

RESEARCH PAPER

Private-Debt in Europa 2019–2026

Marktumfeld, Ertragstreiber und internationale Vergleichsdaten

Autoren: Katharina Thomas · Dr. Peter Brodehser

Stand: 10/2026 · investinzukunft.de

Inhalt

1. Einleitung	1
2. Grundlagen	2
3. Entwicklung des europäischen Private-Debt-Marktes	3
4. Private-Debt-Renditen und Recovery Rates	6
5. Fazit und Ausblick	11

1. Einleitung

Private Debt hat sich von einer Nischenstrategie institutioneller Investoren zu einem festen Bestandteil vieler Portfolios entwickelt. Seit 2019 hat sich das Umfeld grundlegend verändert: Auf die Niedrigzinsphase folgte 2022 die Zinswende mit deutlich höheren laufenden Erträgen, ab 2024 eine Normalisierung bei wachsendem Wettbewerb – und 2026 hob die EZB die Leitzinsen erstmals seit 2023 wieder an.

Dieses Paper ordnet die Entwicklung in Europa von 2019 bis 2026 ein – von den Marktphasen über Renditen nach Kosten, Ausfälle und Recovery Rates bis zur Liquidität semi-liquider Fonds und zum Regulierungsrahmen. Wo europäische Daten fehlen, greift es auf US-Daten zurück und weist darauf hin. Eine Anlageempfehlung ist damit nicht verbunden.

Kernaussagen auf einen Blick

- **Das Zinsumfeld bleibt ertragsstützend:** Variabel verzinsten Kredite bieten höhere laufende Erträge als vor 2022. Die EZB-Anhebungen 2026 stützen sie zusätzlich, erhöhen aber auch die Zinslast der Kreditnehmer.
- **Die Kosten entscheiden mit:** Nach Gebühren erzielten Private-Debt-Fonds historisch rund 8 bis 10 % pro Jahr. Gemessen am eingegangenen Risiko blieb nach Gebühren jedoch keine Überrendite übrig.
- **Niedrigere Verluste, unsichere Höhe:** Senior Direct Lending verlor historisch weniger als syndizierte Kredite oder High-Yield-Anleihen – je nach Abgrenzung 0,4 bis 1,5 % pro Jahr. Weil ein Marktpreis fehlt, werden Probleme spät sichtbar.
- **Warnsignale aus den USA:** Die Ausfallraten liegen dort je nach Definition bei 2,3 bis 6,3 %, und bei semi-liquiden Fonds überstiegen die Rückgabewünsche vielfach die Grenzen. Ein Beleg für eine Krise in Europa ist das nicht.
- **Die Datenlage bleibt dünn:** Belastbare europäische Zeitreihen fehlen weitgehend, und selbst US-Indexrenditen sind nur eingeschränkt miteinander vergleichbar.

2. Grundlagen

Was ist unter „Rendite“ in Private Debt zu verstehen?

Bei Private Debt werden unterschiedliche Renditebegriffe verwendet, die nicht miteinander gleichgesetzt werden dürfen:

- **Kupon:** Der vertraglich vereinbarte Zins eines Kredits. Bei variabel verzinsten Finanzierungen setzt er sich typischerweise aus einem Referenzzins (z. B. Euribor) und einem vertraglich vereinbarten Kreditaufschlag (Spread) zusammen; der vereinnahmte Betrag ist der Zinsertrag.
- **All-in-Verzinsung:** Berücksichtigt neben dem Kupon gegebenenfalls auch Auszahlungsabschläge (OID), Abschlussgebühren oder andere transaktionsbezogene Erträge.
- **Bruttorendite eines Fonds:** Erfasst die Wertentwicklung der Investments einschließlich laufender Erträge, Wertveränderungen, Verkaufserträge/-verluste und Kreditverluste, grundsätzlich jedoch vor Managementgebühren, Fondskosten und erfolgsabhängiger Vergütung auf Anlegerebene. Die genaue Abgrenzung hängt von der Methodik der jeweiligen Datenquelle ab.
- **Nettorendite für Anleger:** Bruttorendite nach Abzug von Managementgebühren, Fondskosten und gegebenenfalls einer erfolgsabhängigen Vergütung.

Neben der laufenden Verzinsung bestimmt insbesondere das Kreditausfallrisiko die tatsächlich realisierte Rendite eines Private-Debt-Portfolios – der folgende Abschnitt erläutert, wie Ausfallwahrscheinlichkeit und Recovery Rate zusammenwirken und die Rendite beeinflussen.

Ausfallwahrscheinlichkeit und Recovery Rate: Wie Kreditverluste die Rendite beeinflussen

Die Ausfallwahrscheinlichkeit – englisch **Probability of Default (PD)** – beschreibt, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein Kreditnehmer innerhalb eines bestimmten Zeitraums seinen vertraglichen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen kann. Häufig wird sie für einen Zeitraum von zwölf Monaten angegeben. Sie hängt unter anderem von der Bonität und Verschuldung des Kreditnehmers, der Stabilität seines Geschäftsmodells, seiner Branche sowie vom gesamtwirtschaftlichen Umfeld ab.

Kommt es tatsächlich zu einem Ausfall, bestimmt die **Recovery Rate**, welcher Anteil der ausstehenden Forderung nach einer Verwertung von Sicherheiten, einer Restrukturierung oder einem Insolvenzverfahren an den Kreditgeber zurückfließt. Der nicht zurückgewonnene Anteil wird als **Loss Given Default (LGD)** bezeichnet. Bei einer Recovery Rate von 60 % beträgt der LGD entsprechend $1 \text{ minus Recovery Rate (60 \%)} = 40 \%$.

Die Höhe der Recovery Rate hängt insbesondere vom Rang des Kredits in der Kapitalstruktur, vom Umfang und von der Qualität der Sicherheiten sowie vom Unternehmenswert zum Zeitpunkt der Restrukturierung ab. Vorrangig besicherte First-Lien-Kredite bieten daher grundsätzlich bessere Voraussetzungen für einen höheren Rückfluss als nachrangige oder unbesicherte Positionen. Ein vorrangiger Rang allein garantiert jedoch keine hohe Recovery Rate: Sind nur wenige werthaltige Sicherheiten vorhanden oder fällt der Unternehmenswert stark, können auch Senior-Kreditgeber erhebliche Verluste erleiden.

Der voraussichtlich ausstehende Forderungsbetrag zum Zeitpunkt des Ausfalls wird als „**Exposure at Default**“ (**EAD**) bezeichnet. Der erwartete Kreditverlust – englisch **Expected Loss** – ergibt sich aus der Formel:

$$\text{Expected Loss} = \text{Probability of Default (PD)} \times \text{LGD} (= 1 - \text{Recovery Rate}) \times \text{Exposure at Default (EAD)}$$

Bezogen auf einen Kredit mit konstantem Nominalwert lässt sich der **erwartete Verlust** auch als **Prozentsatz des ausstehenden Kreditvolumens** ausdrücken – die sogenannte **erwartete Verlustquote (Expected Loss Rate)**. Sie

entspricht dem Produkt aus Ausfallwahrscheinlichkeit und LGD, wobei das Exposure at Default hier als Bezugsgröße (100 % des Kreditvolumens) bereits in der Prozentangabe enthalten ist.

Ein Beispiel verdeutlicht die Wirkung: Beträgt die geschätzte jährliche Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) 3 % und die erwartete Recovery Rate 60 % – also ein LGD von 40 % –, liegt die erwartete Verlustquote (Expected Loss Rate) bei 1,2 % des ausstehenden Kreditvolumens: $3 \% \times (1 - 60 \%) = 1,2 \%$.

Diese **erwartete Verlustquote ist keine Prognose** für den tatsächlich eintretenden Verlust eines einzelnen Kredits. Ein Kredit fällt entweder aus oder nicht. **Auf Portfolioebene hilft die Kennzahl** jedoch dabei, **Kreditrisiken zu kalkulieren und unterschiedliche Finanzierungen miteinander zu vergleichen**. Die tatsächlich realisierten Verluste können je nach Konjunktur, Portfoliozusammensetzung, Besicherung und Erfolg von Restrukturierungen deutlich höher oder niedriger ausfallen.

Der vertraglich vereinbarte Kreditzins sollte den Investor angemessen für das Ausfallrisiko vergüten. Zusätzlich dazu enthält er regelmäßig auch Prämien für Illiquidität, Komplexität, Strukturierungsaufwand und die langfristige Kapitalbindung. Ob der Kredit am Ende eine attraktive **Rendite** erzielt, hängt deshalb davon ab, ob die vereinnahmten Zinsen und sonstigen Krediterträge ausreichen, um tatsächliche Kreditverluste, Fondskosten und weitere Belastungen auszugleichen.

Im weiteren Verlauf des Papers werden – abhängig vom jeweiligen Themengebiet und der zugrunde liegenden Quelle – historische Indexrenditen sowie Ausfall- und Recovery-Rate-Daten betrachtet. Diese Kennzahlen bilden unterschiedliche Aspekte der Ertrags- und Risikoentwicklung ab und sind deshalb nicht unmittelbar miteinander vergleichbar. Auch Recovery-Rate-Angaben können je nach Messzeitpunkt, Stichprobe und Methodik erheblich voneinander abweichen.

3. Entwicklung des europäischen Private-Debt-Marktes

Die nachfolgende **Übersicht** fasst die wesentlichen Entwicklungen des europäischen Private-Debt-Marktes in den einzelnen Marktphasen zusammen.

Tabelle 1: Wesentliche Entwicklungen des europäischen Private-Debt-Marktes

Marktphase	Senior Direct Lending	Nachrangige und opportunistische Strategien	Wesentlicher Treiber
2019–2021	Niedrige bis moderate laufende Renditen; hohe Nachfrage institutioneller Investoren und starker Wettbewerb um Transaktionen drücken die Kreditmargen.	Ebenfalls niedrigere absolute Renditen als in späteren Phasen, jedoch mit höherem Renditeaufschlag gegenüber Senior-Strategien; Unitranche- und Mezzanine-Strukturen gewinnen im Mid-Market an Bedeutung.	Anhaltendes Niedrigzinsumfeld, hoher Kapitalzufluss institutioneller Investoren, intensiver Wettbewerb unter Kreditgebern; kurzzeitiger Stresstest durch die COVID-19-Pandemie 2020.
2022–2023	Deutlicher Anstieg der laufenden Erträge durch steigende Referenzzinsen bei variabel verzinsten Krediten, begleitet von strengeren Covenants und vorsichtigerer Kreditvergabe.	Stärkerer relativer Renditeanstieg durch zusätzlich steigende Kreditmargen bei risikoreichen Finanzierungen, bei gleichzeitig höheren Ausfallrisiken im schwierigeren makroökonomischen Umfeld.	Zinswende der EZB ab Juli 2022, hohe Inflation und geopolitische Unsicherheit, vorsichtigerer Kreditvergabe und intensivere Bonitätsprüfung.
2024–2025	Weiterhin erhöhtes, aber leicht rückläufiges Renditeniveau; zunehmender Wettbewerb drückt	Ähnliche Normalisierung, jedoch mit wachsender Streuung	Rekordvolumen im europäischen Direct Lending 2025, an-

Marktphase	Senior Direct Lending	Nachrangige und opportunistische Strategien	Wesentlicher Treiber
	die Kreditmargen. Im großvolumigen Segment mehrten sich Hinweise auf kreditnehmerfreundlichere Kreditdokumentationen; eine europaweite „Covenant-lite“-Quote ist öffentlich nicht verfügbar.	zwischen Fondsmanagern; Managersелеktion und Kreditqualität rücken stärker in den Vordergrund.	haltend hohe, noch nicht investierte Kapitalzusagen bei den Kreditfonds, sinkende Referenzzinsen bei anhaltend hohem absolutem Zinsniveau.
2026 (bis Q3)	Nach zwei EZB-Zinsanhebungen (Juni und September 2026) steigen die Referenzzinsen wieder; die laufende Verzinsung variabel verzinsten Kredite stabilisiert sich dadurch auf erhöhtem Niveau. Die Unitranche-Margen bewegen sich in einer engen Bandbreite; im großvolumigen Segment drückt die Konkurrenz durch den syndizierten Kreditmarkt die Konditionen. Kreditqualität und Portfoliomanagement entscheiden zunehmend über die tatsächlich realisierte Rendite.	Zunehmende Differenzierung zwischen Fondsmanagern und Kreditnehmern: Kreditnehmer mit guter Bonität erhalten günstigere Konditionen, schwächere stehen vor längeren Verfahren und strengerer Prüfung. Steigende Zinsen erhöhen die Refinanzierungsrisiken bei höher verschuldeten Kreditnehmern.	Erneut steigende Leitzinsen infolge energiepreisgetriebener Inflation; starke Konkurrenz durch den syndizierten Kredit- und Anleihemarkt im Large-Cap-Segment; zusätzliche Unsicherheit durch US-Ausfallraten auf Rekordniveau und erhöhten, zuletzt leicht nachlassenden Rückgabedruck bei semi-liquiden US-Kreditvehikeln; Übertragbarkeit auf Europa offen.

Hinweis: Die Übersicht dient der Einordnung des Marktumfelds und ersetzt keine Analyse einzelner Fonds, Kreditstrategien oder konkreter Investitionsmöglichkeiten. Je nach Strategie, Kreditqualität, Marktsegment und Fondsmanager können sich Renditen, Kreditmargen und Risikoprofile erheblich unterscheiden.

2019–2021: Niedrigzins, Pandemie und Marktanpassung

Die Jahre 2019 bis 2021 waren von niedrigen Zinsen geprägt: Viele liquide Staats- und Unternehmensanleihen warfen kaum laufende Erträge ab. Auf der Suche nach Rendite lenkten institutionelle Investoren viel Kapital in Private Debt – das verschärfte den Wettbewerb unter den Kreditgebern und setzte die Kreditmargen unter Druck.

Mit dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie 2020 geriet der Markt kurzzeitig unter Stress: Risikoaufschläge stiegen, die Kreditvergabe wurde vorsichtiger. Weil Direct Lender ihre Kreditnehmer eng überwachen und über Informations- und Covenant-Rechte verfügen, konnten viele frühzeitig auf Schwierigkeiten reagieren und bei Bedarf Restrukturierungen einleiten. Die ausgewiesenen Bewertungen vieler Direct-Lending-Portfolios schwankten dabei weniger stark als liquide Kreditmärkte. Das spiegelt vor allem wider, dass private Kredite seltener und modellbasiert bewertet werden – nicht zwangsläufig ein geringeres Risiko [Suhonen 2024].

Unterstützt durch umfangreiche fiskal- und geldpolitische Maßnahmen erholte sich der Markt bereits 2021 deutlich. Im europäischen Mid-Market gewannen Unitranche-Finanzierungen (ein einziger Kredit, der vor- und nachrangige Finanzierung bündelt) stark an Bedeutung und verdrängten in Teilen des Marktes klassische bankgeführte Konsortialfinanzierungen. Für Investoren standen in dieser Phase weniger hohe Renditen im Vordergrund als laufende Zinserträge und der Aufbau langfristiger Kreditportfolios.

2022–2023: Zinswende, geopolitische Unsicherheit und neues Renditeumfeld

Mit der Zinswende der EZB im Juli 2022 veränderte sich das Marktumfeld für Private Debt grundlegend. Direct-Lending-Kredite sind überwiegend variabel verzinst: Ihr Kupon setzt sich aus einem Referenzzins und einem vertraglich vereinbarten Kreditaufschlag zusammen. Im Euroraum ist dieser Referenzzins in der Regel der Euribor – der Zinssatz, zu dem sich Banken untereinander kurzfristig Geld leihen und der den Leitzinsen der EZB folgt. Mit dem Anstieg des Euribor erhöhten sich der Kupon und damit die laufenden Bruttozinserträge der Kreditportfolios. Für die Kreditnehmer bedeutete das spiegelbildlich eine höhere Zinslast – in einem Umfeld, das sich durch hohe Inflation, steigende Energiekosten und den russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine ohnehin verschlechterte.

Kreditgeber reagierten bei neuen Finanzierungen mit vorsichtigerer Kreditvergabe, teilweise strengeren Covenants und höheren Kreditmargen, vor allem bei risikoreicheren Kreditnehmern. Hinweise auf eine flächendeckende Ausfallwelle gab es im europäischen Private-Debt-Markt zunächst nicht. Wie schon in der Pandemie nutzten viele Kreditgeber ihre enge, häufig bilaterale Beziehung zu den Kreditnehmern, um Tilgungspläne, Covenants oder Laufzeiten anzupassen. Solche Restrukturierungen konnten Insolvenzen vermeiden oder hinauszögern, waren für Kreditgeber aber oft selbst mit Einbußen verbunden – und ein Teil der restrukturierten Unternehmen fiel später dennoch aus [Moody's 2026].

Rückblickend markieren die Jahre 2022 und 2023 einen Wendepunkt: Nach Jahren sinkender Kreditmargen stiegen die laufenden Ertragspotenziale vieler Private-Debt-Strategien deutlich. Zugleich wuchsen die Unterschiede zwischen finanziell robusten und schwächeren Unternehmen – und damit die Bedeutung einer sorgfältigen Auswahl der Kreditnehmer.

2024–2025: Stabilisierung, Rekordaktivität und wachsende Bedeutung der Managerqualität

Nach der Anpassungsphase der Jahre 2022 und 2023 setzte ab 2024 eine schrittweise Normalisierung ein. Mit den Zinssenkungen der EZB ab Juni 2024 gingen die Referenzzinsen zurück, blieben aber deutlich über dem Niveau der Niedrigzinsphase. Neu vergebene, variabel verzinsten Kredite boten daher weiterhin höhere laufende Erträge als vor 2022 – auch wenn die Kreditmargen in einzelnen Marktsegmenten sanken.

Zugleich verschärfte sich der Wettbewerb: Viele große Fondsmanager verfügten über erhebliches, noch nicht investiertes Kapital, und der syndizierte Kreditmarkt trat wieder stärker als Konkurrent auf. Das Finanzierungsvolumen im europäischen Direct Lending erreichte 2025 einen Höchststand: rund 115 Milliarden Euro über 1.357 Transaktionen, 23 % mehr als im Vorjahr [Debtwire 2026a].

Der Wettbewerb ging zulasten der Kreditgeber, vor allem im großvolumigen, sponsorengestützten Segment, in dem Private-Debt-Fonds direkt mit dem syndizierten Kreditmarkt konkurrieren. Proskauer hat für 2025 mehr als 450 Private-Credit-Transaktionen ausgewertet: Bei den US-Transaktionen waren 21 % covenant-lite strukturiert – also ohne regelmäßig zu prüfende Finanzkennzahlen –, 2023 waren es noch rund 4 %. 91 % dieser Kredite gingen an Unternehmen mit mehr als 50 Millionen US-Dollar EBITDA [Proskauer 2026; McKinsey 2026]. Eine Marktquote ist das nicht, und für Europa liegt keine vergleichbare Zahl vor. Für die europäischen Transaktionen zeigt Proskauer andere Signale: Die durchschnittliche bar gezahlte Zinsmarge sank auf 5 %, und 57 % der Transaktionen erlaubten bei der EBITDA-Berechnung auch umsatzbezogene Anpassungen, etwa die Anrechnung erwarteter Umsätze. Beides spricht für eine gestärkte Verhandlungsposition der Kreditnehmer [Proskauer 2026].

Damit gewann die Qualität des Fondsmanagements an Gewicht: Wie viel der laufenden Bruttoerträge nach Kreditverlusten, Restrukturierungen und Kosten bei den Anlegern ankommt, hängt zunehmend von Kreditprüfung, Strukturierung und Portfoliomanagement ab. Die Jahre 2024 und 2025 markieren damit weniger eine Phase neuer Renditesprünge als den Übergang in einen reiferen, wettbewerbsintensiveren Markt.

2026 (Stand: Ende September): Erneut steigende Zinsen und zunehmende Risikosignale

Das Jahr 2026 brachte eine Trendumkehr bei den Zinsen. Nach den Senkungen der Jahre 2024 und 2025 hob die EZB ihre Leitzinsen im Juni – erstmals seit September 2023 – und erneut im September 2026 um jeweils 25 Basispunkte an; der Einlagesatz liegt seit dem 16. September bei 2,50 %. Begründet wurde dies mit dem anhaltenden Inflationsdruck infolge des Kriegs im Nahen Osten [Bundesbank 2026a; Bundesbank 2026b]. Für variabel verzinsten Private-Debt-Krediten bedeutet das wieder steigende laufende Bruttoerträge – für die Kreditnehmer zugleich eine höhere Zinslast.

Der europäische Direct-Lending-Markt blieb aktiv: Im ersten Halbjahr 2026 stellten Direct Lender rund 63 Milliarden Euro bereit, so viel wie in keinem Halbjahr zuvor. Im zweiten Quartal lag das Volumen allerdings 25 % unter dem Vorjahresquartal, auch weil große Finanzierungen verstärkt an den syndizierten Kreditmarkt gingen. Die durchschnittlichen Unitranche-Margen blieben mit rund 530 bis 540 Basispunkten weitgehend stabil [Debtwire 2026b; Octus 2026]. Zugleich vertiefte sich die Zweiteilung des Marktes: Kreditnehmer mit guter Bonität erhalten günstigere Konditionen, schwächere müssen mit längeren Verfahren und strengerer Prüfung rechnen [Octus 2026].

Die Risikosignale kommen weiterhin vor allem aus den USA. Die von Fitch gemessene Ausfallrate im US-Private-Credit-Markt, die auch gestundete Zinsen und verlängerte Laufzeiten einbezieht, erreichte im August 2026 mit 6,3 % einen Rekordwert [Fitch/Investment Executive 2026]. Bei semi-liquiden US-Kreditvehikeln überstiegen die Rückgabewünsche im ersten Halbjahr bei vielen Fonds die vorgesehene Rückkaufkapazität. Im dritten Quartal ließ der Druck etwas nach, blieb aber bei vielen Fonds über der üblichen Grenze von 5 % pro Quartal [Steffen 2026; PitchBook 2026]. Die folgenden Kapitel ordnen beide Entwicklungen ein.

Ob und in welchem Umfang sich diese Signale auf den europäischen Markt übertragen, lässt sich derzeit nicht abschließend beurteilen; vergleichbare Daten für Europa liegen nicht vor. Steigende Zinsen, eine schwächere Konjunktur oder strengere Finanzierungsbedingungen könnten aber auch hier vor allem hoch verschuldete Kreditnehmer belasten, insbesondere solche, die ihre Finanzierung noch in der Niedrigzinsphase aufgenommen haben. Wie robust der Markt ist, dürfte sich in den kommenden Quartalen zeigen.

4. Private-Debt-Renditen und Recovery Rates

Vergleich: Langfristige Indexrenditen verschiedener Kreditmarktsegmente (USA)

Für die europäischen Kreditsegmente – Senior Direct Lending, Mezzanine und Distressed Debt – gibt es keine öffentliche Indexreihe, die alle Strategien vergleichbar abdeckt. Einzelne europäische Indizes wie der Lincoln European Senior Debt Index oder der Morningstar European Leveraged Loan Index erfassen jeweils nur Teilsegmente. Zur groben Einordnung zeigt Tabelle 2 daher eine Zusammenstellung von J.P. Morgan Private Bank mit überwiegend US-amerikanischen Kreditmarktindizes: die annualisierte Wertentwicklung über 40 Quartale bis Ende 2024 [J.P. Morgan 2026]. Die Werte sind nur eingeschränkt miteinander vergleichbar und nicht unmittelbar auf Europa übertragbar.

Tabelle 2: Annualisierte Indexrenditen verschiedener Kreditmarktsegmente (40 Quartale bis 31. Dezember 2024, überwiegend USA)

Segment	Index	Rendite p. a.	Kosten	Einordnung
Mezzanine Debt	Preqin Mezzanine Debt Index (Fondsdaten)	11,40 %	nach Fondsgebühren	Höchste Rendite im Vergleich – trotz Abzug der Gebühren; zugleich höheres Risiko und große Unterschiede zwischen einzelnen Fonds.
Direct Lending	Cliffwater Direct Lending Index (US-Mid-Market-Kredite)	9,00 % ¹	vor Fondsgebühren	Breit diversifizierter Index mit vergleichsweise stabilen laufenden Zinserträgen; für Anleger fallen zusätzlich Fondskosten an.
Distressed Debt	Preqin Distressed Debt Index (Fondsdaten)	7,10 %	nach Fondsgebühren	Unter Direct Lending – der Abstand liegt jedoch in der Größenordnung typischer Fondsgebühren.
Leveraged Loans (syndiziert, liquide)	J.P. Morgan Leveraged Loan Index	5,50 %	Marktindex ohne Fondskosten	Vergleichsmaßstab für handelbare, besicherte Unternehmenskredite.
High Yield (liquide)	Bloomberg US Corporate High Yield Index	5,20 %	Marktindex ohne Fondskosten	Vergleichsmaßstab für hochverzinsliche Unternehmensanleihen.

Quelle: J.P. Morgan Private Bank (2026): Private Credit Under the Microscope: Separating Headlines from Fundamentals [J.P. Morgan 2026].

Hinweis zur Datenbasis: Die Preqin-Indizes erfassen globale beziehungsweise überwiegend nordamerikanische Fondsdaten auf Basis der Zahlungsströme zwischen Fonds und Anlegern, also nach Gebühren [Preqin 2025]. Der Cliffwater Direct Lending Index misst dagegen die ungehebelte Wertentwicklung US-amerikanischer Mid-Market-Kredite vor Gebühren [CDLI Fact Page 2026]. Zudem beruhen die Private-Markets-Indizes auf gemeldeten Bewertungen statt auf Marktpreisen, was die Wertentwicklung glätten kann. Wie groß dieser Effekt sein kann, zeigt Suhonen für US-amerikanische Business Development Companies: Auf Basis der gemeldeten Bewertungen erzielten sie 9,41 % pro Jahr und scheinbar eine Überrendite von 2,74 Prozentpunkten gegenüber vergleichbaren liquiden Kreditanlagen; auf Basis ihrer Börsenkurse waren es 8,63 % – ohne jede Überrendite [Suhonen 2024].

Einordnung: Die Werte erlauben keinen belastbaren Rangfolgenvergleich – vor allem, weil sie Kosten unterschiedlich berücksichtigen. Dass Distressed Debt mit 7,10 % unter Direct Lending mit 9,00 % liegt, ist daher nur bedingt aussagekräftig: Der Abstand von 1,9 Prozentpunkten liegt in der Größenordnung der Gebühren, die Direct-Lending-Fonds typischerweise erheben [Cliffwater 2023]. Umgekehrt dürfte der Vorsprung von Mezzanine Debt eher größer ausfallen, als die Tabelle zeigt. Belastbar ist vor allem eine Aussage: Innerhalb der nachrangigen und opportunistischen Strategien ergibt sich kein einheitliches Bild – Strategie, Investitionszeitpunkt und Managerauswahl prägen die Ergebnisse stark.

Akademische Netto-IRR-Studien

Tabelle 2 enthält Werte vor und nach Fondsgebühren. Was bei Anlegern tatsächlich ankommt, zeigen akademische Auswertungen der Zahlungsströme zwischen Fonds und Anlegern. Sie decken frühere Zeiträume ab und sind untereinander nur eingeschränkt vergleichbar, liefern aber wichtige Anhaltspunkte:

- **Böni und Manigart** untersuchen 448 Private-Debt-Fonds mit Auflagejahren von 1996 bis 2018 und Zahlungsströmen bis Dezember 2020. Für die 110 Direct-Lending-Fonds ermitteln sie eine durchschnittliche Netto-IRR von 8,78 %, über alle Strategien 9,19 % [Böni/Manigart 2022].
- **Munday et al.** werten 476 Private-Debt-Fonds der Burgiss-Datenbank mit Auflagejahren 2004 bis 2016 aus. Für Direct Lending weisen sie 9,7 % aus, über alle Strategien 8,1 % [Munday et al. 2018].

¹ Cliffwaters eigene Auswertung des CDLI über einen 20-Jahres-Zeitraum weist eine annualisierte Rendite von rund 9,5 % aus (Stand März 2026) [Cliffwater 2026]. Die Abweichung zu dem hier verwendeten 40-Quartale-Wert von 9,00 % resultiert aus dem unterschiedlichen Betrachtungszeitraum, nicht aus einer methodischen Inkonsistenz.

- **Erel, Flanagan und Weisbach** kommen für 532 Private-Debt-Fonds der Burgiss-Datenbank mit Auflagejahren 1992 bis 2015 auf eine durchschnittliche Netto-IRR von 8,5 % [Erel et al. 2025].

Nach Kosten liegen die Werte damit in einer ähnlichen Größenordnung von rund 8 bis 10 % pro Jahr. Die Unterschiede ergeben sich auch aus der Berechnung: Böni und Manigart bilden den einfachen Durchschnitt der Fonds-IRRs, Munday et al. gewichten nach Fondsgröße. Bei der für Private Debt typischen Streuung zwischen den Fonds kann das deutlich auseinanderlaufen. Fonds, die in der Hochzinsphase ab 2022 aufgelegt wurden, sind in keiner der Studien enthalten.

Ist das viel oder wenig? Erel, Flanagan und Weisbach gehen einen Schritt weiter und fragen, ob die Nettorendite das eingegangene Risiko mehr als ausgleicht. Ihr Ergebnis: Vor Gebühren erzielten die Fonds eine Überrendite von rund 3,6 bis 5,2 % pro Jahr gegenüber einer Anlage mit vergleichbarem Risiko an liquiden Märkten. Nach Gebühren war davon nichts mehr übrig – die Überrendite ist statistisch nicht von null zu unterscheiden. Das gilt auch für Direct-Lending-Fonds, sobald berücksichtigt wird, dass Private-Debt-Portfolios zum Teil aktienähnliche Risiken enthalten. Vereinfacht gesagt: Die Anleger wurden für ihr Risiko angemessen bezahlt, den darüber hinausgehenden Ertrag behielten die Fondsmanager [Erel et al. 2025].

Wie groß die **Differenz zwischen Brutto- und Nettorendite** ausfallen kann, zeigt die Gebührenstudie von Cliffwater [Cliffwater 2023]: Für 58 große US-amerikanische Direct-Lending-Fonds mit zusammen rund 924 Mrd. US-Dollar verwaltetem Vermögen ergab sich eine durchschnittliche jährliche Belastung von 3,94 % des Nettofondsvermögens – davon 1,96 % Managementgebühr, 1,50 % erfolgsabhängige Vergütung und 0,48 % sonstige Fondskosten. Die Folgeerhebung kam auf ähnliche Werte, 4,12 % für 66 Manager [Cliffwater 2024]. Es handelt sich um modellierte Durchschnittswerte für überwiegend gehebelte US-Fonds; auf europäische ELTIFs oder andere Vehikel lassen sie sich nicht ohne Weiteres übertragen.

Ausfallraten und Recovery Rates: Was verfügbare Daten zeigen

Die folgenden Daten zeigen, wie sich Ausfälle und Rückflüsse im Schadensfall in Zahlen niederschlagen. Sie stammen überwiegend aus den USA, beruhen auf unterschiedlichen Kreditpopulationen, Zeiträumen und Methoden und sind daher nur eingeschränkt miteinander vergleichbar.

Wie viel nach einem Ausfall zurückfließt

Häufig zitiert werden historische Ultimate-Recovery-Daten, die Cambridge Associates unter Berufung auf Moody's veröffentlicht: Danach flossen bei erstrangig besicherten Krediten (First Lien) im Durchschnitt rund 70 % des Nennwerts zurück, bei unbesicherten Anleihen rund 47 % [Cambridge 2024]. Eine ausführliche Methodik nennt Cambridge Associates nicht; die 70 % sind daher eine **historische Orientierungsgröße, kein Benchmark für Direct Lending**. Sie zeigen, dass Vorrang und werthaltige Sicherheiten die Rückflüsse verbessern können – eine Garantie sind sie nicht, etwa wenn der Unternehmenswert stark fällt. Zudem steht die Ultimate Recovery erst nach Abschluss einer Restrukturierung oder Verwertung fest, was Jahre dauern kann.

Anders angelegt ist eine Auswertung von KBRA DLD, die die Federal Reserve berichtet. Sie misst den Wert ausgefallener Kredite unmittelbar nach dem Ausfall: rund 33 % bei Direktkrediten, 52 % bei syndizierten Krediten und 39 % bei High-Yield-Anleihen [Fed 2024]. Über den Wert des ersten Rangs sagt dieser Vergleich wenig, denn Direktkredite und syndizierte Kredite sind beide meist erstrangig besichert. Die Federal Reserve verweist unter anderem darauf, dass mehr als die Hälfte des Private-Credit-Volumens auf Branchen mit wenigen materiellen Vermögenswerten entfällt, etwa Software oder Gesundheitsdienstleistungen. Da selbst unbesicherte High-Yield-Anleihen besser abschneiden, dürften auch Unternehmensgröße und Verschuldung eine Rolle spielen; eine belastbare Ursachenzuordnung erlauben die Daten nicht.

Aufschlussreicher ist der Verlauf vor dem Ausfall. Ein Jahr vorher wurden die Direktkredite im Durchschnitt noch mit 76 % bewertet, drei Monate vorher mit 63,5 %. Zum Ausfalldatum fiel der Wert dann auf 33,7 % – ein Rückgang um rund 30 Prozentpunkte und damit mehr als viermal so stark wie bei syndizierten Krediten im selben Zeitraum (von 60,9 % auf 54,4 %) [Fed 2024]. Das spricht dafür, dass die Bewertung eines Direktkredits keinen Marktpreis abbildet, sondern eine Einschätzung des Kreditgebers, die erst mit dem Ausfall nachgezogen wird. **Für Anleger ist das die praktisch wichtigere Erkenntnis:** Ein Kreditportfolio ohne Marktpreise zeigt Probleme spät und dann abrupt. Ein stabiler Nettoinventarwert belegt nicht, dass keine Probleme bestehen.

Wie viel ein Portfolio tatsächlich verliert

Von der Recovery Rate zu unterscheiden ist die **Nettoverlustquote**. Die Recovery Rate beschreibt, wie viel von einem einzelnen ausgefallenen Kredit zurückfließt; die annualisierte Nettoverlustquote beschreibt, wie viel Prozent eines gesamten Portfolios pro Jahr nach Abzug aller Rückflüsse tatsächlich verloren gehen. Nach der im Kapitel „Grundlagen“ eingeführten Systematik gilt: $\text{Verlustquote} = \text{Ausfallrate} \times (1 - \text{Recovery Rate})$. Eine niedrige Recovery Rate führt daher nur dann zu hohen Verlusten, wenn auch viele Kredite ausfallen.

Wie stark sich die Verluste je nach Position in der Kapitalstruktur unterscheiden, zeigt eine Auswertung von Morgan Stanley Investment Management (Tabelle 3). Zum Vergleich dienen dort unter anderem breit syndizierte Leveraged Loans: Kredite an Unternehmen ohne Investment-Grade-Rating, die von Banken arrangiert, an viele Investoren verteilt und gehandelt werden. Wirtschaftlich ist auch ein Direktkredit ein Leveraged Loan – der Unterschied liegt in der Handelbarkeit, nicht in der Bonität.

Tabelle 3: Annualisierte Nettoverlustquote nach Kreditsegment, 2017–2025

Segment	Annualisierte Nettoverlustquote nach Verwertung (2017–2025)
Senior Direct Lending	ca. 0,4 %
Breit syndizierte Leveraged Loans	ca. 1,1 %
High-Yield-Anleihen	ca. 2,4 %

Quelle: Morgan Stanley Investment Management (2026): Direct Lending Evolution, auf Basis von PitchBook LCD, Cliffwater Direct Lending Index (CDLI-S), Moody's und S&P Global, Datenbasis 2017–2025. US-Marktdaten; für den europäischen Markt liegen keine direkt vergleichbaren, frei zugänglichen Indexreihen vor. Methodikhinweis: Senior Direct Lending auf Basis realisierter Nettoverluste des CDLI-S, bereinigt um geschätzte eingebettete Gewinne; Leveraged Loans und High Yield modelliert als $\text{Ausfallrate} \times (1 - \text{Recovery Rate})$. Für den breiteren Cliffwater Direct Lending Index, der auch nachrangige Mittelstandskredite enthält, nennt Morgan Stanley rund 1,47 %. Die drei Werte sind daher nicht als exakte Rangfolge zu lesen.

Eine Kontrollrechnung mit den Daten der Federal Reserve für 2023 bestätigt, dass Direct Lending am wenigsten verlor: Multipliziert man die Ausfallraten (1,6 % im Direct Lending, 5,0 % bei syndizierten Krediten, 3,3 % bei High-Yield-Anleihen) mit dem jeweiligen Verlustanteil je Ausfall, ergeben sich rund 1,1 %, 2,4 % und 2,0 % [Fed 2024]. Für Direct Lending und syndizierte Kredite liegen diese Werte mehr als doppelt so hoch wie bei Morgan Stanley – 2023 war ein Jahr mit überdurchschnittlichen Ausfällen, und die Rechnung berücksichtigt keine späteren Rückflüsse. Die Reihenfolge von syndizierten Krediten und High-Yield-Anleihen kehrt sich dabei um – ein Hinweis, dass Einzeljahresdaten für Segmentvergleiche wenig aussagekräftig sind.

Für Direct Lending selbst hängt die Verlustquote vor allem vom betrachteten Marktausschnitt ab: rund 0,4 % für den erstrangigen Teilmarkt, rund 1,47 % unter Einbeziehung nachrangiger Mittelstandskredite [MSIM 2026]. Eine Bandbreite von etwa 0,4 % bis 1,5 % pro Jahr ist damit realistisch.

Wie sich die Ausfälle 2026 entwickeln

Seit dem Frühjahr 2026 steigen die Ausfallzahlen, vor allem in den USA. Wie hoch sie ausfallen, hängt davon ab, was als Ausfall gezählt wird:

- **Enge Definition:** Der KBRA-DLD-Index zählt nur Zahlungsausfälle und Insolvenzen. Er lag Mitte Juni 2026 bei 2,3 % der Kreditnehmer; bis Jahresende hielt KBRA bis zu 3,5 % für möglich [KBRA/Bloomberg 2026].
- **Mittlere Definition:** Der Middle Market Default Monitor von KBRA zählt zusätzlich Kreditnehmer, bei denen ein Ausfall unmittelbar bevorsteht oder nur durch Eingreifen von Finanzinvestor oder Kreditgeber verhindert wurde. Er lag im August 2026 bei 3,5 % – ein anderer Index als oben, die Werte sind daher nicht direkt vergleichbar [KBRA 2026].
- **Weite Definition:** Fitch Ratings zählt auch, wenn Zinsen nicht mehr bar gezahlt, sondern dem Kredit zugeschlagen werden (Payment in Kind), oder wenn Laufzeiten verlängert werden. Auf dieser Basis erreichte die Quote im August 2026 mit 6,3 % einen Rekordwert [Fitch/Investment Executive 2026].

Die Zahlen widersprechen sich nicht – sie zählen Unterschiedliches. Der Abstand zwischen ihnen zeigt, wie viele Kredite zwar nicht förmlich ausgefallen sind, aber nur durch Zugeständnisse weiterlaufen. Für den Fall einer stärkeren Belastung, insbesondere bei softwarenahen Kreditnehmern, hält Morgan Stanley zeitweise Ausfallraten von bis zu 8 % für möglich; das ist ein Szenario und keine beobachtete Quote [CNBC 2026].

Einordnung: Vier Punkte lassen sich aus den Daten festhalten

Erstens: Kreditverluste fielen bei Senior Direct Lending in der Vergangenheit niedriger aus als bei syndizierten Krediten oder High-Yield-Anleihen. Diese Rangfolge stützen zwei unabhängige Datenquellen.

Zweitens: Wie hoch die Verluste ausfallen, ist weit weniger klar. Je nach Marktausschnitt liegen sie für Direct Lending zwischen etwa 0,4 % und 1,5 % pro Jahr. Gemessen an einer All-in-Verzinsung von rund 9 % [McKinsey 2026] kostet das zwischen einem Zwanzigstel und einem Sechstel des laufenden Ertrags – spürbar, in einem normalen Marktumfeld aber nicht grundsätzlich ertragsgefährdend.

Drittens: Probleme werden bei Direktkrediten spät sichtbar. Weil kein Marktpreis existiert, bleibt die Bewertung bis kurz vor dem Ausfall hoch und wird dann in einem Schritt nach unten gezogen. Ein stabiler Nettoinventarwert ist kein Beleg dafür, dass ein Portfolio unbelastet ist.

Viertens: Seit dem Frühjahr 2026 steigen die Ausfallzahlen, und die historischen Verlustquoten stammen aus einer Phase ohne länger anhaltende Rezession. Sie sind eine Orientierung, keine Prognose.

Rückgabewünsche und Liquidität semi-liquider Fonds

Kreditausfälle sind nicht das einzige Risiko, das sich in einem angespannten Marktumfeld bemerkbar macht. Ein zweites betrifft den Zugang zum eigenen Geld. Fonds, die illiquide Unternehmenskredite halten, können keine tägliche Rückgabe anbieten. Semi-liquide Vehikel lösen das über periodische Rückkaufprogramme: Anleger können ihre Anteile zu festen Terminen zurückgeben, allerdings nur bis zu einer vertraglich festgelegten Obergrenze – üblicherweise 5 % der ausgegebenen Anteile pro Quartal. Solange weniger zurückgegeben werden soll, fällt diese Grenze nicht auf. Anfang 2026 lagen die Rückgabewünsche jedoch bei mehreren Private-Debt-Fonds deutlich darüber.

Wie sich das auswirkte, zeigt ein aktuelles Working Paper von Steffen zu 69 nicht börsennotierten US-amerikanischen Business Development Companies (BDC). Im vierten Quartal 2025 wurden noch 99,6 % der beantragten Rückkäufe ausgeführt, im ersten Quartal 2026 nur noch 54,3 %; Rückgabewünsche über 6,8 Milliarden US-Dollar blieben unerfüllt. Selbst zugesagte Rückkäufe wurden teilweise erst ein Quartal später ausgezahlt – über unverzinsliche Zahlungszusagen des Fonds [Steffen 2026].

Zu Notverkäufen im großen Stil kam es nicht: Das Segment insgesamt finanzierte die Rückkäufe vor allem aus weiteren Mittelzuflüssen neuer Anleger und aus zusätzlichen Krediten. Fonds mit Nettoabflüssen verkauften jedoch fast doppelt so viele Kredite wie üblich und vergaben rund ein Drittel weniger neue. Steffens Fazit: Die Rückgabegrenzen

funktionierten wie vorgesehen, verlagerten das Liquiditätsrisiko aber auf die Anleger – auf jene, die auf ihre Auszahlung warten, und auf jene, die im Fonds bleiben [Steffen 2026].

Im zweiten Quartal 2026 hielt der Druck an. Beim Apollo Debt Solutions BDC beantragten Anleger beispielsweise die Rückgabe von 16,8 % der Anteile, ausgeführt wurden 5 %; bei Blackstones BCRED lagen die Anträge bei rund 10 % [AltsWire 2026]. Im dritten Quartal ließ der Druck etwas nach, die Rückgabewünsche lagen aber bei vielen Fonds weiterhin über der 5-%-Grenze [PitchBook 2026].

Ob sich diese Entwicklung auf europäische Private-Debt-Fonds übertragen lässt – einschließlich als ELTIF zugelassener Fonds –, kann anhand der verfügbaren Daten nicht abschließend beurteilt werden; vergleichbare Auswertungen für Europa liegen nicht vor. Der europäische Rechtsrahmen setzt jedoch eigene Leitplanken: Kreditvergebende AIF müssen seit AIFMD II grundsätzlich als geschlossene Fonds strukturiert sein [AIFMD II]. Für ELTIFs mit Rückgabemöglichkeit sind Rücknahmen zudem auf einen Anteil der liquiden Vermögenswerte begrenzt und an Kündigungsfristen gebunden [ELTIF-RTS 2024].

Für Anleger bleibt ein grundsätzlicher Punkt relevant: Bei semi-liquiden Fonds ist die Rückgabe regelmäßig durch Rückkaufgrenzen, Kündigungsfristen und Rückgabefenster eingeschränkt. Übersteigen die Rückgabewünsche die verfügbare Kapazität, werden sie je nach Fondsbedingungen nur anteilig ausgeführt oder auf einen späteren Termin verschoben. Das entspricht der vorgesehenen Fondsmechanik – bei anhaltend hoher Rückgabennachfrage zeigt es aber das Spannungsverhältnis zwischen langfristig gebundenen Krediten und dem Liquiditätswunsch der Anleger.

5. Fazit und Ausblick

Was die Daten zeigen

Der europäische Private-Debt-Markt hat sich zwischen 2019 und 2026 grundlegend verändert. Auf die Niedrigzinsphase mit niedrigen Kreditmargen folgte ab 2022 ein außergewöhnlicher Ertragsschub durch steigende Referenzzinsen. 2024 und 2025 normalisierte sich das Umfeld bei wachsendem Wettbewerb; 2026 brachte mit zwei Zinsanhebungen der EZB eine erneute Wende [Bundesbank 2026a; Bundesbank 2026b]. Das Zinsniveau stützt die laufenden Bruttoerträge damit weiterhin – zugleich steigt die Zinslast der Kreditnehmer, vor allem jener, die sich noch in der Niedrigzinsphase hoch verschuldet haben.

Über die tatsächlich erzielte Rendite entscheiden zunehmend Faktoren jenseits des Zinsniveaus. Nach Kosten erzielten Private-Debt-Fonds in akademischen Auswertungen historisch rund 8 bis 10 % pro Jahr; berücksichtigt man das eingegangene Risiko, blieb nach Gebühren jedoch keine Überrendite übrig [Erel et al. 2025]. Die Kreditverluste fielen bei Senior Direct Lending niedriger aus als bei syndizierten Krediten oder High-Yield-Anleihen, ihre Höhe ist mit 0,4 bis 1,5 % pro Jahr aber unsicher [MSIM 2026]. Und weil Direktkredite keinen Marktpreis haben, werden Probleme spät und dann abrupt sichtbar [Fed 2024].

Worauf es jetzt ankommt

Die Risikosignale kommen derzeit vor allem aus den USA: Die Ausfallraten steigen – je nach Definition auf 2,3 % bis 6,3 % [KBRA/Bloomberg 2026; Fitch/Investment Executive 2026] –, und bei semi-liquiden Kreditfonds überstiegen die Rückgabewünsche 2026 vielfach die vorgesehenen Grenzen [Steffen 2026; PitchBook 2026]. Belastbare Vergleichsdaten für Europa fehlen.

Der europäische Rechtsrahmen setzt hier eigene Leitplanken. Mit AIFMD II gelten seit April 2026 unionsweit einheitlichere Anforderungen an kreditvergebende Fonds, etwa zu Kreditvergabeprozessen sowie Konzentrations- und Verschuldungsgrenzen [AIFMD II]; in Deutschland setzt das Fondsrisikobegrenzungs-gesetz sie um, einzelne Übergangsfristen laufen bis 2029 [FondsrisikoBG 2026]. Kreditvergebende Fonds müssen grundsätzlich geschlossen strukturiert sein – eine offene Struktur ist nur zulässig, wenn der Manager nachweist, dass Liquiditätsmanagement

und Rücknahmepolitik zusammenpassen. Für ELTIFs mit Rückgabemöglichkeit sind Rücknahmen zudem an die liquiden Mittel und an Kündigungsfristen gebunden [ELTIF-RTS 2024]. Mehr Transparenz für Anleger folgt daraus allerdings nicht automatisch, denn viele der zusätzlichen Daten gehen an die Aufsicht und werden nicht veröffentlicht. EZB und Financial Stability Board beobachten den Markt genau: Beide sehen vor allem Datenlücken und Liquiditätsrisiken semi-liquider Vehikel; die EZB schätzt die direkten Risiken für den Euroraum derzeit aber als begrenzt ein [EZB FSR 2026; FSB 2026].

Das Interesse institutioneller Investoren bleibt dennoch hoch – bei deutlich gedämpfter Zuversicht. In einer Umfrage unter 105 institutionellen Investoren aus Deutschland, Österreich und der Schweiz mit zusammen rund 2,9 Billionen Euro Anlagevermögen planten die Investoren bei Private Debt gemeinsam mit Infrastrukturkrediten die stärksten Aufstockungen aller Anlageklassen; auch die Wertentwicklung der vergangenen zwölf Monate bewerteten sie weiterhin positiv. Zugleich verschlechterte sich ihre Einschätzung des aktuellen Marktumfelds für Private Debt so stark wie bei keiner anderen Anlageklasse – wenn auch auf einen noch leicht positiven Wert [BAI 2026].

Was das für Anleger bedeutet

Private Debt kann ein breit diversifiziertes Portfolio ergänzen. Die Anlageklasse bietet ein gegenüber der Niedrigzinsphase erhöhtes laufendes Ertragspotenzial, ist aber weder risikolos noch unabhängig vom Konjunktur- und Zinsumfeld. Wer investiert, sollte vor allem drei Dinge prüfen: welche Kreditrisiken ein Fonds eingeht und wie konsequent er seine Kreditstandards wahrt; welche Kosten anfallen, denn sie entscheiden mit darüber, wie viel von der Bruttorendite übrig bleibt; und wie die Rückgabe geregelt ist – welche Grenzen und Fristen gelten und was passiert, wenn viele Anleger gleichzeitig aussteigen wollen.

Quellen

Die Kurzbelege in eckigen Klammern im Text verweisen auf die nachfolgend aufgeführten Quellen.

- **[AIFMD II] Europäische Union (2024):** Richtlinie (EU) 2024/927 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. März 2024 zur Änderung der Richtlinien 2011/61/EU und 2009/65/EG. Verwendet für die AIFMD-II-Anforderungen an kreditvergebende AIF, Liquiditätsmanagement, Leverage und Kreditvergabeprozesse. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2024/927/oj/eng> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[AltsWire 2026] AltsWire (2026):** Apollo Debt Solutions BDC Caps Q2 Redemptions at 5% as Withdrawal Requests Hit 16.8%. AltsWire, 23. Juni 2026. Verwendet für die Rückgabeanträge beim Apollo Debt Solutions BDC (16,8 % der Anteile bei 5 % Ausführung) und bei Blackstone Private Credit Fund (rund 10 %) im zweiten Quartal 2026. <https://alts-wire.com/apollo-debt-solutions-bdc-caps-q2-redemptions-at-5-as-withdrawal-requests-hit-16-8/> (Zugriff am 02.10.2026).
- **[BAI 2026] Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) (2026):** BAI Investor Survey 2026. BAI e.V., Bonn, September 2026. Autoren: Dr. Philipp Bunnenberg, Dr. Florian Bucher. Befragung von 105 institutionellen Investoren aus Deutschland, Österreich und der Schweiz mit zusammen rund 2,9 Billionen Euro verwaltetem Vermögen; Datenerhebung Juli und August 2026. Verwendet für die geplanten Allokationsänderungen bei Corporate Private Debt (Nettosaldo +40 Prozentpunkte, gemeinsam mit Infrastructure Debt der höchste Wert), die Einschätzung des aktuellen Marktumfelds (Rückgang von +0,92 auf +0,22 auf einer Skala von –3 bis +3, stärkster Rückgang aller Anlageklassen) und die Bewertung der Wertentwicklung der vergangenen zwölf Monate (+0,82). Die Teilnahme ist freiwillig; Selbstselektionseffekte sind nicht auszuschließen. https://www.bvai.de/fileadmin/Veroeffentlichungen/BAI_Publikationen/BAI_Investor_Survey/BAI_Investor_Survey_2026.pdf (Zugriff am 02.10.2026).
- **[Böni/Manigart 2022] Böni, P.; Manigart, S. (2022):** Private Debt Fund Returns, Persistence, and Market Conditions. Financial Analysts Journal 78(4), S. 121–144. Prequin-Datenbasis: 448 Fonds mit Auflagejahren 1996–2018, Zahlungsströme bis Dezember 2020, überwiegend US-/global; davon 110 Direct-Lending-Fonds. Verwendet für die durchschnittliche Netto-IRR der Direct-Lending-Fonds von 8,78 % (gleichgewichteter Mittelwert; Gesamtsample über alle Strategien: 9,19 %). Verlagsfassung: <https://doi.org/10.1080/0015198X.2022.2092384> · frei zugänglicher Volltext: https://www.tilburguniversity.edu/sites/default/files/download/B%C3%B6ni_Manigart_2022_Private%20Debt%20Fund%20Returns_Persistence_and%20Market%20Conditions.pdf (Zugriff am 30.07.2026).
- **[Bundesbank 2026a] Deutsche Bundesbank (2026):** EZB-Rat: Leitzinsen angehoben. Pressemitteilung vom 11. Juni 2026. Anhebung der drei Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte mit Wirkung zum 17. Juni 2026 (Einlagefazilität 2,25 %, Hauptrefinanzierungsgeschäfte 2,40 %, Spitzenrefinanzierungsfazilität 2,65 %). Verwendet für die Einordnung des Zinspfads im Jahr 2026. <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/ezb-rat-leitzinsen-angehoben-999316> (Zugriff am 30.07.2026).

- **[Bundesbank 2026b]** Deutsche Bundesbank (2026): EZB-Rat hebt Leitzinsen um 25 Basispunkte an. 10. September 2026. Anhebung der drei Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte mit Wirkung zum 16. September 2026 (Einlagefazilität 2,50 %, Hauptrefinanzierungsgeschäfte 2,65 %, Spitzenrefinanzierungsfazilität 2,90 %). Verwendet für die Einordnung des Zinspfads im Jahr 2026. <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/ezb-rat-hebt-leitzinsen-um-25-basispunkte-an-1008148> (Zugriff am 01.10.2026).
- **[Cambridge 2024]** Cambridge Associates (2024): Private Credit Strategies: An Introduction. Cambridge Associates LLC, Mai 2024. Verwendet für die unter Berufung auf Moody's genannten historischen Ultimate-Recovery-Werte von rund 70 % für First-Lien-Kredite und rund 47 % für unbesicherte Anleihen. <https://www.cambridgeassociates.com/insight/private-credit-strategies-introduction/> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[CDLI Fact Page 2026]** Cliffwater LLC (2026): Cliffwater Direct Lending Index – Fact Page, Datenstand 31. Dezember 2025. Die Indexbeschreibung stellt klar, dass der CDLI die ungehebelte Wertentwicklung US-amerikanischer Mid-Market-Kredite vor Gebühren misst. Verwendet für den Methodikhinweis zu Tabelle 2. https://www.cliffwaterdirectlendingindex.com/files/cdli/docs/CDLI_Fact_Page.pdf (Zugriff am 11.07.2026).
- **[Cliffwater 2023]** Cliffwater (2023): Cliffwater 2023 Study on Private Fund Fees and Expenses for Direct Lending. Untersuchung von 58 Direct-Lending-Managern mit rund 924 Mrd. US-Dollar verwaltetem Vermögen; Datenerhebung im vierten Quartal 2022. Verwendet für die modellierte Kostenbelastung von 3,94 % des Nettofondsvermögens (1,96 % Managementgebühr, 1,50 % erfolgsabhängige Vergütung, 0,48 % sonstige Fondskosten). <https://www.bdc.com/docs/PrivateFund-FeesExpensesForDirectLending.pdf> (Zugriff am 30.07.2026).
- **[Cliffwater 2024]** Cliffwater (2024): Private Debt Fees & Expenses, 22. April 2024. Erhebung unter 66 Direct-Lending-Managern mit rund 1,1 Billionen US-Dollar verwaltetem Vermögen. Verwendet für die durchschnittliche Kostenbelastung von 4,12 % des Nettofondsvermögens (1,86 % Managementgebühr, 1,78 % erfolgsabhängige Vergütung, 0,48 % sonstige Kosten). <https://www.cliffwaterfunds.com/data/pdfs/Private-Fund-Fees-and-Expenses-Direct-Lending.pdf> (Zugriff am 02.10.2026).
- **[Cliffwater 2026]** Cliffwater (2026): Cliffwater Direct Lending Index Data Supports Strength of Private Credit. Pressemitteilung zu den CDLI-Jahresergebnissen 2025, Stand März 2026. US-Marktdaten (~21.000 direkt vergebene US-Middle-Market-Kredite). Verwendet für die annualisierte 20-Jahres-Indexrendite von rund 9,5 %. <https://www.prnewswire.com/news-releases/cliffwater-direct-lending-index-data-supports-strength-of-private-credit-302730370.html> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[CNBC 2026]** CNBC (2026): Private Credit's 'Zero-Loss Fantasy'. 25. März 2026. Verwendet für die Morgan-Stanley-Szenarioanalyse (bis zu 8 % Ausfallrate). <https://www.cnbc.com/2026/03/25/private-credit-defaults-loan-quality-debt-risk-systemic-ai-disruption.html> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[Debtwire 2026a]** Costello, P.; Watson, B. (2026): European Direct Lending Market Shatters Records for Deployment, Deal Activity in 2025 – Full Year 2025 European Direct Lender Rankings. ION Analytics/Debtwire, 3. Februar 2026. Verwendet für das 2025 bereitgestellte Volumen von rund 115 Milliarden Euro, 1.357 Transaktionen und ein Volumenzuwachstum von 23 % gegenüber dem Vorjahr. <https://ionanalytics.com/insights/debtwire/european-direct-lending-market-shatters-records-for-deployment-deal-activity-in-2025-full-year-2025-european-direct-lender-rankings/> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[Debtwire 2026b]** Costello, P.; Watson, B. (2026): European Direct Lending Activity on Pace for Record Year Despite 2Q Slowdown, Stiff BSL Competition – 1H26 European Direct Lender Rankings. ION Analytics/Debtwire, 11. August 2026. Verwendet für die durchschnittliche Unitranchen-Marge (530 Basispunkte im ersten, 542 Basispunkte im zweiten Quartal 2026) und die Konkurrenz durch den syndizierten Kreditmarkt im Large-Cap-Segment sowie für das Rekordvolumen im ersten Halbjahr 2026 (63,16 Mrd. Euro) und den Rückgang im zweiten Quartal um 25 % gegenüber dem Vorjahresquartal. <https://ionanalytics.com/insights/debtwire/european-direct-lending-activity-on-pace-for-record-year-despite-2q-slowdown-stiff-bsl-competition-1h26-european-direct-lender-rankings-2/> (Zugriff am 01.10.2026).
- **[ELTIF-RTS 2024]** Europäische Kommission (2024): Delegierte Verordnung (EU) 2024/2759 vom 19. Juli 2024 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2015/760 im Hinblick auf technische Regulierungsstandards (ELTIF). Verwendet für die Begrenzung von Rücknahmen bei ELTIFs mit Rückgabemöglichkeit auf einen Anteil der liquiden Vermögenswerte und die Bindung an Kündigungsfristen. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=OJ%3AL_202402759 (Zugriff am 02.10.2026).
- **[Erel et al. 2025]** Erel, I.; Flanagan, T.; Weisbach, M. S. (2025): Risk-Adjusting the Returns to Private Debt Funds. Working Paper, Fassung Mai 2025 (Erstfassung: NBER Working Paper 32278, März 2024); Revise & Resubmit beim Journal of Financial Economics. Burgiss-MSCI-Datenbasis: 532 Private-Debt-Fonds, Auflagejahre 1992–2015, US-Dollar. Verwendet für die durchschnittliche Netto-IRR von 8,5 %, die risikoadjustierte Überrendite vor Gebühren (rund 3,6–5,2 % p. a.) und nach Gebühren (statistisch nicht von null verschieden) sowie den Befund zu Direct-Lending-Fonds. <https://www.nber.org/papers/w32278> · Volltext: https://bpb-us-w2.wpmucdn.com/u.osu.edu/dist/8/7843/files/2025/11/Alpha_for_Private_Debt_Funds.pdf (Zugriff am 02.10.2026).
- **[EZB FSR 2026]** Cera, K.; Dieckelmann, D.; Nikolov, K.; Schepens, G.; Schwartz Blicke, O. (2026): Stress in Global Private Credit Markets and its Implications for Euro Area Financial Stability. European Central Bank, Financial Stability Review, Mai 2026. Die EZB verweist auf US-Stresssignale, erhebliche Datenlücken und potenzielle Spillover-Risiken, beurteilt die direkten Risiken für den Euroraum derzeit aber als begrenzt. https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart202605_04-3f2135af91.en.html (Zugriff am 11.07.2026).

- **[Fed 2024] Board of Governors of the Federal Reserve System (2024):** FEDS Notes – Private Credit: Characteristics and Risks. Autoren: Fang Cai und Sharjil Haque. Federal Reserve, Washington, D.C., 23. Februar 2024. Die verwendeten Werte stammen laut Quelle von KBRA DLD; die Federal Reserve berichtet sie, berechnet sie aber nicht. Verwendet für die Bewertung ausgefallener Kredite aus Abbildung 15: rund 33 % bei Direktkrediten, 52 % bei syndizierten Krediten und 39 % bei High-Yield-Anleihen (gerundete Werte 30 Tage nach Ausfall: 33,7 %, 51,9 % bzw. 38,7 %) sowie für die Zeitreihe vor dem Ausfall (Direktkredite: 76 % ein Jahr vorher, 63,5 % drei Monate vorher, 33,7 % am Ausfalldatum; syndizierte Kredite: 60,9 % drei Monate vorher, 54,4 % am Ausfalldatum). Ergänzend verwendet für die Ausfallraten aus Abbildung 13 (Direct Lending 1,6 %, syndizierte Kredite 5,0 %, High-Yield-Anleihen 3,3 %; Stand Oktober 2023) als Grundlage der Kontrollrechnung zu Tabelle 3 sowie für den Hinweis, dass mehr als die Hälfte des Private-Credit-Volumens auf Branchen mit geringen materiellen Vermögenswerten entfällt. <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/private-credit-characteristics-and-risks-20240223.html> · Abbildungsdaten: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/private-credit-characteristics-and-risks-accessible-20240223.htm> (Zugriff am 02.10.2026).
- **[Fitch/Investment Executive 2026] Langton, J. (2026):** U.S. Private Credit Defaults Rise: Fitch. Investment Executive, 14. September 2026. Verwendet für die Fitch-Ratings-Ausfallrate von 6,3 % im August 2026 (Juli 2026: 6,1 %), gemessen als rollierende Zwölfmonatsrate im US-Private-Credit-Universum. <https://www.investmentexecutive.com/news/research-and-markets/u-s-private-credit-defaults-rise-fitch-4/> (Zugriff am 01.10.2026).
- **[FondsrisikoBG 2026] Bundesrepublik Deutschland (2026):** Gesetz zur Begrenzung der Risiken durch Investmentfonds und zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2024/927 sowie weiterer Vorschriften – Fondsrisikobegrenzungs-gesetz. Bundesgesetzblatt 2026 I Nr. 97 vom 14. April 2026. Verwendet für die nationale Umsetzung, die Anwendungszeitpunkte und Übergangsregelungen. <https://www.recht.bund.de/bgbl/1/2026/97/VO.html> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[FSB 2026] Financial Stability Board (FSB) (2026):** Report on Vulnerabilities in Private Credit. Financial Stability Board, Basel, 6. Mai 2026. Verwendet für die Einordnung von Datenlücken, Interdependenzen und potenziellen Liquiditätsmismatches bei semi-liquiden Private-Credit-Fonds. <https://www.fsb.org/2026/05/report-on-vulnerabilities-in-private-credit/> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[J.P. Morgan 2026] Sundar, S.; Weiss, A. (2026):** Private Credit Under the Microscope – Separating Headlines from Fundamentals. J.P. Morgan Private Bank, 12. März 2026. Renditezeitraum der verwendeten Indexdarstellung: 40 Quartale bis 31. Dezember 2024; Datenstand laut Quelle: 31. Januar 2026. Verwendet für Tabelle 2; die zusammengeführten Indizes weisen unterschiedliche Kosten-, Bewertungs- und geografische Abgrenzungen auf. <https://privatebank.jpmorgan.com/eur/en/insights/markets-and-investing/private-credit-under-the-microscope-separating-headlines-from-fundamentals> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[KBRA 2026] KBRA (2026):** Private Credit: Middle Market Monthly Pulse – August 2026. KBRA, 23. September 2026. KBRA Middle Market Default Monitor, 2.948 sponsorengestützte Mittelstandskreditnehmer weltweit. Verwendet für die rollierende Zwölfmonats-Ausfallrate von 3,5 % im August 2026 (Vormonat 3,4 %) nach erweiterter Definition (Zahlungsausfall, unmittelbar bevorstehender Ausfall oder durch Eingreifen von Finanzinvestor oder Kreditgeber abgewandeter Ausfall), gemessen an der Zahl der Kreditnehmer. <https://www.kbra.com/publications/RfnNrYxp/kbra-releases-research-private-credit-middle-market-monthly-pulse-august-2026?format=web> (Zugriff am 02.10.2026).
- **[KBRA/Bloomberg 2026] Plaskwa, C. (2026):** Private-Credit Defaults Match 2023 High in \$300 Billion Index. Bloomberg, 16. Juni 2026. Zugrunde liegende Daten und Prognose: KBRA DLD Direct Lending Index. Verwendet für die rollierende Zwölfmonats-Ausfallrate von 2,3 % und die Prognose von bis zu 3,5 % bis Ende 2026; beide Angaben beziehen sich auf die Zahl der Kreditnehmer, nicht auf das Kreditvolumen. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-06-16/private-credit-defaults-match-2023-high-in-300-billion-index> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[McKinsey 2026] McKinsey & Company (2026):** Private Credit in 2025: A Maturing Industry Navigates Change. Global Private Markets Report 2026, 9. Juni 2026. Verwendet für die Einordnung des zunehmenden Wettbewerbs und der Lockerung von Kreditstandards sowie für die globale All-in-Verzinsung neu vergebenen Direct-Lending-Kredite (9,3 % 2025 bzw. 10,5 % 2024) und den zugrunde liegenden 3-Monats-SOFR-Referenzwert; die Covenant-lite-Angaben beruhen auf Proskauer Rose und PitchBook. <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/global-private-markets-report/private-credit> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[Moody's 2026] Moody's (2026):** Lend, Extend, and Then ... Moody's, 18. Mai 2026. Langzeitauswertung der Moody's-Default-&-Recovery-Datenbank zu 1.173 Kreditnehmern mit Restrukturierungen unter finanziellem Druck (1979–2026). Verwendet für den Befund, dass rund ein Viertel dieser Kreditnehmer später dennoch ausfiel, die meisten innerhalb von zwei Jahren. <https://www.moody's.com/web/en/us/insights/credit-risk/private-credit/lend-extend-and-then.html> (Zugriff am 02.10.2026).
- **[MSIM 2026] Morgan Stanley Investment Management (2026):** Direct Lending Evolution. Auswertung auf Basis von PitchBook LCD, Cliffwater Direct Lending Index (CDLI-S), Moody's und S&P Global, Datenbasis 2017–2025. Verwendet für die annualisierte Nettoverlustquote von Senior Direct Lending (0,4 %) im Vergleich zu Leveraged Loans (1,1 %) und High-Yield-Anleihen (2,4 %) sowie für die Nettoverlustquote des breiteren Cliffwater Direct Lending Index einschließlich nachrangiger Mittelstandskredite (rund 1,47 %). US-Marktdaten. <https://www.morganstanley.com/im/en-us/individual-investor/insights/articles/evolution-of-direct-lending.html> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[Munday et al. 2018] Munday, S.; Hu, W.; True, T.; Zhang, J. (2018):** Performance of Private Credit Funds: A First Look. The Journal of Alternative Investments 21(2), S. 31–51. Burgiss-Datenbasis: 476 Fonds mit Auflagejahren 2004–2016, überwiegend US-/global. Verwendet für den gepoolten (größengewichteten) Netto-IRR der Kategorie „All Direct Lending“ von 9,7 % (Gesamtsample über alle Strategien: 8,1 %). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3173688 (Zugriff am 30.07.2026).

- **[Octus 2026] Octus (2026):** EMEA Private Credit Review H1 2026: Private Credit Weathers the Storm as Deal Flow Increases, Bifurcation Accelerates, Software Sector Recovers. Octus, 4. August 2026. Verwendet für die zunehmende Zerteilung des europäischen Direct-Lending-Marktes nach Kreditqualität und die durchschnittliche Marge von 541 Basispunkten über dem Referenzzins im zweiten Quartal 2026. <https://octus.com/resources/articles/emea-private-credit-review-h1-2026/> (Zugriff am 01.10.2026).
- **[PitchBook 2026] Vukelj, S. (2026):** Goldman Sachs Private Credit BDC Redemptions Come in Below 5% Again in Q3. PitchBook, 30. September 2026. Verwendet für das Nachlassen des Rückgabedrucks bei nicht börsennotierten US-BDCs im dritten Quartal 2026 bei weiterhin erhöhten, vielfach über der 5%-Grenze liegenden Rückgabewünschen. <https://pitch-book.com/news/articles/goldman-sachs-private-credit-bdc-redemptions-come-in-below-5-again-in-q3> (Zugriff am 02.10.2026).
- **[Preqin 2025] Preqin (2025):** Preqin Private Capital Indices – Methodology, April 2025. Die Methodik beschreibt geschlossene Private-Capital-Fondsindizes auf Basis von Fonds-Cashflows und Nettoinventarwerten und berücksichtigt Managementgebühren in den Kapitalabrufen. Verwendet für den Methodikhinweis zu Tabelle 2. <https://docs.preqin.com/pro/Preqin-Index-Methodology.pdf> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[Proskauer 2026] Proskauer Rose LLP (2026):** 15th Annual Private Credit Insights Report, 9. Februar 2026. Auswertung von mehr als 450 Private-Credit-Transaktionen des Jahres 2025. 21 % der ausgewerteten US-Transaktionen waren covenant-lite; 91 % dieser Transaktionen entfielen auf Kreditnehmer mit mehr als 50 Millionen US-Dollar EBITDA. Für europäische Transaktionen: Rückgang der durchschnittlichen bar gezahlten Zinsmarge auf 5 %; 57 % der Transaktionen mit umsatzbezogenen EBITDA-Anpassungen. <https://www.proskauer.com/report/proskauer-releases-15th-annual-private-credit-insights-report> (Zugriff am 11.07.2026).
- **[Steffen 2026] Steffen, S. (2026):** Redemptions at the Gate – Deferral and Balance-Sheet Adjustment in Semi-Liquid Private Credit Funds. Frankfurt School of Finance & Management / Centre for European Transformation, Working Paper, Fassung vom 12. Juli 2026. Untersuchung von 69 nicht börsennotierten semi-liquiden US-BDCs. Verwendet für die volumengewichtete Ausführungsquote der Rückkaufanträge (99,6 % im vierten Quartal 2025, 54,3 % im ersten Quartal 2026), unerfüllte Rückgabewünsche von 6,8 Mrd. US-Dollar, die verzögerte Auszahlung zugesagter Rückkäufe über unverzinsliche Zahlungszusagen, die Kreditverkäufe und Neuvergabe von Fonds mit Nettoabflüssen sowie das Fazit, dass die Rückgabegrenzen das Liquiditätsrisiko auf verbleibende und wartende Anleger verlagerten. Frühe, nicht begutachtete Fassung; über Autor verfügbar. (Zugriff am 13.07.2026).
- **[Suhonen 2024] Suhonen, A. (2024):** Direct Lending Returns. Financial Analysts Journal 80(1), S. 57–83. Auswertung US-amerikanischer Business Development Companies, Dezember 2009 bis Juni 2022. Verwendet für die Größenordnung des Glättungseffekts gemeldeter Nettoinventarwerte: 8,63 % pro Jahr auf Marktwertbasis bei einem Alpha von null gegenüber 9,41 % pro Jahr auf NAV-Basis bei einem Alpha von 2,74 %. Open Access. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2023.2254199> (Zugriff am 30.07.2026).

Haftungsausschluss: Die veröffentlichten Artikel, Analysen, Daten, Tools und Prognosen sind mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert und erstellt. Die Quellen wurden als vertrauenswürdig erachtet. Eine Garantie, Gewährleistung oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der zur Verfügung gestellten Inhalte und Informationen kann nicht übernommen werden. Die Nutzung der in diesem Paper dargestellten Inhalte sowie das Befolgen etwaiger Hinweise erfolgt eigenverantwortlich und auf eigenes Risiko.