

BLKB Investment Insight

Private Credit unter Druck: Stresstest oder strukturelle Krise?

Der Private Credit Markt durchläuft seinen ersten grösseren Stresstest seit dem rasanten Wachstum der letzten Dekade. Schlagzeilen über Rücknahmebeschränkungen, KI-Disruption und prominente Ausfälle dominieren die Medien. Doch ein nüchterner Blick auf die Fundamentaldaten zeichnet ein differenzierteres Bild – mit spezifischen Risiken statt systemischer Ansteckungsgefahr.

Nach über einer Dekade rasanten Wachstums ist Private Credit erstmals unter erheblichen Druck geraten. Prominente Ausfälle Ende 2025, allen voran First Brands und Tricolor, haben die Aufmerksamkeit der Märkte auf die Anlageklasse gelenkt. Hinzu kamen Sorgen über möglicherweise zu optimistische Bewertungen und vor allem über die hohe Konzentration in Softwareschuldnern, die durch generative KI-Technologien unter Druck geraten könnten.

Was folgte, war eine Welle von Rücknahmebegehren, die die Branche erschütterte. Laut der Financial Times forderten vermögende Anleger im ersten Quartal 2026 rund USD 20.8 Mrd. aus Privatkreditfonds zurück, darunter namhafte Anbieter wie zum Beispiel Blue Owl, Blackstone und BlackRock. Diese aktivierten folglich ihre vertraglich vereinbarten Rücknahmebeschränkungen, um die verbleibenden Investoren zu schützen.

Die zentrale Frage lautet: Handelt es sich um einen sentimentgetriebenen Verkaufsdruck oder um den Beginn einer fundamentalen Krise?

Schlagzeilen versus Fundamentaldaten

Die Diskrepanz zwischen wahrgenommenem Risiko und realer Performance ist bemerkenswert. BlackRock dokumentiert Ausfallraten per Ende 2025, die je nach Methodik und Datenanbieter zwischen 1.1% und 5.6% variieren. Die Spanne erklärt sich vor allem dadurch, ob lediglich Zahlungsausfälle oder auch restrukturierte und einvernehmlich angepasste Kredite mitgezählt werden. Gerade die in der Presse genannten hohen Werte beruhen oft auf weit gefassten Definitionen – ein Hinweis darauf, dass die häufig zitierten Ausfallraten in den Schlagzeilen ohne Kontext oder Angabe der Methodik irreführend sein können.

Ein weiteres Indiz für die Stabilität der Kreditqualität liefern die Non-Current-Loan-Raten, also der Anteil notleidender Kredite am Gesamtportfolio. Laut UBS Research lagen diese per Q1 2025 bei 0.96% und damit auf einem historisch ausgesprochen tiefen Niveau. Während der Finanzkrise 2008–2010 kletterten die Non-Current-Raten zeitweise auf über 5%.

Auch die Schuldner selbst zeigen sich überwiegend solide. Laut BlackRock berichten 62.6% der Kreditnehmer ein Jahreswachstum des bereinigten EBITDA, mit durchschnittlich 4.6% – leicht über dem Zehnjahresdurchschnitt. Auch die gewichteten Zinsdeckungsgrade haben sich seit den Tiefständen von 2024 deutlich verbessert. Diese Bestandsaufnahme deckt sich mit der Einschätzung von Michael Arougheti, CEO von Ares Management: In Privatkredit- und Bankenportfolios sowie Kreditkartenausfällen sei kein Wendepunkt im Kreditzyklus erkennbar.

Trotz der überwiegend soliden Fundamentaldaten lohnt sich der Blick auf eine Entwicklung unter der Oberfläche: die Zunahme von Payment-in-Kind-Strukturen (PIK), also Kredite, bei denen Zinsen nicht bar bezahlt, sondern dem Kreditbetrag zugeschlagen werden. PIK-Einkommen hat sich seit der Vor-Pandemie-Phase mehr als verdoppelt. Es gibt jedoch Schutzmechanismen für die Nutzung von PIK, wie beispielsweise zeitliche oder vertragliche Beschränkungen und Anreize zum Schuldenabbau. Entscheidend bleiben letztlich die realisierten Verluste – und diese zeigen sich bis dato noch weitgehend stabil.

Das KI-Dilemma

Der hohe Anteil von Softwareunternehmen in Privatkreditportfolios ist kein Zufall, sondern das Ergebnis einer jahrelangen Investitionslogik. Softwareunternehmen galten als ideale Kreditnehmer: wiederkehrende Abonnementumsätze, hohe Bruttomargen und eine starke Kundenbindung durch tief in Geschäftsprozesse integrierte Produkte schienen auch hohe Verschuldungsgrade vertretbar zu machen. Die Folge war eine ausgeprägte Konzentration. Während Software im Hochzinsmarkt lediglich 3% des Volumens ausmacht und im syndizierten Kreditmarkt 13%, entfallen im Privatkreditmarkt rund 23% der Engagements auf Softwareschuldner, bei den zehn grössten Privatkreditgebern sogar 26%. Mit dem Aufkommen generativer KI-Technologien hat sich diese Kalkulation verändert. Funktionen, für die Unternehmen bisher spezialisierte Softwareprodukte lizenziert haben, lassen sich (zumindest theoretisch) zunehmend durch KI-Modelle ersetzen, was die Umsatzbasis vieler Schuldner direkt bedrohen würde und gleichzeitig erhebliche Investitionen in die eigene KI-Transformation erforderte. Damit verbleibt bei der aktuellen Verschuldung kaum freier Cashflow. Nicht mehr nur einzelne Marktteilnehmer, sondern ganze Softwarekategorien stehen unter Disruptionsdruck – und damit ein überproportional grosser Teil der Privatkreditportfolios.

Der eigentliche Stresspunkt ist damit die Konzentration auf Softwareunternehmen. Hier divergieren die Einschätzungen der Marktteilnehmenden markant. Pessimisten sehen in der Kombination aus hoher Konzentration, geringer Cashflow-Flexibilität und drohender Umsatzerosion ein ernstes Verlustrisiko. Optimisten entgegnen, dass Softwarekredite mehrheitlich senior-secured sind, also bei einem Ausfall vorrangig bedient werden und durch Vermögenswerte des Kreditnehmers besichert sind, und mit Loan-to-Value-Quoten von rund 40% erhebliche Verlustpuffer bieten.

Die wahrscheinlichste Konsequenz ist nicht eine breitflächige Krise, sondern eine deutlich zunehmende Streuung zwischen Managern. Jene, die das Softwarerisiko früh adressiert und selektiv in Unternehmen mit widerstandsfähigen Geschäftsmodellen investiert haben, dürften erheblich besser abschneiden als weniger disziplinierte Manager. Die eigentliche Bewährungsprobe steht ohnehin noch bevor. 2028 und 2029 werden jeweils rund USD 50 Mrd. Softwarekredite von niedriger Bonität fällig. Viele davon wurden in der Tiefzinsphase 2020 bis Anfang 2022 vergeben.

Rücknahmen: Stresssignal oder funktionierendes Sicherheitssystem?

Die meistbeachteten Schlagzeilen drehen sich um Rücknahmebeschränkungen bei semiliquiden Privatkreditfonds, sogenannten Non-Traded BDCs. Diese Vehikel richten sich primär an vermögende Privatanleger und wurden explizit entwickelt, um einem breiteren Publikum Zugang zu einer Anlageklasse zu ermöglichen, die historisch institutionellen Investoren vorbehalten war. Sie erlauben Anlegern pro Quartal maximal 5% des Nettoinventarwerts zurückzugeben – ein bewusst gewähltes Limit, das sich am Tilgungsprofil der unterliegenden Kredite orientiert und Notverkäufe in Krisenzeiten verhindern soll.

Der Druck, den wir nun aktuell bei den Rücknahmen sehen, geht primär von Privatanlegern aus und wird durch negative Schlagzeilen verstärkt. Institutionelle Investoren hingegen halten ihre Allokationen weitgehend stabil. Zur Einordnung der Dimension: Der Non-Traded-BDC-Markt umfasst rund USD 300 Mrd., weniger als 10% des gesamten Privatkreditmarkts von beinahe USD 4 Bio. Die geschlossenen, institutionell ausgerichteten Vehikel, die keinen Rücknahmemechanismus kennen, sind damit um ein Vielfaches grösser als das Segment, das derzeit die Schlagzeilen dominiert.

Zudem halten Anbieter typischerweise 20–30% liquide Aktiva als Polster und können auf Kreditlinien zurückgreifen. Privatanleger sollten sich allerdings bewusst sein, dass das Liquiditätsdesign dieser Vehikel einer langfristigen Anlage entspricht und nicht mit börsenkotierten Produkten verwechselt werden sollte.

Begrenzte Ansteckungsgefahr

Der Vergleich mit der Finanzkrise von 2008 drängt sich Vielen auf, hält unserer Ansicht nach aber einer genauen

Betrachtung nicht stand. Drei Unterschiede sind entscheidend:

Erstens das Hebelprofil: Banken waren vor 2008 bis zu 32-fach gehebelt, Privatkreditfonds operieren mit null- bis maximal zweifachem Hebel.

Zweitens die Bankenverflechtung: Laut dem Financial Stability Board (FSB) machen Bankkredite an Privatkreditfonds weniger als 0.5% der gesamten Bankenaktiva aus. J.P. Morgan kommt in seinen Szenarioanalysen zum Schluss, dass selbst ein extremer Schock mit 10% Ausfallrate in Privatkrediten lediglich eine BIP-Belastung von 0.4–0.5% erzeugen würde.

Drittens das Asset-Liability-Matching: Im Gegensatz zu Banken, die kurzfristige Einlagen in langfristige Kredite transformieren, ist das Kapital in den meisten Privatkreditstrukturen langfristig gebunden.

Fazit:
Der Privatkreditmarkt durchläuft seinen ersten substanziellen Stresstest. Dabei bleiben die Fundamentaldaten solide, die strukturellen Sicherungsmechanismen funktionieren wie vorgesehen, und eine systemische Ansteckung des Bankensektors ist aufgrund der begrenzten Verflechtung unwahrscheinlich. Eine Wiederholung der Finanzkrise von 2008 ist nicht zu erwarten.

Das grösste reale Risiko ist konzentriert, nicht systemisch: Die überproportionale Exponierung gegenüber Softwareunternehmen birgt erhebliches Verlustpotenzial, das sich ab 2027/28 bei den Fälligkeiten von rund USD 50 Mrd. Softwarekrediten von schwächerer Bonität materialisieren könnte. Wer hier früh selektiv war, hat einen Vorteil gegenüber den Mitbewerbern.

Für Anleger gilt: differenzieren, nicht pauschalisieren. Diversifikation, Manager-Selektion und ein klares Verständnis der Liquiditätsstruktur sind entscheidende Erfolgsfaktoren – heute wie in den kommenden Quartalen.



Katia Mazza, CFA
Portfoliomanagerin iQ

katia.mazza@blkb.ch
+41 61 925 87 87

Disclaimer
Dieses Dokument enthält Werbung.

Dieses Dokument dient nur zu Werbe- und Informationszwecken, ist ausschliesslich für die Verbreitung in der Schweiz bestimmt und richtet sich explizit nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht an Personen, die möglicherweise US-Personen nach der Definition der Regulation S des US Securities Act von 1933 sind, verteilt und/oder weiterverteilt werden. Gemäss Definition umfasst der Begriff "US Person" jede natürliche US-Person oder jede nach amerikanischem Recht gegründete juristische Person, Unternehmung, Firma, Kollektivgesellschaft oder sonstige Gesellschaft. Eine Vervielfältigung oder Reproduktion dieses Dokuments, auch auszugsweise, ist ohne vorgängige schriftliche Einwilligung der Basellandschaftlichen Kantonalbank (BLKB) nicht gestattet.

Die Ausführungen und Angaben in diesem Dokument wurden von der BLKB - teilweise aus externen Quellen, welche die BLKB nach bestem Wissen als zuverlässig beurteilt - mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen zusammengestellt. Die BLKB bietet keinerlei Gewähr für deren Inhalt, Vollständigkeit und Richtigkeit. Sie lehnt jede Haftung für Schäden oder Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben.

Dieses Dokument sowie die darin enthaltenen Informationen stellen weder eine Beratung noch ein Angebot noch eine Aufforderung noch eine Empfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung, zum Erwerb oder zum Verkauf irgendwelcher Finanzinstrumente oder zur Vornahme sonstiger Transaktionen dar. Sie bilden auch keine Grundlage für einen entsprechende Vertrag oder eine entsprechende Verpflichtung jedwelcher Art. Dementsprechend entbinden sie den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Dem Empfänger wird empfohlen, bei Bedarf unter Beizug eines Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen eigenen Verhältnissen, insbesondere auf rechtliche, steuerliche, regulatorische und andere Konsequenzen zu prüfen.

Sämtliche Informationen und geäusserten Einschätzungen sind rein indikativ, nur im Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments aktuell, können sich jederzeit ändern und sind als Entscheidungsgrundlage ungeeignet. Die in diesem Dokument enthaltenen zukunftsbezogenen Aussagen basieren auf den Annahmen und Erwartungen, welche die BLKB zum heutigen Zeitpunkt für realistisch hält, die sich aber als falsch herausstellen können. Entsprechend besteht das Risiko, dass Aussichten, Vorhersagen, Prognosen, Projektionen und andere in zukunftsbezogenen Aussagen beschriebene oder implizierte Ergebnisse nicht erreicht werden. Zudem stellt eine positive Rendite einer Anlage in der Vergangenheit keine Garantie für eine positive Rendite in der Zukunft dar. Die BLKB schliesst die Haftung für diese Fälle vollumfänglich aus.
Dieses Dokument ist kein Prospekt im Sinne von Artikel 35 ff. des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) und wurde auch nicht von einer Schweizer Prüfstelle gemäss Artikel 51 FIDLEG geprüft und/oder genehmigt. Der Prospekt und das Basisinformationsblatt (BIB resp. KID) für Finanzinstrumente können kostenlos bei den zuständigen Vertriebsstellen, bei der Depotbank, der Fondleitung oder online unter der Webseite der Swiss Fund Data AG www.swissfunddata.ch oder der SIX Exchange Regulation AG www.ser-ag.com bezogen werden.

In Ausnahmefällen, insbesondere wenn keine interessenwahrenden nachhaltigen Anlageinstrumente zur Verfügung stehen, kann die BLKB zwecks Einhaltung ihrer Anlagepolitik und Sicherstellung der Diversifikation auf passive Anlageprodukte zurückgreifen.

Falls in diesem Dokument Daten der SIX Swiss Exchange verwendet wurden, gilt der Disclaimer der SIX Index AG: SIX Index AG ist die Quelle der in der vorliegenden Berichterstattung aufgeführten Indizes und der darin enthaltenen Daten. SIX Index AG ist in keinerlei Form an der Erstellung der in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen beteiligt. SIX Index AG übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (sowohl aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) in Bezug auf die in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen – wie unter anderem für Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung für beliebige Zwecke – sowie hinsichtlich Fehlern, Auslassungen oder Unterbrechungen der von der SIX Index AG zur Verfügung gestellten Indizes oder deren Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weitergabe der von SIX Index AG stammenden Informationen ist untersagt.

Falls in diesem Dokument Daten der MSCI Inc. verwendet wurden, gilt der Disclaimer der MSCI Inc.: Certain information contained herein (the "Information") is sourced from/copyright of MSCI Inc., MSCI ESG Research LLC, or their affiliates ("MSCI"), or information providers (together the "MSCI Parties") and may have been used to calculate scores, signals, or other indicators. The Information is for internal use only and may not be reproduced or disseminated in whole or part without prior written permission. The Information may not be used for, nor does it constitute, an offer to buy or sell, or a promotion or recommendation of, any security, financial instrument or product, trading strategy, or index, nor should it be taken as an indication or guarantee of any future performance. Some funds may be based on or linked to MSCI indexes, and MSCI may be compensated based on the fund's assets under management or other measures. MSCI has established an information barrier between index research and certain Information. None of the Information in and of itself can be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. The Information is provided "as is" and the user assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the Information. No MSCI Party warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness of the Information and each expressly disclaims all express or implied warranties. No MSCI Party shall have any liability for any errors or omissions in connection with any Information herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

Diese Publikation enthält Werbung. Sie dient nur zu Informationszwecken, ist ausschliesslich für die Verbreitung in der Schweiz bestimmt, stellt weder eine Beratung noch ein Angebot dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Die Haftung ist ausgeschlossen.