

MEINUNG

Befindet sich Private Debt in einer Blase?

Bisher handelte es sich bei Private Debt um eine exotische Nische ohne Spillover-Risiken. Das könnte sich mit dem Einstieg der Kleinanleger ändern. Und zwar Big Time.

Jürg Lutz

08.10.2025, 22.47 Uhr

Private Debt ist ein Billionen-Dollar-Business geworden. Eine Billion ist eine Zahl mit zwölf Nullen. Erstaunlicherweise gibt es nur Schätzungen über die Grösse des Marktes, und diese lauten auf 1,6 bis 2,1 Bio. \$. Das zentrale **Direct-Lending-Geschäft** – also das «Private Debt im engeren Sinne» – dürfte weltweit mindestens 1 Bio. \$ umfassen.

Wir konzentrieren uns im Folgenden auf dieses Direct Lending, das wie ein Pilz aus dem Boden geschossen ist, seit die Regulierung «Basel III» die Unternehmensfinanzierung für die Banken verteuert hat. Aus einer Nische der LBO-Finanzierung ist ein Koloss entstanden. Direct Lending umfasst die direkte Finanzierung durch Nicht-Banken, insbesondere von KMU und Leveraged Buyouts.

Private-Debt-Anbieter sind dabei der Vermittler. Das Endprodukt, Fonds sowie kotierte und nicht-kotierte Vehikel, wird an Versicherungen, Pensionskassen und Family Offices vermarktet. Und nun wird der **Schritt in den Bereich**

Privatkunden gewagt – oder vielmehr mit aller Macht durchgesetzt.

Wir verwenden in der Folge «Direct Lending» als Synonym für «Private Debt», wissend, dass wir andere Spielarten des Private Debt wie Distressed Financing aussen vor lassen – genauso wie die Leveraged Loans und die darauf basierenden «Collateralised Loan Obligations» oder kurz CLO. Letztere sind besicherte Bankprodukte; sie werden in der Diskussion gelegentlich unnötigerweise mit Private Debt vermischt.

Kurz gesagt: Private Debt ist riesig und steht im Wettbewerb mit Banken und Asset Managern weltweit. Es ist dermassen erfolgreich, dass es geradezu nach einer Blase riecht.

Die konkrete Frage stellt sich, ob Private Debt – oder sagen wir: Direct Lending – eine kerngesunde, innovative und flexible Anlageklasse für Schuldner, Vermittler und Gläubiger ist, bei der alle gewinnen, ein globaler Wachstumsmotor, eine Wohltat für die Gesellschaft; oder ob es eine ausgelutschte, überbewertete, saturierte, anfällige Karikatur seines früheren Selbst darstellt oder gar ein sich im Niedergang befindliches, pervertiertes, zombieähnliches potemkinsches Dorf, kurz: eine Blase und eine Bedrohung für die globale Finanzarchitektur.

Was spricht für eine Blase, was dagegen?

Die Blasen-Frage ist keinesfalls aus der Luft gegriffen. Bei der Betrachtung des Nachrichtenflusses kommt der Eindruck auf, dass im Private-Debt-Bereich allerlei Schindluder getrieben wird. So soll ein signifikanter, steigender Anteil der Zinszahlungen der Unternehmensschuldner in diesem Segment

statt aus Cash aus der Begebung zusätzlicher Schuldtitel bestehen («Payment in Kind» oder kurz PIK). Gibt es ein offensichtlicheres Signal, dass etwas nicht stimmt?

Dann hört man von fragwürdigen Praktiken («Liability Management Exercises») zwischen Schuldern in Schieflage und Private-Debt-Anbietern – dem Agenten für Endgläubiger wie Pensionskassen und Versicherungen –, wo statt eines strikten Defaults und robusten Ausleseprozesses für ein Weiterleben von eigentlich nicht lebensfähigen Unternehmen gesorgt wird. Der Kollateralschaden besteht aus einer Zombifizierung und fallenden potenziellen Recovery-Raten, sollte irgendwann die letzte Salbung dieser Untoten vorgenommen werden.

Beide Aspekte sind Ausfluss einer Verschlechterung der Verhandlungsposition der Gläubiger gegenüber den Schuldnern («Covenant Light»), welche die einst knallharte Durchsetzung von Leistungsparametern, die die Schuldner einhalten mussten, durch lasche Verträge ablöste. Grund hierfür ist natürlich ein langjähriger **Verkäufermarkt**, ein massiver Nachfrageüberhang, bei dem die Schuldner ihre Gläubiger aussuchen können und sie mit unanständigen Gadgets wie PIK und Covenant Light über den Tisch ziehen.

Das ist die klassische Metamorphose eines gesunden Marktes aufgrund eines andauernden Ungleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage in ein schiefes Blasenkonstrukt, bestehend aus dahinsiechenden Schuldnern. Dabei helfen der private Charakter, die Illiquidität, die Intransparenz, die fragwürdige Anreizstruktur und der inhärente

Interessenkonflikt eine Blasenbildung erst zu ermöglichen. Abgerundet wird diese kritische Betrachtung von Private Debt durch bedenkliche Stilblüten wie «NAV-Financing» und Dividend «Recapitalizations». Ich verschone Sie mit Details, verweise aber auf *diesen Beitrag auf The Market*.

Auf der anderen Seite wird gern auf die fehlende Homogenität der Vermögensklasse hingewiesen, ein Umstand, der eine Blasenbildung unwahrscheinlicher macht, und dieser Aspekt ist zweifellos richtig. Die Branche hat sich enorm verästelt; die vor Basel III für Private Debt zentrale Finanzierung von LBO bleibt wichtig, aber die «New Frontiers» sind Investment Grade, Infrastruktur, Asset-Backed, die geografische Ausbreitung nach Asien, die Refinanzierung von Bank Loans sowie die Partnerschaft mit Banken, die eine *Revolution der Kreditvergabe an Unternehmen* erwarten lassen. Mit diesen Expansionen könnten die erwähnten Entartungen quasi ausgedünnt werden in der Vermögensklasse.

Sodann wird die enge Zusammenarbeit von Private Debt und Schuldern nicht als Moral Hazard begriffen, sondern als Stärke, bei Problemen flexibel eine Lösung zu finden – im Sinne von Kunden und Anlegern. Und vielleicht am wichtigsten: Die Fondskonstrukte gelten als wenig fremdfinanziert. Leverage (und Komplexität) ist die Quelle vieler Überbewertungen und Blasen.

Die überaus attraktiven Renditeversprechen der Branche – die bis jetzt samt und sonders erfüllt wurden, auch in Stresssituationen – werden zwar mit hohem Leverage bei den Schuldern, nicht aber in der Struktur der Private-Debt-Vehikel erklärt. So wie es sein sollte. Dies verhindert zwar nicht Verluste

im Private Debt, macht aber eine systemische Katastrophe unwahrscheinlicher.

Ein paar Menschen auf der Welt wissen es

Ein paar wenige Menschen wissen, ob Private Debt in einer Blase ist oder nicht. Es sind die Spezialisten der Private-Debt-Gesellschaften, die direkt die Deals mit den Gläubigern aushandeln, die volle Due Diligence machen, bei vielen Finanzierungen dabei sind und damit einen Überblick über ein grosses Sample haben.

Warum? Wenn Sie einen konventionellen Bond-Fund kaufen, schauen Sie ins Positionsverzeichnis, schauen sich die Bilanzen und Erfolgsrechnungen der Firmen an und machen sich ein Bild über die Bonitäten. Nicht im Private Debt. Hier fehlen alle notwendigen Informationen: Namen und Bilanzen der Schuldner, Art der Finanzierungen, Senioritäten und Laufzeiten der Schulden, Bewertung der Einzelanlagen, Art der Covenants, Art der Zusammenarbeit, Sicherheiten und Durchsetzungsrechte. Ein Durchblick ist für Aussenstehende unmöglich.

Die Wissenden sind ein sehr kleiner, elitärer Kreis, denn die Branche befindet sich in einem brutalen Konzentrationsprozess. Dazu zählen wohl nicht einmal die Geschäftsführer der grossen Private-Debt-Firmen, sondern allein die Frontspezialisten bei Apollo, Ares, KKR, Golub, Blue Owl etc. Und selbst wenn sie von einer Blase wüssten – sie würden es uns nicht sagen, denn sie haben keinen Anreiz hierzu. Sollte eine Blase bestehen, wäre es genau die Illusion der Gesundheit von Private Debt, die das Prosperieren der Branche und damit die Bezahlung von Löhnen

und Boni ermöglichen, die in der übrigen Finanzwelt – mit Ausnahme der Hedge-Fonds – ihresgleichen sucht.

Alle anderen wissen es nicht

Dies impliziert aber folgendes: **Die Pensionskassen und die Versicherungen, die in Private Debt investieren, wissen es auch nicht.** Genau wie die **Experten**, also die Anlageausschüsse, die von den Entscheidungsgremien mit der Prüfung der Lage beauftragt werden, die es ebenfalls nicht wissen. Dasselbe gilt für Private-Debt-**Verkäufer** und Fund-of-Fund-Anbieter. Es besteht wohl kaum eine realistische Chance, dass ein Anleger – so gross er auch ist, so hochkarätig sein Gremium auch sein mag – über den notwendigen «**Look Through**» verfügt, der ihn mit genügend Sicherheit vor einer Schieflage in Private Debt warnen kann. Der Durchgriff reicht nicht bis zum Anfang der Nahrungskette. Und auch der **Regulator** hat den Durchblick nicht. Er hat aber mit Basel III diese Situation erst herbeigeführt.

Who cares?...

Ist das wichtig? Das Pensionskassenvermögen schwankt, die Pensionskassen leben gut mit dieser Eigenart der Finanzmärkte; ja, die Schwankungen ermöglichen erst einen guten Teil der Anlagechancen. Und selbst wenn sich Private Debt als Blase erweisen sollte: Pensionskassen und Versicherungen dürften diversifiziert in die Anlageklasse investiert sein, in begrenztem Ausmass ihres Vermögens. Sie verfügen über Erfahrung mit Anlagen in überbewerteten Vermögensklassen; man könnte sich denn auch fragen, ob die Alternativen – Aktien, Obligationen und Liegenschaften – nicht ebenfalls blasig unterwegs sind. Eine Pensionskasse, die 3% ihres Vermögens teilweise abschreiben muss, hat zwar ein Problem, denn angesichts der grossen

Volumina geht es schnell um sehr viel Geld, aber ihr Überleben ist kaum gefährdet.

...bis jetzt!

Zwei Aspekte machen mich trotzdem nachdenklich: Da sind einerseits die **Versicherungen**. In den USA sind symbiotische Konstrukte zwischen Private Debt und Versicherungen bekannt; nicht zuletzt bildet der grösste Private-Debt-Anbieter, Apollo Global Management, mit einer Versicherung, Athene, eine Einheit.

Die Sorge: Wird der Versicherungsteil systematisch als Mülldeponie missbraucht? Ich lese sehr viel über das Thema Private Debt, doch dieser Aspekt ist mir bei der Lektüre bisher nie aufgefallen. Interessant, denn die Frage ist naheliegend. Dann sind auch andere Versicherungen generell wichtige Abnehmer von Private-Debt-Produkten und «Alternative Credit» insgesamt. So stammen bei den US-Lebensversicherern ein Drittel ihrer Anlagen aus «Alternative Credit», also Private Debt und CLO.

Für die Versicherungen ist der Mix aus hohen Renditen und hohen Ratings (wie dies die Finanzbranche mit Engineering bewerkstelligt hat, ist wiederum unglaublich), langen Laufzeiten (perfekt für das Matching von Assets und Liabilities), dem fast kompletten Ausbleiben von Schwankungen (wo kein Markt, da keine Preisänderung), dem erstaunlich robusten Pedigree und dem für den Versicherungskunden undurchschaubaren Mecano unschlagbar.

Während Pensionskassen das Jonglieren mit verschiedenen, hoch volatilen oder inhärent riskanten Anlageklassen gewohnt sind, dürften Private Debt bei Versicherungen und das Bank-Pendant Leveraged Loans die mit Abstand riskantesten Segmente in deren Asset Allocation darstellen. Nicht von ungefähr sind dies auch die profitabelsten Anlagen, leider aber auch die komplexesten. Die Industrie muss die Strukturierung der Anlageprodukte laufend komplizierter gestalten (Risiken verändern), um genügend Rendite anbieten zu können.

Der zweite Aspekt sind **SRT**. «Significant Risk Transfers», in *diesem Artikel* besprochen, sind eine vom Regulator gestattete Rückversicherung für Banken bzw. deren Kreditportfolios an Firmenschuldner. Dabei übertragen sie wesentliche Teile des Bonitätsrisikos ihrer Ausleihungen an Dritte und reduzieren damit ihre Eigenkapitalanforderungen. Wenn es die Bank geschickt macht, kann sie sowohl Gewinn und Marge erhöhen als auch das Eigenkapital reduzieren und so ihren Börsenwert steigern.

Aber stellen Sie sich folgenden hypothetischen Fall vor: Die Bank leiht ihr Kapital an Firmenkunden. Sie verkauft einen wesentlichen Teil dieses Bonitätsrisikos an Dritte. Diese Dritten sind wiederum Private-Debt-Firmen, die ihrerseits Unternehmen finanzieren. Zusätzlich finanzieren die Banken auch noch die gleichen Private-Debt-Firmen direkt mit Krediten. Ein Kreis ist geschlossen, ohne Sicherung.

Der Fall ist keineswegs hypothetisch, vielmehr geradezu in Mode. Wir sind mittendrin in dieser Entwicklung – SRT boomt. Wir sind noch lange nicht am Ende der Fahnenstange, aber auch nicht mehr auf Feld eins. Irgendwann werden diese Private-Debt-Fonds trotz begrenztem Leverage potenziell ein

hochgefährlicher Hort der Ansteckung für die orthodoxen Finanzmärkte darstellen. Vielleicht sind wir gar schon so weit.

Alle diese von vielen belächelten Auswüchse wie PIK, LME, Covenant Light, Moral Hazard, NAV-Loans und Dividend Recapitalisations stehen dann in einem anderen, grelleren Licht da. Dann wird die Seriosität von Private Debt unvermittelt wichtig, denn perspektivisch mutieren unsere Finanzmärkte in einen Leviathan: Der Finanzmarkt ist nur so stark wie das schwächste Glied der Kette. Sollte Private Debt das schwächste Glied sein, haben wir ein Problem.

Mit dem beschriebenen, geschlossenen Doom Loop von Private Debt und Banken strebt die gesamte globale Finanzarchitektur unaufhaltsam auf einen Endzustand hin, der einer Senior Tranche einer gigantischen Collateralised Loan Obligation entspricht.

Wir bauen also sehenden Auges ein massives Tail Risk auf und schieben alle Chips in die Mitte. CLO-Strukturen gelten gemeinhin als robust. Bei einer Senior Tranche eines CLO darf einiges schiefgehen, bevor Verluste anfallen, aber ab einer gewissen Grenze geht es schwindelerregend schnell bergab. Die dünne Tranche, in der sich unsere Wohlfahrt befindet, könnte sehr schnell in einem Schwarzen Loch verschwinden.

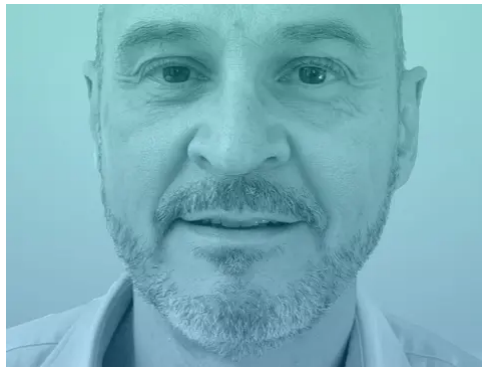
«Depleted» ist der Terminus Technicus im CLO-Investment Banking. Hier geht es aber nicht um ein 3%-Investment einer Pensionskasse, sondern um viel mehr. Es geht um die Integrität unserer Finanzmärkte und unserer Wirtschaft – um Jobs, Renten, Vermögen, Sicherheit und Frieden. Es ist bereits einmal

schiefgegangen: 2008 frassen sich die Anfangsverluste im Häusermarkt durch die Strukturen, bis es ans Fleisch ging.

Hoffentlich leben wir in einer CLO mit einer robusten Struktur mit viel Eigenkapital. Hoffentlich.

P.S. The Market hat in diesem Artikel die KI-Blase beleuchtet. Raten Sie mal, wer zu den Hauptfinanciers gehört.

Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.

**MEINUNG****Korrelation des Monats: Was die Weimarer Hyperinflation mit heute verbindet**

Derzeit liegt die Angst vor einem erneuten Inflationsanstieg wie in den Siebzigerjahren in der Luft. Die heutige Lage erinnert aber auch an die Weimarer Hyperinflation vor etwas über hundert Jahren. Im ersten von zwei Teilen geht es um die Voraussetzungen dafür.

Jürg Lutz 23.09.2025

**MEINUNG****Korrelation des Monats: Kommt es zur Amazonisierung der Kreditvergabe?**

Private-Debt-Industrie und Banken dringen zunehmend in das Geschäftsfeld des anderen ein. Das wirft die Frage auf, wer sich bei der Kreditvergabe durchsetzt. Es wird grosse Gewinner und Verlierer geben.

Jürg Lutz 14.08.2025





MEINUNG

Korrelation des Monats: der grosse Konflikt an den globalen Schuldenmärkten

Banken und Private-Debt-Industrie fahren im globalen Wettbewerb um Kunden grosse Geschütze auf und verändern die Art, wie Geld vergeben wird. Im ersten Teil geht es um die Hintergründe des Konflikts.

Jürg Lutz 31.07.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.