Unterschätzte Stabilitätsrisiken durch Privatkredite

Weltfinanzmarkt: Ausgerechnet das Auslagern der Kredite nach der Finanzkrise 2008 hat ein neues unreguliertes Dickicht an Instituten wachsen lassen

DIRK MEYER

Wenn zwei internationale Institutionen zeitgleich in ihren Prüfberichten einem Marktsegment des Kapitalmarktes eine besondere Abhandlung widmen, dürfte das Gründe haben. So geschehen im Bericht der EZB zur Finanzstabilität und dem Bericht über Anfälligkeiten im Sektor der Privatkredite (Private Debt) des in Basel ansässigen Finanzstabilitätsausschusses (FSB) – einer Organisation, die eng mit der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zusammenarbeitet. Und auch der Präsident der deutschen Finanzaufsicht Bafin, Mark Branson, warnte schon im Mai vor Risiken von Private-Debt-Fonds gerade für Privatkunden, die in Form von ELTIFs (European Long Term Investment Funds) in diesem Segment ihre Ersparnisse angelegt haben. Was war geschehen?

Blackrock, der weltweit größte Vermögensverwalter, hatte einen Monat zuvor die Rücknahme von Anteilen seines HPS Corporate Lending Fund (HLEND) begrenzt. Als Anbieter von Private-Debt-Fonds ist er ein Investment-Vermittler, der Kapital von Banken und Versicherungen sowie neuerdings auch von Privatkunden einsammelt, um damit Firmenkredite an nicht börsennotierte, zumeist mittelständische Firmen zu vergeben. Die Kreditnehmer verwenden die Darlehen, um langfristige Investments wie Firmenaufkäufe oder andere Erweiterungen abseits der Banken zu finanzieren. Wollen Kapitalanleger ihre Einlage abziehen, müssen die Anteile an die Fonds zurückgegeben werden, da sie nicht an öffentlichen Börsen gehandelt werden.

Die fehlende Börsenlistung macht eine Marktbewertung schwierig

Damit benötigen die Verwalter aber Liquidität, die aufgrund der langfristigen Projektbindungen und der überaus illiquiden Unternehmenskredite nicht ohne weiteres und in großem Umfang auf die Schnelle verfügbar gemacht werden kann. Deshalb besteht die Gefahr einer Zahlungskrise. Fonds berücksichtigen dieses Problem, indem Anleger entweder über eine feste Laufzeit von sieben bis zehn Jahren gebunden sind (geschlossene Fonds) oder Auszahlungen zu quartalsweisen Rückkaufangeboten auf eine maximal vorgegebene Höhe beschränkt werden (Intervall-Liquidität).

Beim HLEND-Fonds von Blackrock wollten Anleger im ersten Quartal 2026 Anteile im Umfang von 9,3 Prozent des Fondsvermögens zurückgeben, was die Verwalter offensichtlich bei der Liquidierung von Vermögenswerten vor Probleme stellte. Daraufhin wurde die Rücknahme gemäß den Fondsbedingungen auf die maximale Höhe von fünf Prozent des Fondsvermögens limitiert. Seit März ist es der dritte Private-Debt-Fonds, der in Zahlungsschwierigkeiten geraten ist. Infolge der fehlenden Börsennotierung zeigen sich die Probleme an niedrigen Rückgabepreisen der Anteile und/oder sinkenden Aktienkursen der Fondsanbieter. Anlass der Krisenstimmung war der KI-Schock für die Softwarebranche, der nicht nur dort die Aktienkurse einbrechen ließ. Denn aufgrund planbarer, wiederkehrender Lizenzerlöse war eine Kreditvergabe durch die Private-Debt-Fonds an diese Firmen nur vermeintlich sicher. So soll etwa ein Sechstel der Anlagen aus dieser Branche kommen.

Zwar hat sich derzeit die Situation wieder beruhigt. Dennoch steht die Frage weiterhin im Raum, inwiefern dieses Segment ein Stabilitätsrisiko für den gesamten Anleihemarkt darstellt und ggf. eine erneute Finanzkrise auslösen könnte. Nach Angaben der BIZ stieg das Volumen auf dem Private-Credit-Markt von 100 Milliarden Dollar 2010 auf 2,2 Billionen Dollar 2025. Hintergrund ist die steigende Kreditnachfrage seitens mittelständischer Unternehmen. Durch den Abbau von Mittelstandsbanken und erhöhte Regulierungsanforderungen nach Basel III als Reaktion auf die globale Finanzkrise von 2007/2008 wurde auf den Nicht-Bankenmarkt für Darlehen ausgewichen. Zudem ist der Anleihemarkt für mittelständische Unternehmen eher verschlossen.

Über Private-Debt-Fonds ist die Darlehensaufnahme einfacher, schneller, und es werden flexiblere Konditionen geboten. Auf der Seite des Kreditangebotes wurden die Fonds auch für Privatanleger aufgrund von Steuervorteilen und Renditen von bis zu zehn Prozent bzw. hohen Aufschlägen von vier bis acht Prozentpunkten auf den Euribor-Zinssatz bei scheinbar überschaubaren Risiken gerade in der Niedrigzinsphase von 2008 bis 2022 attraktiv. Während die Umstellung der Firmenfinanzierung in den USA in vollem Gange ist, stehen Asien und Europa eher am Anfang. Derweil machen in den USA Unternehmensfinanzierungen über Private-Debt-Fonds bereits ca. 20 Prozent aus. Hingegen ist der Anteil in Europa nach Angaben der Ratingagentur Creditreform noch relativ gering, aber seit 2020 von fünf auf neun Prozent gewachsen.

Neben dem Illiquiditätsrisiko gibt es eine Reihe weiterer Faktoren, die zur Einschätzung des Private-Debt-Markts herangezogen werden sollten. Hierzu zählen zunächst die Ausfallraten der Unternehmenskredite, die mit 1,6 bis 4,7 Prozent angegeben werden. Allerdings ist der Anteil notleidender Kredite (Zahlungsverzug seit mehr als 90 Tagen) von gut vier auf knapp neun Prozent zuletzt deutlich gestiegen. Umschuldungen beschönigen diese Daten zusätzlich. Jedoch seien Privatkredite generell vorrangig besichert, was die effektiv erzielbare Insolvenzquote stärker absichern würde, so Nayef Perry, Geschäftsführer bei Hamilton Lane, einer der global größten Gesellschaften im Bereich der Privatkreditmärkte.



FOTO: IMAGO/SEPP SPIEGL

Bafin-Präsident Mark Branson warnt, der Markt für Privatkredite sei unüberschaubar: Dritter Fonds seit März mit Zahlungsproblemen

Windige Hypothekenkredite lösten die Weltfinanzkrise 2008/09 aus

Hinzu käme der hohe Eigenkapitalanteil der Kreditnehmer bei Unternehmenskäufen von 49 Prozent, was historisch hoch sei. Robert Fauber, Chef der Rating-Agentur Moody's, stellt wiederum den hohen Anteil von mehr als einem Viertel der Kredite mit einem Rating von Caa1 (Zahlungsausfall: sehr hoch) oder darunter heraus. Eine weitere Finanzkennziffer ist der Zinsdeckungsgrad, der angibt, wie oft ein Unternehmen seine anfallenden Zinsen aus dem laufenden operativen Gewinn zahlen kann. Ein Wert von zwei bedeutet, dass der operative Gewinn doppelt so hoch ist wie die Zinskosten. Diese Ziffer sei – im Gegensatz zur Gesamtwirtschaft – seit 2021 bei Privatkreditnehmern nur leicht gesunken. Die teils gegensätzlichen Wertungen korrespondieren mit einer generellen Intransparenz, die diesen Markt beherrscht und zum Vertrauensrisiko werden lässt. Die fehlende Börsenlistung der Fonds macht eine Marktbewertung sehr schwierig.

Hinzu kommen teils sehr komplexe Kreditverträge, die das tatsächliche Verschuldungsniveau laut Moody's verschleiern können. Während finanzielle Schwierigkeiten von Anleiheemittenten zeitnah über Ratingabstufungen oder Pflichtmeldungen öffentlich werden, fehlen in den Privatkreditmärkten diese Informationskanäle. Undurchsichtige Kreditstandards, Kredite mit endfälligen Zinsen, die Zahlungsschwierigkeiten der Schuldner aufschieben, oder eine Beleihung der Kreditportfolios (Hebelung) seitens der Fonds wirken risikosteigernd. Der Finanzstabilitätsausschuss FSB betont zudem Risiken, die aus vielfältigen Verflechtungen in der Kreditwirtschaft entstünden. So haben Blackrock und die Citigroup erst kürzlich einen gemeinsamen Private-Debt-Fonds angekündigt, bei dem die Investmentgesellschaft für das Anlagekapital sorgt und die Bank ihr Netzwerk bereitstellt, um potentielle Kreditnehmer und Projekte zu finden. Banken, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften werden in diesem Sektor zunehmend verflochten – Risiken damit grenzüberschreitend.

Der bisherige Aufsichtsrahmen ist hierfür nicht ausgelegt. Und ob zukünftig überhaupt ein Interesse an einer Regulierung besteht, ist angesichts eines Dilemmas fraglich. Denn einerseits will man mit Blick auf Erfahrungen aus der globalen Finanzmarktkrise tendenzielle Risiken hoch verschuldeter Unternehmen aus den Bilanzen der Banken fernhalten, weshalb die Private-Debt-Vehikel sehr nützlich sind. Würde man hingegen hohe Regulierungshürden einziehen, gingen diese Kredite wieder an die Banken zurück oder würden von alternativen Schattenbanken ohne Aufsicht (Hedgefonds, Crowdfunding-Firmen) übernommen. Doch ohne Transparenzvorgaben und Aufsicht ähnelt die Situation der der Finanzaufseher vor 2007 – man wusste wenig Konkretes über die Käufer verbriefter Hypothekenkredite und noch weniger über mögliche Risiken für die Finanzstabilität – bis die Finanzmarktkrise 2007 ihren Lauf nahm.

Prof. Dr. Dirk Meyer lehrt Ökonomie an der Helmut-Schmidt-Universität Hamburg.

Roberts Vollstreckerin

Gasreserven: Speicher nur zu 61 Prozent gefüllt. Ministerin will Umlage

MARC SCHMIDT

Die Planungen von Wirtschaftsministerin Katherina Reiche (CDU) erinnern an 70er-Jahre-Klamotten. Niemand hat geglaubt, dass so etwas ein Revival erleben könnte. Vor dem Hintergrund der extrem niedrigen Füllstände der Gasspeicher greift das Bundeswirtschaftsministerium auf einen der größten Fehlschläge des ehemaligen Wirtschaftsministers Robert Habeck (Grüne) zurück und will eine Umlage auf den Gaspreis einführen, um zusätzliches Gas für eine nationale Gasreserve zu bezahlen. Dies geht aus einem Referentenentwurf hervor, der mit massiver Kritik aus der Wirtschaft versehen sich in der Abstimmung zwischen den Bundesministerien befindet.

Die deutschen Gasspeicher waren am 21. Oktober nur zu 61,1 Prozent gefüllt. Das entspricht etwa 151 Terawattstunden (TWh) bei einer Gesamtkapazität von rund 247 TWh. Im Vorjahr, in dem die sehr niedrigen Füllstände bereits kritisiert worden sind, lag der Wert zum Stichtag bei 75,4 Prozent. Gegenüber dem Durchschnitt der vergangenen Jahre fehlt damit eine erhebliche Gasmenge. 2026 setzt die Bundesregierung noch stärker auf die teuren laufenden Pipelineimporte und Flüssiggaslieferungen, weshalb im Winter tageweise mit Rekordpreisen zu rechnen ist.

Um Sabotage der Nachkaufwege mit Mangellagen entgegenwirken zu können, plant Ministerin Reiche 24 TWh Gas als nationale Reserve, also zehn Prozent der deutschen Speicherkapazität. Gemäß Referentenentwurf vom 13. Oktober dient als Maßstab der Ausfall der größten deutschen Gasimportinfrastruktur für 30 Tage. Die Reserve soll auch Szenarien wie den Ausfall norwegischer Pipelineimporte für 20 Tage oder sämtlicher deutscher LNG-Terminals für 40 Tage abdecken. Die Reserve wird erst nach Ausrufung der Notfallstufe freigegeben und ist damit nicht geeignet, extreme Preise zu verhindern.

Der Referentenentwurf soll als Gesetz die aktuellen, gescheiterten Regelungen der gesetzlichen Speicherfüllstandsvorgaben zu deren Auslaufen am 31. März 2027 ersetzen. Diese schreiben zum Stichtag 1. November einen Füllstand von 80 Prozent für die meisten Speicher vor – das ist eine Absenkung gegenüber früheren Regelungen mit entsprechend negativen Auswirkungen. Doch statt die Vorgaben wieder zu erhöhen, sieht der Referentenentwurf trotz der aktuell zu niedrigen Füllstände vor, auf Vorgaben weitgehend zu verzichten, allein auf Marktanreize für die die Speicher befüllenden Unternehmen zu setzen und zu Lasten der Verbraucher eine strategische Reserve zu schaffen.

Die Reserve soll nach dem Entwurf über eine neue Gasumlage finanziert werden. Die geschätzten jährlichen Kosten liegen zwischen 247 und 308 Millionen Euro. Bei einem Gasverbrauch wie 2025 entspräche das etwa 0,03 bis 0,04 Cent je Kilowattstunde. Was für Privathaushalte vier bis acht Euro jährlich bedeutet, kann für Industrie und Gewerbe schnell zu einer nicht zu kalkulierenden Belastung in Millionenhöhe werden. Die erste Umlageperiode soll am 1. Oktober 2027 beginnen.

Die Höhe der Umlage soll der Marktgebietsverantwortliche Trading Hub Europe (THE) bestimmen. Er kalkuliert Kosten und Erlöse der Reserve langfristig und rechnet die Umlage monatlich gegenüber Gasversorgern ab. Rund 40 Prozent der Kosten sollen nach den Schätzungen auf Haushalte und Gewerbe entfallen, rund 60 Prozent auf die Industrie. Die genaue Belastung hängt unter anderem von Beschaffungspreisen, Speicherkosten, Netzentgelten und Finanzierung ab.

Im Ergebnis will die Wirtschaftsministerin jetzt einführen, was ihre Partei, die CDU, zu Zeiten der Ampel nicht zu Unrecht als wirtschaftlich falsch und verfassungsrechtlich bedenklich eingestuft hat. Wenn der Staat eine Sicherheitsreserve schaffen muss, dann ist es umstritten, ob diese neue Maßnahme durch eine Umlage finanziert werden kann – vor allem wenn eine durchgesetzte Vorgabe für Füllstände einen vergleichbaren Effekt hätte. Die ursprünglich auch von CDU und AfD gegenüber der Ampel geforderte Finanzierung der Reserve aus Steuermitteln ohne neue Energiesteuern fordern inzwischen nur noch AfD und Wirtschaftsverbände. Die sonst marktwirtschaftlich orientierte Ministerin Reiche ignoriert die negativen Effekte einer durch die Umlage angekündigten weiteren Gaspreiserhöhung auf die Wirtschaft.

▶ www.bdew.de/energie/aktuelle-entwicklungen-zu-erdgasdaten/

ANZEIGE

