

Konjunktur und Strategie

19. März 2026

Private Credit: Wenn Policengelder zum Systemrisiko werden

Am 6. März 2026 passierte etwas, das in der Welt der alternativen Kapitalanlagen selten öffentlich sichtbar wird: BlackRock sperrte einen seiner größten Private-Credit-Fonds. Anleger, die ihr Geld aus dem 26 Milliarden Dollar schweren HPS Corporate Lending Fund zurückziehen wollten, sahen ihre Anfragen nur zu einem Bruchteil erfüllt. Kurz darauf folgten ähnliche Meldungen von Morgan Stanley und Blackstone. BlackRocks Aktie verlor an einem einzigen Tag rund sieben Prozent. Was sich wie eine technische Fondsverwaltungsfrage liest, ist in Wahrheit ein erstes Stresssignal aus einem System, das in den vergangenen Jahren still und leise eine enorme Hebelwirkung aufgebaut hat.

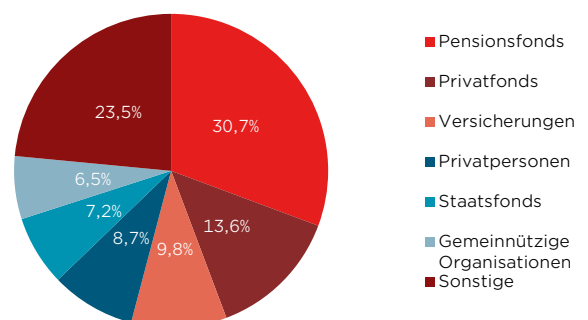
Ein Markt, der aus einer echten Lücke entstand

Private Credit bezeichnet die Kreditvergabe außerhalb des regulären Bankensystems. Unternehmen leihen sich Geld direkt von Fonds statt von Banken, zu höheren Zinsen, dafür ohne die Auflagen des regulierten Kapitalmarkts. Diese Lücke entstand nicht zufällig. Nach der Finanzkrise 2008 zogen sich Banken unter dem Druck neuer Eigenkapitalregeln aus der Unternehmensfinanzierung zurück. Private-Credit-Fonds füllten dieses Vakuum, finanzierten Unternehmensübernahmen, Wachstumsinvestitionen und Restrukturierungen, und schufen dabei eine neue Finanzierungsquelle für die Realwirtschaft. Für institutionelle Anleger war das Angebot in der langen Niedrigzinsphase nach 2008 außerordentlich attraktiv und ursprünglich auch ausschließlich für sie gedacht. Private Credit war eine Anlageklasse, die Pensionsfonds, Versicherungen und Stiftungen vorbehalten

war, während Privatanleger schlicht keinen Zugang hatten. Das änderte sich im Laufe der Jahre: Getrieben von der Nachfrage nach renditestarken Alternativen öffneten die großen Fondsanbieter ihre Produkte schrittweise auch für vermögende Privatpersonen. Während Staatsanleihen nur geringe Renditen boten, lieferte Private Credit strukturell höhere Risikoprämien als Entschädigung dafür, dass das Kapital über Jahre gebunden bleibt. Wer diesen Zeithorizont mitbrachte, wurde dafür belohnt. Der globale Markt wuchs auf inzwischen 3,5 Billionen Dollar, allein in den USA auf rund zwei Billionen. In einem Umfeld, in dem die Zinsen nach ihrem deutlichen Anstieg auf erhöhtem Niveau verharren und das Konjunkturbild gemischt bleibt, wächst nun die Aufmerksamkeit dafür, ob bestimmte Strukturen innerhalb dieses Marktes belastbar genug sind.

Ein großer Teil des Private Credit Marktes konzentriert sich auf wenige Anbieter. Apollo Global Management verwaltet knapp eine Billion Dollar, BlackRock hat durch die zwölf Milliarden Dollar schwere Übernahme von HPS Investment Partners eine der größten Private-Credit-Plattformen der Branche aufgebaut. Der entscheidende Schub kam aus dem Bereich der institutionellen Langfristanleger, allen voran Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften.

Investorenbasis im Private-Credit-Markt



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

Policengelder für Unternehmenskredite

Lebens- und Rentenversicherer sind strukturell ideale Partner für illiquide Anlagen. Wer eine Rentenversicherung abschließt, zahlt Jahrzehnte ein, bevor er einen Cent zurückerhält. Dieses Kapital steht den Versicherern als langfristige, stabile Finanzierungsbasis zur Verfügung und muss nicht kurzfristig abgezogen werden. Traditionell wurde es konservativ in Staatsanleihen und erstklassige Unternehmensanleihen investiert. Das änderte sich, als die großen Private-Equity-Häuser begannen, systematisch Versicherungsgesellschaften zu erwerben. Apollo übernahm Athene, KKR kaufte Global Atlantic. Plötzlich flossen Policengelder nicht mehr in Staatsanleihen, sondern in die eigenen Private-Credit-Produkte der Muttergesellschaft. Das Ergebnis ist ein Kreislauf, der sich selbst verstärkt: Private-Equity-Häuser steuern gleichzeitig die Versicherungsgesellschaft, den Kreditfonds und die Vermögensverwaltung. Das Kapital der Versicherungsnehmer wird über konzerneigene Fonds an Unternehmen verliehen, das Management der Anlagen übernimmt die konzerneigene Vermögensverwaltungstochter, für die wiederum Gebühren anfallen. An jeder Stufe dieser Kette verdient dieselbe Unternehmensgruppe.

Bermuda: Wo der Hebel entsteht

Ein weiteres, wenig bekanntes Element dieses Systems verdient besondere Aufmerksamkeit: Die Rolle von Bermuda als Offshore-Rückversicherungsstandort. Bermuda gilt als einer der bedeutendsten Rückversicherungsstandorte der Welt und beheimatet einen substanziellen Teil der globalen Rückversicherungskapazität. Der Grund liegt im regulatorischen Rahmen. In den USA müssen Versicherer für riskantere Kapitalanlagen proportional höhere Eigenkapitalpuffer vorhalten, also Mittel, die als Verlustpuffer reserviert sind und nicht investiert werden können. Bermuda erlaubt es, denselben Risiken mit weniger gebundenem Eigenkapital zu begegnen. Das Prinzip ist bekannt: Wer weniger Eigenkapital als Puffer vorhalten muss, kann mit gleichem Kapital mehr bewegen. Genau das ist der Kern des Bermuda-Modells.

Das operative Werkzeug dafür ist die sogenannte Funded Reinsurance: Ein US-Versicherer überträgt nicht nur Risiken, sondern auch die zugehörigen Kapitalanlagen physisch an einen Bermuda-Rückversicherer. Was zuvor in der US-Bilanz als konservative Anlage stand, erscheint nun in Bermuda unter günstigeren Kapitalregeln, häufig reinvestiert in illiquide Private-Credit-Positionen. Je weniger Kapital als Puffer gebunden ist, desto größer ist der Hebel im System. Diese Verschiebung verbessert zwar

die Kapitaleffizienz, erhöht aber gleichzeitig die Hebelwirkung im Versicherungsgeschäft und macht es anfälliger für fallende Vermögenspreise oder eine Kreditklemme.

Das Ausmaß des Risikos bemisst sich nicht nur am Hebel selbst, sondern daran, wie viele Versicherer über denselben Kanal investieren. Apollo und KKR steuern den Hebel über eine eigene Versicherungstochter. BlackRock verfolgt einen anderen Ansatz, mit in mancherlei Hinsicht noch weitreichenderen strukturellen Implikationen. Das Unternehmen besitzt keine eigene Versicherungsgesellschaft, sondern positioniert sich als zentraler Kapitalmanager für externe Versicherer weltweit. CEO Larry Fink erwartet, dass Versicherer allein 2026 rund 70 Milliarden Dollar in Private Credit umschichten werden. BlackRock will der bevorzugte Kanal dafür sein. Das erzeugt eine spezifische Risikoform. Bei Apollo trafe ein Stressereignis primär die konzerneigene Versicherungstochter. Bei BlackRock würden Probleme in der Private-Credit-Plattform potenziell Dutzende Versicherungsgesellschaften gleichzeitig treffen, deren Kapitalanlage BlackRock verantwortet. Verluste über eine breite, vernetzte Kundenbasis, ausgelöst von einem einzigen zentralen Knotenpunkt: Das ist eine Risikokonzentration, die in keiner Einzelbilanz sichtbar wird.

Der Ansturm: Warum alle gleichzeitig raus wollen

Die jüngste Rücknahmewelle kam nicht aus dem Nichts. Im Verlauf von 2025 meldeten mehrere durch Private-Credit-Fonds finanzierte Unternehmen Insolvenz an: Ein US-amerikanischer Automobilzulieferer, ein Subprime-Autokreditgeber und kurz vor dem BlackRock-Ereignis ein britischer Hypothekengeber. Diese Fälle stellten öffentlich die Frage, ob die Kreditvergabestandards des Sektors in den Wachstumsjahren zu lax geworden waren. Gleichzeitig erhöhten geopolitische Spannungen und ein gemischtes Konjunkturbild die allgemeine Risikoaversion. Privatanleger, die in den Boomjahren schrittweise Zugang zu diesen Fonds erhielten, reagieren auf Stimmungswechsel besonders sensibel, deutlich schneller und emotionaler als institutionelle Investoren wie Pensionskassen oder Stiftungen. Als erste Berichte über Rücknahmeprobleme öffentlich wurden, setzte eine Dynamik ein, die bekannt vorkommt: Das Kapital ist langfristig verliehen, die Rücknahmen sind vertraglich gedeckelt, aber der Druck der Anleger übersteigt genau diese Grenzen. Wer früh aussteigt, hat bessere Chancen, sein Geld vollständig zurückzubekommen. Wer wartet, riskiert, dass die Obergrenze bereits ausgeschöpft ist. Das Abwarten lohnt sich schlicht nicht und so verstärkt sich der Ansturm selbst.

Im Ergebnis stellten Anleger Rücknahmeanträge für 9,3 Prozent des Private-Credit-Fondsvermögens von BlackRock, fast doppelt so viel wie die vertraglich verankerte Obergrenze von fünf Prozent und das erste Mal seit Fondsauflegung, dass diese Schwelle überhaupt überschritten wurde. BlackRock zahlte den erlaubten Anteil aus und wies den Rest ab. Zeitgleich erhöhte Blackstone seine Rücknahmeobergrenze und schoss 400 Millionen Dollar eigener Mittel nach, um sämtliche Rückgabewünsche vollständig bedienen zu können. Ein deutliches Zeichen, dass der Druck kein Einzelfall war.

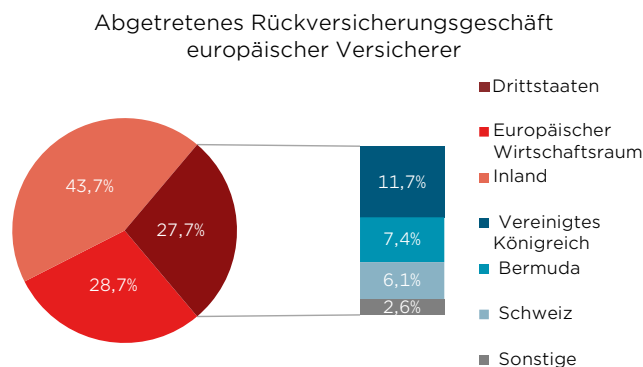
Déjà-vu oder Überreaktion? Was wirklich dahintersteckt

Und genau hier stellt sich die entscheidende Frage: Ist das ein Problem von Private Credit als Anlageklasse oder ein Problem dieser spezifischen illiquiden Struktur? Viele setzen jetzt das Wort illiquide mit riskant gleich. Die entscheidende Trennlinie verläuft in diesem Fall nicht zwischen liquide und illiquide, sie verläuft innerhalb der illiquiden Welt selbst, je nachdem, was ein Fonds tatsächlich hält. Private Equity hält Unternehmensanteile, keine Kredite. Infrastrukturfonds halten reale Anlagen wie Energienetze, Straßen und Versorgungsinfrastruktur mit langfristig gesicherten Einnahmen. Immobilienfonds halten Gebäude mit Sachwertcharakter. Alle drei sind illiquide Anlageklassen. Aber das Entscheidende ist, was darunter liegt: Anteile, Sachwerte, gesicherte Cashflows. Keine dieser drei illiquiden Anlageklassen ist dem Druck ausgesetzt, der Private Credit gerade trifft, nämlich dass das Underlying, also die Unternehmenskredite selbst, in einem schwächeren Konjunkturmilieu unter Stress gerät und gleichzeitig Anleger ihre Mittel zurückfordern.

Für europäische Anleger stellt sich die Frage, ob das beschriebene System hier in vergleichbarer Form existiert. Die Antwort ist strukturell nein. Europäische Versicherer unterliegen Solvency II, das Kapitalanforderungen deutlich strenger kalibriert als das US-amerikanische System. Das geschlossene Kreislaufmodell, bei dem dieselbe Unternehmensgruppe Versicherer, Kreditfonds und Vermögensverwaltung kontrolliert, hat in Europa keine Entsprechung. Europäische Aufsichter haben entsprechende Übernahmen aktiv geprüft und in mehreren Fällen verhindert.

Ein Vorbehalt bleibt: Fast 28 Prozent aller von EU-Versicherern abgetretenen Risiken verlassen den Europäischen Wirtschaftsraum, Bermuda ist nach dem Vereinigten Königreich der zweitgrößte Empfänger. Die europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) hat in ihrem

Finanzstabilitätsbericht vom Dezember 2025 explizit darauf hingewiesen, dass europäische Versicherer dort regulatorische Kapitalentlastung erhalten, das eigentliche Risiko aber faktisch im System verbleibt. Eine vollständige Entwarnung ist das nicht, aber eine andere Größenordnung als das US-Modell.



Risikofreudige Versicherungen, Ausplatzierung von Krediten an externe Investoren und ein Konstrukt, das über das regulatorische Maß hinaus mit Fremdkapital gehandelt wird: Das kommt einigen Finanzmarktteilnehmern bekannt vor. 2007 hießen die Instrumente Mortgage-Backed Securities und CDOs, die Risiken lagen in US-Subprime-Hypotheken, und das Kapital stammte aus einem ähnlich verschachtelten System aus Verbriefungen und Offshore-Strukturen. Der Vergleich ist nicht unzutreffend, aber er ist auch nicht vollständig. Was 2008 das System zum Kollaps brachte, war nicht allein der Hebel. Es war die vollständige Intransparenz über den tatsächlichen Wert der Underlyings, kombiniert mit einer systemweiten Vernetzung über kurzfristige Refinanzierungsketten. Beides ist im heutigen Private-Credit-Markt in dieser Form nicht gegeben. Die Kreditportfolios sind besser dokumentiert, die Laufzeitstrukturen langfristiger, und der regulatorische Rahmen hat aus 2008 gelernt, insbesondere in Europa. Das bedeutet jedoch nicht, dass Europa im Falle einer ernsthaften Krise im US-amerikanischen Private-Credit-Markt vollständig abgesichert wäre. Globale Kapitalmärkte sind vernetzt, und Vertrauensverluste übertragen sich schneller als Regulierung greift.

Was die aktuellen Verwerfungen zeigen, ist deshalb nicht das Scheitern eines Systems. Es ist ein Stresstest für ein Segment, das in den Wachstumsjahren schnell gewachsen ist und dabei strukturelle Fragen offen gelassen hat. Für europäische Anleger, die in einem regulierten Rahmen investieren, sind diese Fragen weitgehend beantwortet. Nicht weil das Risiko null ist, sondern weil der regulatorische Rahmen genau für diese Situation gebaut wurde.

Jan Mooren

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	19.03.2026 15:06	12.03.2026 -1 Woche	18.02.2026 -1 Monat	18.12.2025 -3 Monate	18.03.2025 -12 Monate	31.12.2025 YTD
Aktienmärkte						
S&P 500	6644	-0,4%	-3,4%	-1,9%	18,3%	-2,9%
Nasdaq	21991	-1,4%	-3,4%	-4,4%	25,6%	-5,4%
Russell 2000	2460	-1,2%	-7,7%	-1,9%	20,0%	-0,9%
DAX	22949	-2,7%	-9,2%	-5,2%	-1,8%	-6,3%
MDAX	28586	-2,2%	-9,9%	-5,6%	-4,6%	-6,6%
TecDAX	3487	-2,6%	-6,3%	-2,0%	-9,5%	-3,7%
EuroStoxx 50	5618	-2,3%	-8,0%	-2,2%	2,4%	-3,0%
Stoxx 50	4878	-2,3%	-7,0%	0,4%	3,7%	-0,8%
Nikkei 225	53373	-2,0%	-6,6%	8,9%	41,0%	6,0%
MSCI Welt	4341	-0,5%	-4,4%	-0,9%	18,2%	-2,0%
MSCI Welt SRI	3817	-0,5%	-5,9%	-2,5%	13,9%	-3,1%
MSCI Emerging Markets	1517	1,7%	-2,8%	11,7%	32,5%	8,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	126,10	-6	-320	-147	-177	-147
Bobl-Future	115,74	-39	-128	-38	-131	-42
Schatz-Future	105,90	-27	-106	-86	-79	-90
3 Monats Euribor	2,12	-3	12	9	-31	10
3M Euribor Future, Dez 2026	2,57	5	58	44	34	46
3 Monats \$ Libor	3,73	1	3	11	-61	6
Fed Funds Future, Dez 2026	3,48	0	40	45	5	42
10-jährige US Treasuries	4,27	2	19	17	-2	13
10-jährige Bunds	2,97	6	26	15	18	14
10-jährige Staatsanl. Japan	2,27	9	13	32	79	23
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,36	-3	13	4	-41	4
IBOXX AA, €	3,54	1	32	20	29	21
IBOXX BBB, €	3,83	2	41	26	16	27
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	111,42	10,0%	58,4%	86,2%	56,2%	83,1%
Gold	4634,19	-9,6%	-7,3%	6,2%	52,8%	7,2%
Silber	75,38	-10,0%	-2,4%	15,2%	121,4%	5,7%
Kupfer	12288,28	-4,7%	-4,1%	4,5%	24,7%	-1,3%
Eisenerz	105,54	0,8%	5,8%	-1,3%	3,0%	-1,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	2064	4,7%	0,0%	-0,3%	25,1%	10,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1523	-0,2%	-2,7%	-1,7%	5,5%	-1,9%
EUR/ GBP	0,8622	-0,1%	-1,2%	-1,5%	2,5%	-1,3%
EUR/ JPY	182,13	-0,7%	0,1%	-0,2%	11,4%	-1,1%
EUR/ CHF	0,9114	1,0%	-0,1%	-2,2%	-5,1%	-2,1%

Quelle: LSEG Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Jan Mooren
+49 40 3282-2132
jmooren@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.