Wachsende Sorge um „Private Kreditmärkte“ und Vorteile einer Kreditbörse

Private Debt (auch Private Credit genannt) bezeichnet Firmenkredite, die nicht über öffentliche Märkte ausgegeben werden. Im Zentrum steht dabei das sogenannte Direct Lending: Ein Unternehmen erhält einen Kredit direkt von einem spezialisierten Private-Credit-Fonds oder -Sponsor – anstelle von einer Bank oder durch die Emission von Anleihen. Der globale Private-Debt-Markt wird inzwischen auf zwischen 1,5 und 2 Billionen US-Dollar geschätzt und wächst weiter. Getrieben wird der Markt von den Banken, die sich zumeist wegen Eigenkapitalengpässen zurückziehen, auf der anderen Seite suchen Investoren Rendite in Niedrigzinsphasen, und Private-Equity-Deals benötigen flexible Finanzierung.

Die Kreditvergabe an den privaten Sektor insgesamt (inkl. Banken, Anleihen etc.) lag in den USA Anfang 2026 bei rund 13,4 Billionen US-Dollar, was zeigt, dass Private Credit zwar stark wächst, aber im Verhältnis zum gesamten Kreditvolumen noch klein ist, aber in den letzten 10 Jahren sehr schnell gewachsen ist.

Welches sind die besonderen Risikofaktoren im Private Credit Market?

Kredit- und Ausfallrisiken: Da die Kredite meist wirtschaftlich schwächeren oder weniger stabilen Unternehmen nachgefragt werden, ist das Ausfallrisiko im Vergleich zu klassischen Bankkrediten tendenziell erhöht. Weiterhin besteht ein strukturelles Ungleichgewicht zwischen: langfristigen Kreditvergaben und kurzfristiger bzw. volatil reagierender Refinanzierung. Das macht das System anfällig für plötzliche Liquiditätsengpässe, insbesondere bei Stressphasen. Investoren in solchen Märkten reagieren empfindlich auf makroökonomische Veränderungen (Inflation, Zinsen, Konjunktur). In Krisensituationen kann es zu schnellen Mittelabzügen kommen, was die Stabilität zusätzlich belastet. Ein weiterer Risikofaktor ist das Konzentrations- und Klumpenrisiko, da ein erheblicher Teil der Kreditvergabe sich aktuell auf Boomsektoren wie Künstliche Intelligenz, Halbleiter/Chips, Rechenzentren konzentriert. Diese Sektoren haben unsichere langfristige Ertragsperspektiven, wodurch große Portfoliorisiken entstehen können.

Weiterhin müssen systemische Risiken und Ansteckungseffekte gesehen werden, die über Refinanzierungsbeziehungen eine Risikoübertragung vom Private-Credit Sektor auf Banken bewirken. In einem negativen Szenario könnten Probleme in diesem Segment Instabilitäten im gesamten Finanzsystem auslösen. Es bleibt auch offen, ob bestehende Eigenkapitalanforderungen und regulatorische Maßnahmen im Bankensystem ausreichen, um solche Schocks abzufedern.

Zu den strukturellen Schwächen des Segments zählt eindeutig die geringe Regulierung und Intransparenz. Der Private-Credit-Markt ist im Vergleich zum Bankensektor: weniger reguliert, weniger standardisiert und weit weniger transparent. Das erschwert die Risikobewertung allgemein und die Aufsicht. Plötzliche Refinanzierungsbedarfe In Stressphasen könnten unerwartet hohe Rückforderungen der Investoren auslösen, was im Extremfall dies systemweite Liquiditätsprobleme nach sich zieht.

Schaffung stabiler Rahmenbedingungen tut not

Nach 18 Jahren seit der letzten Krise sind all diese Probleme vergessen und die Branche versucht wieder mit alten Geschäftsmodellen in neuer Verpackung weiterzumachen. Da hohe Renditen anfallen, greifen die gleichen Mechanismen wie vor der letzten Finanzkrise: Weitgehend fehlende Regulierung – Mangelnde Transparenz – Unterschätzung des Risikos – Auszahlungskonstruktionen der beteiligten Fonds beschleunigen Krisenentwicklungen.
Allerdings sind nun erste Anzeichen einer Krise aufgetaucht und deuten auf weitere Probleme hin: Im Februar musste der Fonds Blue Owl Vermögenswerte in Milliardenhöhe veräußern und vorübergehend die Auszahlungen stoppen. Bei anderen Privatkreditfonds wurden diese ebenfalls eingeschränkt aus Sorge, dass immer mehr Investoren abspringen könnten.

So wie die weltweite Bankenkrise des Jahres 2008 durch staatliches Handeln - Eingriffe des Staates in den Immobilienmarkt und weitestgehende Auflösung des aufsichtsrechtlichen Regulierungsrahmens – wenn auch nicht alleine verursacht wurde, aber sicher begünstigt wurde, ist eine schwerwiegende Ursache für die gegenwärtige krisenhafte Entwicklung in der katastrophalen Abschaffung des Preises für Geld und Kapital durch die grenzenlose Liquiditäts- und Nullzinspolitik der Notenbanken zu sehen. Als finale Auslöser von Krisen fungieren dann stets solche Markteilnehmer, die von den Fehlsteuerungen des Staates zunächst profitieren, die Anfälligkeit ihres Geschäftsmodells über die Zeit aber doch sichtbar wird und das Scheitern entsprechende Ansteckungseffekte auslöst.

Die EU-Finanzaufsicht ESMA sieht „mögliche Parallelen“ zur sogenannten Subprime-Krise, die 2008 in der Finanzkrise mündete: Private Credit sei „zunehmend als Quelle von Risiko“ zu sehen. Die wachsenden Verflechtungen mit Banken und Versicherungen bereiten Aufsehern Sorge, weil Zahlungsausfälle in der relativ intransparenten Welt privater Kreditfonds auf das restliche Finanzsystem übergreifen könnten

Stabilisierung des Finanzsystems durch regelgebundene Kreditmärkte

Die Krisenursachen sind denkbar vielfältig und hängen fast immer, selbst bei stets zu unterstellender privater Gier und Unvernunft, mit staatlichen Rahmenbedingungen zusammen. Umso wichtiger erscheint es, an einer zentralen Stelle Vorsorge zu schaffen, um mit einem institutionellen Bewältigungsmechanismus Krisenerscheinungen einzugrenzen und den Marktteilnehmern selbst ein Instrumentarium zur Selbsthilfe an die Hand zu geben.

Im Fall der Finanzwirtschaft muss es ein Instrumentarium sein, das die Fungibilität des Kredits zum zentralen Ansatzpunkt macht, damit sich also die Kreditwirtschaft selbst helfen kann[1]. Schon im Jahr 2004 forderte die Deutsche Bundesbank aus der Perspektive des deutschen Marktes, aber im Grunde universal argumentierend: „Entwickelte, liquide Märkte für den Transfer von Kreditrisiken können die Stabilität

[1] Sven Christian Berger / Bernd Skiera: *Elektronische Kreditmarktplätze: Funktionsweise, Gestaltung und Erkenntnisstand bei dieser Form des "Peer-to-Peer Lending"* (2012).

des Banken- und Finanzsystems spürbar fördern. Sie steigern die Steuerungskapazität der Kreditinstitute, da die Kreditrisiken durch ihre Handelbarkeit und Marktfähigkeit verlässlicher zu bewerten, flexibler zu variieren und leichter zu diversifizieren sind“. Auch deshalb hatte in Deutschland, einem Land, in dem Risikotransfer zwischen Banken eher skeptisch gesehen wird, der deutsche Gesetzgeber auf dem Höhepunkt der Finanzkrise ganz grundsätzlich die Fungibilität der Bankkredite (mit dem Risikobegrenzungsgesetz von 2008) verteidigt und hierfür eine wichtige gesetzliche Basis gelegt. Die Begründung hierfür war wiederum systemisch-universal: Jeder Ausschluss und jede Einschränkung der Fungibilität des Kredits würde zu massiven Einschränkungen der Reaktionsfähigkeit der Einzelinstitute wie auch der Finanzaufsicht in Krisenzeiten führen. Wenn der größte Anteil der Vermögenswerte eines Kreditinstituts in Krisenzeiten nicht disponibel ist, wäre die Bank zum Untergang verurteilt und die Ansteckungsgefahr für den Gesamtmarkt angesichts der Ohnmacht der Beteiligten groß.

Schließlich hatte auch die EU-Kommission im Frühjahr 2018 eine Initiative vorgelegt, die den „Rahmen für Sekundärmärkte und Kreditverkäufe abstecken sollte“; und man zeigte sich optimistisch, dass „damit nun ein europäischer Binnenmarkt für Kreditkäufer und Kreditdienstleister geschaffen werde“. Den darin geäußerten Zielen kann man nur zustimmen: Diese würden den Wettbewerb fördern, den durchschnittlichen Verkaufspreis (notleidender Kredite) erhöhen und die Servicekosten zugunsten der Kreditnehmer deutlich senken. Und weiter die EZB: Es sei ganz allgemein entscheidend, Rahmenbedingungen für einen effizienten und sicheren Risikotransfer zu ermöglichen. Die ursprüngliche Zielsetzung sah deshalb einen Aktionsplan des EU-Rats vor, der die EU-Kommission, die EZB und die EBA aufforderte, den Aufbau von Transaktionsplattformen für Kreditrisiken zu entwickeln.

Dass Fungibilität rechtlich gesehen sein muss, ist damit unstreitig. Allerdings wird sie in den kontinentaleuropäischen Märkten nur in bilateral und individuell gestalteten sogenannten Over-The-Counter- Geschäften zu sehr hohen Kosten – und damit hohen Gewinnmmargen der dies Transaktionen arrangierenden Finanzinstitute - praktiziert, weil es bisher kein Instrumentarium für eine pragmatisch-praktikable Risikosteuerung gibt. Aus all den zitierten und auch sonst geäußerten Überlegungen zur praktischen Umsetzung und Förderung von Fungibilität im Finanzmarkt ist nichts geworden. Die von den europäischen und nationalen Institutionen immer wieder begrüßten Initiativen für verbesserte Rahmenbedingungen zur Stabilisierung dieses wichtigen Marktsegments haben offenbar den Charakter von Sonntagsreden. Ist Transparenz über Transaktionen und Preise in Wirklichkeit nicht gewollt?

Marktversagen durch Einrichtung einer Kreditbörse beseitigen[2]

Ein Instrument zur Ermöglichung von Risikotransfer und Kreditfungibilität sollte die Aufgabe haben, Lösungen im Falle einer drohenden oder eingetretenen Insolvenz vorzuhalten - gleichsam eine institutionalisierte Bad Bank. Viel wichtiger ist es aber im Grunde, dass jedes Kreditinstitut laufend und effizient Risikosteuerung über eine

[2]Flesch,J.R. Kopatz,P.G.,Pohlhausen,R., „Die Fungibilität des Kredits – Schlüssel für eine vertiefte europäische Wirtschaftsordnung“ , 2021. https://ep4c.de/schriften-veroeffentlichungen-presse/

solche Plattform vornehmen kann, mit der Folge, dass der Notfall gar nicht erst eintritt. Es geht also um die Errichtung einer praktikablen, Vertrauen schaffenden Institution, die sich dieser eminent wichtigen Daueraufgabe marktneutral annimmt.

Die Lösung zur Überwindung dieser Defizite und zur Umsetzung der von der EU-Kommission formulierten Anforderungen beim Kreditrisikotransfer liegt in der Einrichtung eines regulierten, Plattform-basierten Marktplatzes, einer Kreditbörse.[3] Börsen sind die wirtschafts- und systemimmanente Lösung für die Schaffung eines effizienten Wettbewerbsmarktes. Ihre Vorteile hinsichtlich Transparenz, rechtssicherer Übertragung der Kredite und vor allem der Effizienz hinsichtlich Kostenvorteilen und Informationsasymmetrien im Vergleich zu privaten Kreditplattformen sind unbestritten. Börsen für Wertpapiere, Devisen und Agrar- und andere Waren und seit einiger Zeit auch für den Energie- und Emissionsrechtehandel sind bewährte Institutionen. Die Gegenargumente, dass die Kredite sich überwiegend einer Standardisierung entziehen, sind weitestgehend widerlegt wie zahlreiche Quellen zeigen[4].
Dabei steht eine Börse auf zwei Säulen: Zum einen schafft ein öffentlich-rechtliches Regelwerk den unersetzlichen Rechtsrahmen mit Bindungswirkung für alle Marktteilnehmer, was durch eine öffentlich-rechtliche Anstalt überwacht wird. Nur das hoheitliche Regelwerk realisiert „true sale“, d.h. die Forderungen werden mit Börsengeschäftsabschluss übertragen, während privatrechtliche Transaktionen und Plattformen nur eine rechtlich sehr komplexe schuldrechtliche Verpflichtung zur Übertragung der Forderungen darstellen können. Darunter steht als Verwaltungseinheit eine Aktiengesellschaft, welche die Organisation und Finanzierung der ökonomischen Prozesse zur Aufgabe hat und damit für die Zukunftsfähigkeit und Innovationskraft des Geschäftsmodells Sorge trägt.
Die Vorschläge hierfür sind konkret ausgearbeitet und vielfach diskutiert. Mit einer Umsetzung könnten die hinlänglich bekannten Vorteile von Transaktionen über Börsen realisiert werden und eine Steuerung von Kreditportefeuilles würde effizient und sicher ermöglicht. Die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass dies auch stabilisierend wirkt und krisenhafte Entwicklungen vermeiden hilft. Ob dies irgendwann auch in den Hauptstädten Europas so gesehen wird? Bisher gefällt sich die Politik in einer in immer mehr Detailregelungen zerfallenden Aufsicht und in Krisen in publicity-trächtigen Notfallmaßnahmen.

Dr. J.R.Flesch, Hannover im Juni 2026

---

[3] Elke Meier: *Die Kreditbörse als mögliches Kreditrisikotransferinstrument für Sparkassen – Eine Analyse des Konzepts „RMX“* (2015)

[4] Flesch,J.R. Kopatz,P.G.,Pohlhausen,R., „Kreditkauf und Risikotransfer in Deutschland“ , 2021. https://ep4c.de/schriften-veroeffentlichungen-presse/