, Alphabet, Meta, Amazon und Oracle wollen laut Schätzungen dieses Jahr und 2027 insgesamt annähernd 1,5 Billionen Dollar investieren. Ein Großteil dieser Investitionen dürfte schuldenfinanziert sein. Die fünf neuen Schwergewichte am Anleihemarkt könnten zu Refinanzierungsproblemen bei schwächeren Schuldnern führen, wenn Anleger Papiere der großen Adressen bevorzugen sollten. Zudem sind Anleihen von Alphabet, Amazon & Co sogenannte Jumbos: milliardenschwer und deshalb im Börsenhandel sehr liquide. Schon 2025 machten Neuemissionen aus dem KI-Umfeld 14 Prozent des US-Investmentgrade-Bondmarktes aus – doppelt so viel wie 2024.

Strukturelle Risiken treten zutage

Die strukturellen Risiken des Private-Credit-Marktes treten nun zutage. Dass dieser wenig liquide ist, sollte Investoren bewusst sein. Möglicherweise neu ist für einige, dass die modellbasierten Bewertungen der Kredite schlagartig deutliche niedrigere Preise bis hin zum Totalverlust ergeben können. Es gibt einen starken Anreiz, von Private-Credit-Anbietern Wertanpassungen nach unten so lange wie möglich hinauszuzögern: Ihre Einnahmen (Fees) sinken dann zunächst nicht. Niedrigere Preise bedeuten nicht nur Verluste bei den Investoren in Private Credit, sondern auch höhere Refinanzierungskosten für Portfolio-Unternehmen.

Es ist zweifellos ein Teufelskreis in Gang, der angesichts allgemein steigender Renditen bei Anleihen und rückläufigen Zinssenkungsfantasien, was die Erwartungen an die US-Notenbank betrifft, sich eher noch verstärken dürfte.

Bei den in Private Credit stark involvierten Banken (Abbildung 2) stünden unter der Annahme von 15 Prozent an Ausfällen bei Private Credit durchschnittlich 2,5 Prozent des Eigenkapitals auf dem Spiel. Das ergibt eine Analyse auf Basis von Bloomberg-Daten. Die Range ist groß: 0,9 Prozent bis zu 10,4 Prozent (Median: 2,5 Prozent) an Eigenkapital könnten verloren gehen. Im Durchschnitt ist das eine sehr überschaubare Größe. Bei US-Lebens- und Rentenversicherern würde ein Ausfall bei Private Credit von 15 Prozent ebenfalls 2,5 Prozent kosten – allerdings ihrer



gesamten Anlagen. Das wäre empfindlich, aber noch verkraftbar. Deutsche Versicherer haben 2,8 Prozent ihrer Anlagen in Private Debt investiert, zeigt eine in diesem März veröffentlichte Erhebung des Bundesverbands Alternative Investments. Verluste von 15 Prozent darauf würden demnach 0,42 Prozent der Gesamtanlagen kosten, was fast zu vernachlässigen wäre.

Wie immer kommt es auf die Details an. Größere negative Einschnitte sind in Einzelfällen nicht nur möglich, sondern wahrscheinlich. So brachte beispielsweise der Zusammenbruch des Hedgefonds Archegos Capital im März 2021 die Credit Suisse nicht nur einen Verlust von mehr als fünf Milliarden Dollar ein, sondern kostete sie letztendlich die Selbständigkeit, die sie an die UBS verlor. Bei BDCs sind die Strukturen ihrer Anlagen stark unterschiedlich und damit auch die Verlustrisiken. Während einige BDCs zu einem Großteil besicherte Kredite als Vermögen haben, dominieren bei anderen unbesicherte Schulden.

Unter den gegebenen Annahmen von 15 Prozent Ausfallquote bei Private Credit stünden geschätzte 375 Milliarden Dollar auf dem Spiel; Verluste, die breit gestreut aufschlagen würden. Dies sollte kaum zu einem Systemcrash führen, aber in Einzelfällen zu starken Verwerfungen. Zudem könnten Anleger bei Marktstress mangels Verwertungsmöglichkeiten von Private Credit liquide Anlagen wie etwa Aktien, Anleihen oder Gold abstoßen. Ansteckungseffekte auf andere Vermögensklassen sind also nicht ausgeschlossen.

Insgesamt ist zu erwarten, dass der Aufschwung bei geschlossenen Fonds wie Private Equity und Private Credit/Private Debt einen erheblichen Dämpfer bekommen wird und möglicherweise die Kapitalallokation institutioneller Investoren zukünftig wieder vermehrt in liquide Anlagen gehen könnte. Erst ein Massenexodus aus dem rund 18 Billionen Dollar schweren Gesamtmarkt für Alternative Assets würde systemische Folgen haben.

Referenzen

Avalos, F., Doerr, S., Pinter, G. (2025), The global drivers of private credit, BIS Quarterly Review

Berg, T., Lee, J.H. (2026), Measuring Counterparty Exposures to Private Credit, Office of Financial Research

Cortes, F., Diaby, M., Windsor, P. (2023), Private Equity and Life Insurers, IMF Global Financial Stability Notes

Davis, A., (2026), Private Credit's Liquidity Squeeze Puts Lenders in a Tight Spot, Morningstar Markets

Krol, J., Ma, C. (2025), Financing the Economy 2025, Alternative Credit Council in Partnership with Houlihan Lokey



Lee, T., Margolis, L., (2026), U.S. Private Credit Default Rate Continues Upward March to 5.8% in January 2026, Fitch Non-Rating Action Commentary

Preqin (2025), Private Markets in 2030 Report

Schürmann, C. (2025), Schulden: Gute Freunde kann niemand trennen, Flossbach von Storch Research Institute

Schürmann, C. (2025), Schlägt Private Equity Aktien?, Flossbach von Storch Research Institute



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

© 2026 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 Hirsch, Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, 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* 26. März 2026