



Creditreform 
Rating

Private Debt Monitor

Trends, Risiken, Marktdynamik

Ausgabe 1 | April 2026

MANAGEMENT SUMMARY

Private Debt als struktureller Bestandteil der Unternehmensfinanzierung

1. Private Debt hat sich von einer alternativen Finanzierungsquelle zu einem festen Bestandteil des europäischen Kreditökosystems entwickelt, insbesondere im Mid-Market und im Umfeld sponsor-getriebener Transaktionen.
2. Die Entwicklung ist Ausdruck struktureller Veränderungen im Kreditmarkt: selektivere Bankfinanzierung, steigende Bedeutung maßgeschneiderter Finanzierungslösungen sowie wachsender Kapitalzufluss institutioneller Investoren.
3. Illiquidität und fehlende Marktpreisbildung erschweren die unmittelbare Einordnung von Kreditrisiken: niedrige Volatilität und moderat wirkende Ausfallraten sind kein hinreichender Indikator für geringe Risiken.

Finanzierungsumfeld und Marktmechanik erhöhen Anforderungen an Selektion und Strukturierung

4. Das Zinsniveau bleibt trotz geldpolitischer Lockerungen strukturell erhöht und belastet die Schuldentragfähigkeit, insbesondere bei variabel verzinsten Private Debt-Finanzierungen.
5. Banken vergeben Kredite restriktiver und selektiver, wodurch sich Finanzierungsspielräume verschieben, ohne dass eine generelle Verdrängung stattfindet.
6. Der Private Debt-Markt wächst strukturell, zeigt jedoch zuletzt eine Abschwächung der Dynamik. Der Wettbewerbsdruck konkurrierender Finanzierungsmärkte nimmt zu

MANAGEMENT SUMMARY

7. Direct Lending dominiert das Marktgeschehen, weist jedoch erhebliche Unterschiede in Strukturqualität, Risikoprofil und Manageransatz auf, die eine differenzierte Analyse und Selektion erfordern.
8. Im aktuellen Umfeld verschiebt sich der Markt von einer wachstumsgetriebenen hin zu einer selektionsgetriebenen Phase mit stärkerer Preisdifferenzierung und konservativeren Strukturen.

Private Debt-finanzierte Unternehmen weisen ein strukturell anspruchsvolleres Kreditprofil auf

9. Private Debt-finanzierte Unternehmen unterscheiden sich systematisch von der Gesamtwirtschaft und weisen insbesondere höhere Verschuldungsgrade sowie geringere Zinsdeckung auf.
10. Die höhere Zinsbelastung und variabel verzinsten Finanzierungsstrukturen führen zu einer erhöhten Sensitivität gegenüber Zinsentwicklungen und konjunkturellen Schwankungen. Gleichzeitig verfügen die Unternehmen im Durchschnitt über höhere operative Margen und gezielt aufgebaute Liquiditätspuffer, die als Gegenpol zur erhöhten Verschuldung wirken.
11. Das Kreditprofil ist nicht per se schwächer, sondern bewusst komplexer: Stabilität ergibt sich aus dem Zusammenspiel von Cashflow-Qualität, Kapitalstruktur und aktiver Gläubigersteuerung.
12. Mit zunehmender Marktreife nimmt die Differenzierung innerhalb des Segments zu: Kreditqualität ist heterogener verteilt und erfordert eine stärkere Selektion. Für institutionelle Investoren rücken daher Underwriting-Qualität, laufendes Monitoring und aktive Portfoliosteuerung in den Mittelpunkt der Risikobeurteilung.

INHALT

1. Die Rolle alternativer Kreditgeber
2. Finanzierungsumfeld in Europa
3. Marktentwicklung und Marktstruktur im Private Debt Segment
4. Risikoprofile Private Debt-finanzierter Unternehmen
5. Private Debt im Spannungsfeld von Wachstum und Zyklus
6. Appendix



01

DIE ROLLE ALTERNATIVER KREDITGEBER



Private Debt als struktureller Finanzierungsbaustein

Wachsende Bedeutung von Direct Lending im europäischen Mid-Market

- Die europäische Unternehmenslandschaft ist stark mittelstandsgeprägt, wobei der überwiegende Teil der Unternehmen keinen direkten Zugang zum Kapitalmarkt besitzt. Damit unterscheidet sich Kontinentaleuropa strukturell deutlich von stärker kapitalmarktorientierten Wirtschaftsräumen wie den USA oder UK.
- Vor diesem Hintergrund kommt der bankbasierten Finanzierung in Europa traditionell eine zentrale Rolle zu, während alternative Finanzierungsformen lange Zeit nur eine untergeordnete Bedeutung hatten. Jedoch stoßen klassische Finanzierungswege zunehmend an ihre Grenzen, insbesondere aufgrund geänderter regulatorischer Rahmenbedingungen für Banken sowie der wachsenden Bedeutung maßgeschneiderter Finanzierungen im Kontext von Private-Equity- und M&A-Transaktionen.
- Private Debt, insbesondere in Form von Direct Lending, adressiert diese strukturelle Finanzierungslücke gezielt, indem Finanzierungen für Unternehmen bereitgestellt werden, die aufgrund von Größe, Struktur oder Risikoprofil keinen unmittelbaren Kapitalmarktzugang haben bzw. weniger attraktiv für Banken sind.
- Die Entwicklung des Segments ist damit nicht opportunistisch zu verstehen, sondern Ausdruck eines langfristigen strukturellen Wandels im Kreditmarkt, der durch regulatorische, wirtschaftliche und investorenseitige Faktoren gleichermaßen geprägt wird.

Direct Lending als Teil eines integrierten Kreditökosystems

Strukturelle Verschiebungen im Kreditmarkt

- Die zunehmende Bedeutung von Private Debt ist nicht als Verdrängung der Banken zu interpretieren. Vielmehr verändert sich die Arbeitsteilung im Kreditmarkt: Banken bleiben zentrale Akteure, agieren in ausgewählten Segmenten zurückhaltender oder passen ihre Rolle an veränderte Rahmenbedingungen an. So entstehen in der Praxis zunehmend hybride Modelle, bei denen Banken und Kreditfonds-Manager zusammenwirken.
- Besonders im Mid-Market sowie im Umfeld von Private-Equity- bzw. sponsor-getriebener Transaktionen gewinnen alternative Kreditgeber an Bedeutung, da flexible, individuell strukturierbare und schnell umsetzbare Finanzierungslösungen gefragt sind. Die Nachfrage nach Finanzierungen folgt daher maßgeblich der Transaktionsdynamik.
- Für Investoren bietet das Segment strukturelle Vorteile wie Illiquiditätsprämien sowie eine geringere kurzfristige Marktbewertungssensitivität im Vergleich zu börsengehandelten Kreditinstrumenten. Gleichzeitig ist die Assetklasse konjunkturell und transaktionsseitig sensibler, als es die illiquide Struktur vermuten lässt.
- Private Debt ist damit nicht als isolierter Markt zu verstehen, sondern als integraler Bestandteil eines vernetzten Kreditökosystems, in dem Risiken über Marktzyklen, Transaktionsstrukturen und Refinanzierungsbedingungen weitergegeben werden können.

Wachsende Bedeutung erfordert mehr Transparenz

Illiquidität erschwert die Einordnung von Kreditrisiken

- Mit dem Wachstum des Marktes rücken strukturelle Besonderheiten von Private Debt stärker in den Fokus. Anders als in öffentlichen Kreditmärkten existiert häufig keine laufende Marktpreisbildung. Da kein liquider Sekundärmarkt besteht, erfolgt die Bewertung typischerweise modellbasiert, wodurch Veränderungen in der Kreditqualität häufig nur eingeschränkt und zeitverzögert sichtbar werden.
- Gleichzeitig ermöglichen flexible Kreditstrukturen Anpassungen an wirtschaftlichen Stress, ohne dass dieser unmittelbar zu Ausfällen führt. Restrukturierungen, Covenant-Anpassungen, Laufzeitverlängerungen oder Zinsmodifikationen können Belastungen zunächst abfedern, ohne dass sie sich sofort in Default-Kennzahlen niederschlagen.
- Für Investoren folgt daraus eine zentrale Implikation: Niedrige Volatilität und moderat wirkende Ausfallraten sind für sich genommen kein hinreichender Beleg für geringe Kreditrisiken. Entscheidend ist vielmehr die Analyse operativer, struktureller und dokumentationsbezogener Frühindikatoren.

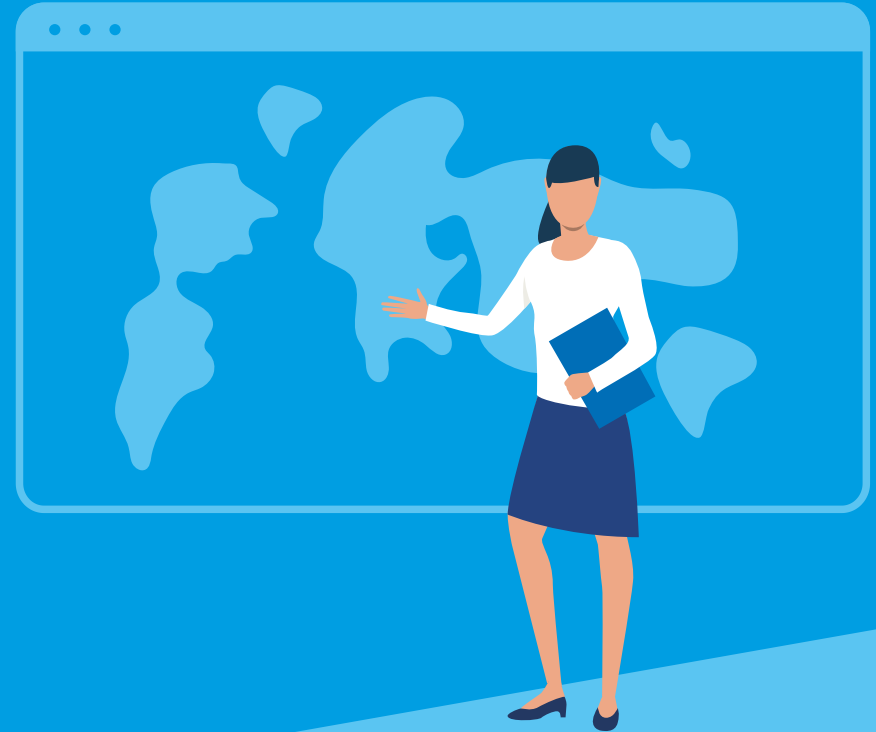
Verdeckter Stress erfordert tieferes Kreditmonitoring

Aktives Management von Kreditfonds ist wesentlicher Faktor

- Private Debt bleibt im Kern ein klassisches Kreditgeschäft: Die Risikoeinschätzung basiert auf der Tragfähigkeit der Cashflows, der Stabilität der Kapitalstruktur und der Qualität der vertraglichen Schutzmechanismen.
- Gerade weil Marktpreise und Default-Raten nur eingeschränkt als Frühwarnsysteme dienen, gewinnen andere Beobachtungspunkte an Bedeutung. Dazu zählen etwa Covenant-Resets, Amend-and-Extend-Strukturen, steigende PIK-Anteile, aggressive EBITDA-Anpassungen oder eine erhöhte Abhängigkeit von Sponsor-Support.
- Dies erhöht die Anforderungen an Transparenz, Reporting und laufende Managerüberwachung für institutionelle Investoren. Die Qualität des Kreditmonitorings wird somit zu einem wesentlichen Bestandteil der Risikosteuerung und Grundlage für die differenzierte Einordnung von Kreditrisiken im aktuellen Marktumfeld.

02

FINANZIERUNGSUMFELD IN EUROPA

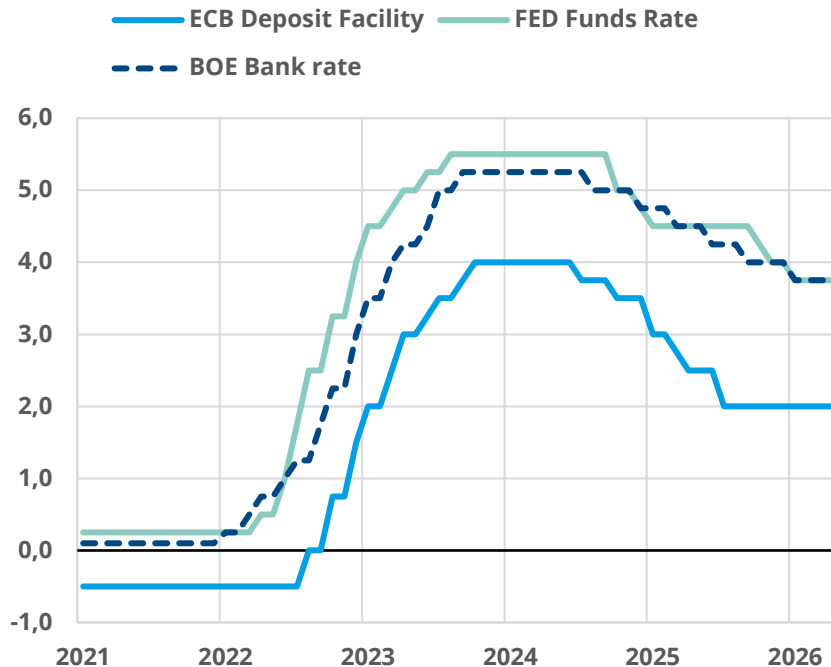


Zinsniveau bleibt prägend für Finanzierungsbedingungen

Nachhaltig erhöhter Marktzins verändert das Kreditumfeld

Leitzinsen in den wichtigsten Währungsräumen

Angaben in %



- Das Finanzierungsumfeld hat sich gegenüber der Niedrigzinsphase strukturell verändert: Auch nach der geldpolitischen Lockerung bleibt das Zinsniveau für Unternehmen deutlich höher als in den Jahren vor 2022.
- Private Debt-Finanzierungen sind typischerweise variabel verzinst. In einem Umfeld hoher und/oder steigender Zinsen können finanzielle Puffer schnell schrumpfen. Besonders anfällig sind dabei Unternehmen mit dünnen Zinsdeckungsprofilen, hoher Sensitivität gegenüber variablen Zinsen und einer geringen Preissetzungsmacht im Markt.
- Damit steigen die Anforderungen an die Zielunternehmen in Bezug auf operative Anpassungsfähigkeit, Cashflow-Stabilität und Liquiditätsmanagement.

Kreditmärkte reagieren sensibel auf Unsicherheit

Makro- und geopolitische Faktoren treiben die Spread-Volatilität

ICE BofA Euro High Yield Index Option-Adjusted Spread

Angaben in %, gleitender 10-Tages-Durchschnitt



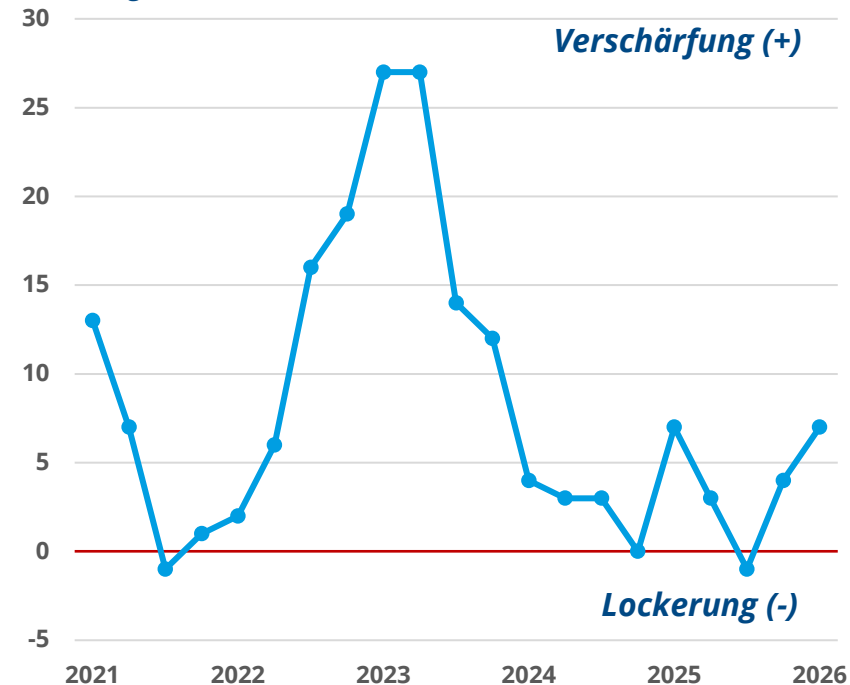
- Die Entwicklung der Spreads an den öffentlichen Kapitalmärkten zeigt, dass Risikobereitschaft und Kapitalallokation weiterhin stark von geopolitischen und makroökonomischen Faktoren beeinflusst wird.
- Für Private Debt ergibt sich ein ambivalentes Umfeld: Einerseits bleiben alternative Kreditlösungen gefragt, wenn öffentliche Kreditmärkte volatiler und selektiver werden. Andererseits steigen die Anforderungen an Preisdisziplin, Selektion und Strukturierung.
- Spread-Bewegungen in öffentlichen Märkten sind damit auch für Direct Lending relevant – weniger als direkter Preisanker, sondern als Signal für Wettbewerb, Refinanzierungsbedingungen und Risikoappetit.

Banken vergeben Kredite wesentlich selektiver

Strengere Standards spiegeln erhöhte Risikowahrnehmung wider

Kreditvergabestandards im Euroraum

Unternehmenskredite, Saldowert (Häufigkeit: Verschärfung – Lockerung)



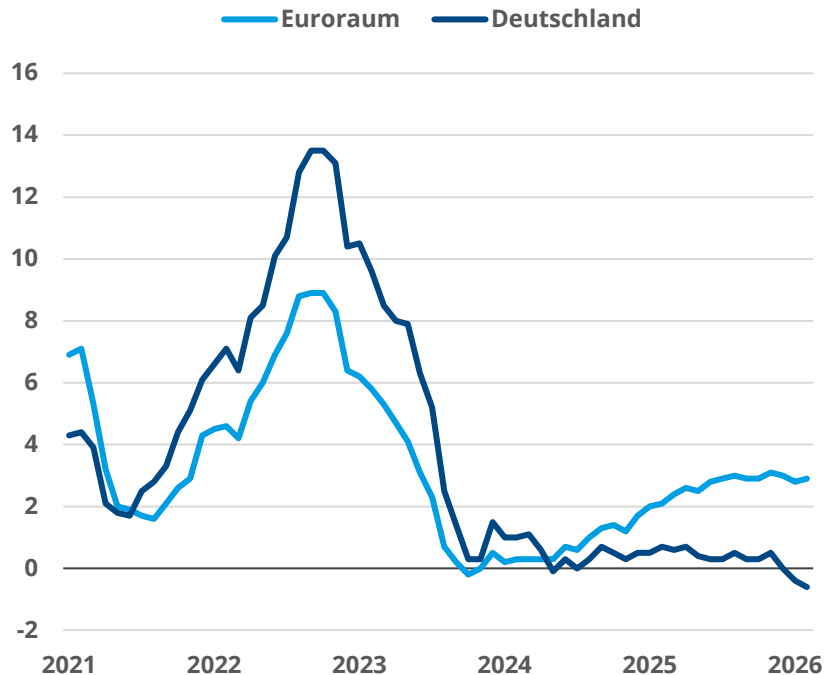
- Banken haben ihre Kreditvergabestandards im Unternehmenssegment zuletzt wieder deutlich verschärft und agieren insbesondere bei risikobehafteten Engagements zurückhaltender.
- Treiber dieser Entwicklung sind eine erhöhte Risikowahrnehmung, angesichts geopolitischer und makroökonomischer Unsicherheiten.
- Eine restriktivere Kreditvergabepaxis durch Banken führt zu einer Verengung der Finanzierungsspielräume für Unternehmen und erhöht die Bedeutung alternativer Finanzierungsquellen.
- Für alternative Kreditgeber entsteht daraus kein pauschaler Marktanteilsgewinn, sondern zusätzlicher Raum in jenen Segmenten, in denen Flexibilität, Strukturierung und Transaktionssicherheit an Bedeutung gewinnen.

Europäisches Kreditwachstum bleibt verhalten

Restriktivität und Investitionszurückhaltung prägen den Markt

Unternehmenskredite im Euroraum und Deutschland

Bankfinanzierung, jährliche Wachstumsrate in %



- Das Kreditwachstum an nichtfinanzielle Unternehmen bleibt im aktuellen Umfeld verhalten. Nach einer erneuten Verlangsamung lag es zuletzt deutlich unter dem historischen Durchschnitt.
- Dabei zeigt sich kein rein nachfragegetriebenes Schwächebild: Zusätzlicher Finanzierungsbedarf entstand bei Working Capital, Refinanzierungen und teils M&A, während Anlageinvestitionen insgesamt nur einen neutralen Beitrag leisteten.
- Dies spricht für ein Umfeld, in dem Unternehmen Finanzierungen primär vorsichtig und anlassbezogen nachfragen, während größere investive Impulse bislang begrenzt bleiben.
- Die Kombination aus selektiver Kreditvergabe, moderatem Kreditwachstum und nur verhaltenen Investitionssignalen schafft Raum für alternative Kreditgeber, ohne die dominante Rolle der Bankfinanzierung grundsätzlich zu verändern.

03

MARKTENTWICKLUNG UND STRUKTUR IM PRIVATE DEBT SEGMENT

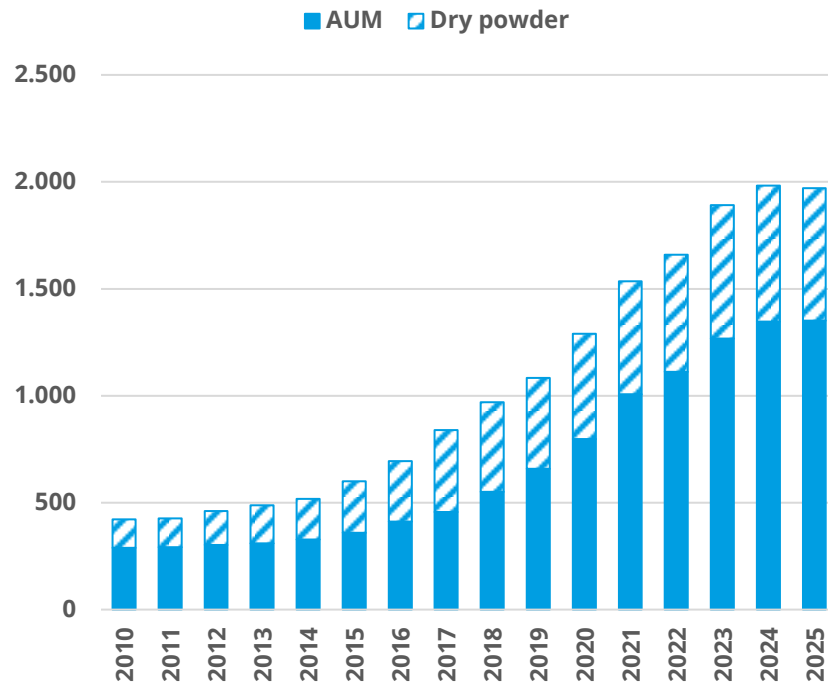


Private Debt wächst strukturell

Momentum ließ zuletzt etwas nach, AUM tendieren weiterhin nach oben

Wachstum des weltweiten Private Debt Marktes

AUM und Dry Powder in Mrd. USD



Quellen: Creditreform Rating, Pitchbook

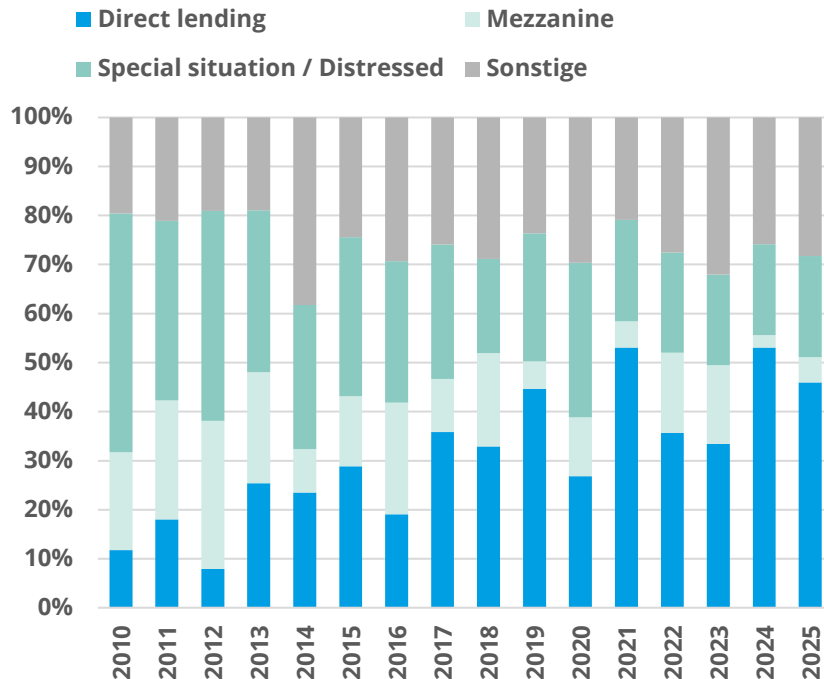
- Der Private Debt-Markt ist seit der globalen Finanzkrise deutlich gewachsen und hat sich als strategische Allokation institutioneller Investoren etabliert, auch wenn die Fundraising-Dynamik zuletzt phasenweise nachgelassen hat.
- Treiber dieser Entwicklung sind strukturelle Veränderungen im Kreditmarkt, insbesondere eine selektivere Kreditvergabe durch Banken sowie eine steigende Nachfrage nach flexiblen Finanzierungsformen.
- Mit dem Wachstum nehmen jedoch nicht nur Markttiefe und Relevanz zu, sondern auch Anforderungen an diszipliniertes Deployment durch die Manager von Kreditfonds. Hohes Fundraising und verfügbares Dry Powder können in einzelnen Marktphasen auf intensiven Wettbewerbsdruck treffen und in der Folge zu weicheren Strukturen führen, wenn die Selektionsdisziplin nachlässt.
- Für Investoren wird daher wichtiger, Wachstum nicht mit Homogenität gleichzusetzen: Mit der Reifung des Marktes nehmen die Unterschiede zwischen stabilen und anfälligeren Finanzierungsprofilen zu.

Direct Lending dominiert das Marktgeschehen

Fokus auf Senior- und Unitranche-Finanzierungen

Private Debt nach Strategie

Anteile am globalen Fundraising in %, gemessen in Mrd. USD



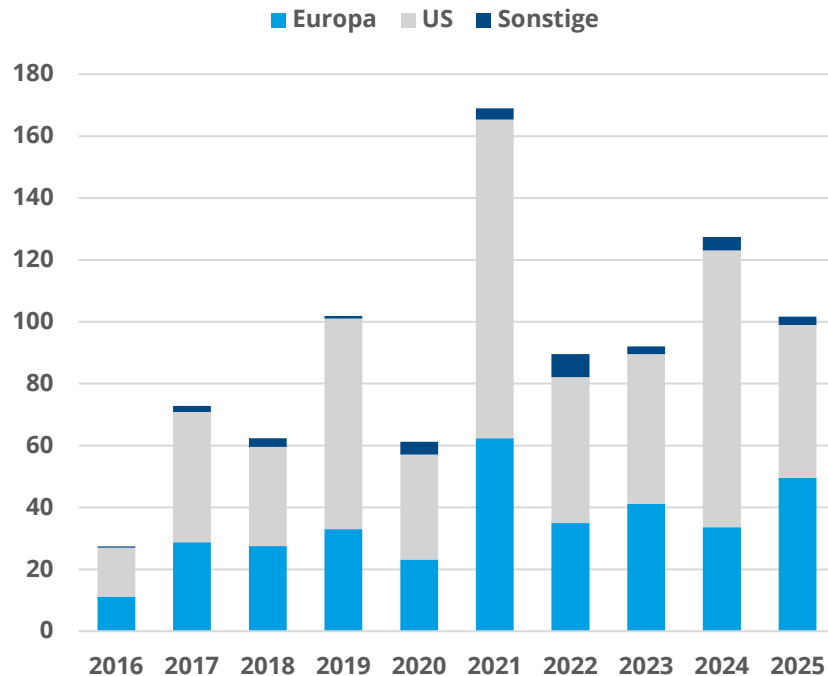
- Innerhalb der Assetklasse Private Debt stellt Direct Lending die dominierende Strategie dar und prägt einen wesentlichen Teil des Fundraisings und Transaktionsgeschehens.
- Der Fokus liegt auf besicherten Senior- und Unitranche-Strukturen, die insbesondere im Mid-Market eine zentrale Rolle in der Unternehmensfinanzierung einnehmen. Andere Strategien wie Mezzanine, opportunistische oder distress-nahe Ansätze bleiben relevant, sind jedoch stärker zyklus- und marktphasenabhängig.
- Für Investoren erleichtert die Dominanz von Direct Lending den strategischen Zugang zur Assetklasse. Gleichzeitig erhöht sie die Notwendigkeit, innerhalb des Segments sauber nach Managerprofil, Strukturqualität, Underwriting-Ansatz und Sektororientierung zu differenzieren.

Kapitalbasis und Marktstruktur unterscheiden sich regional

Institutionelle Prägung in Europa, stärkere Retail-Dynamik in den USA

Direct Lending Fundraising nach Regionen

Angaben in Mrd. USD



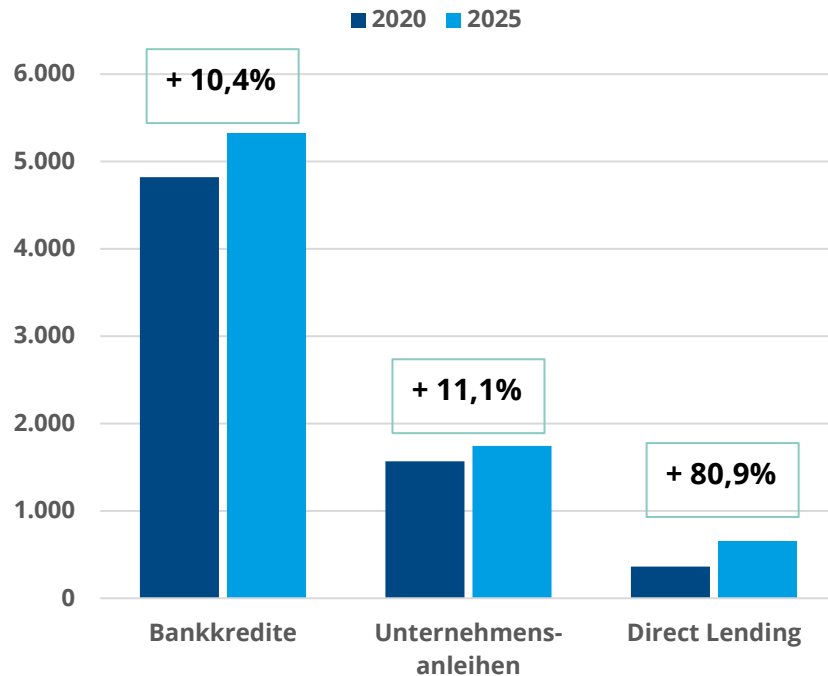
- Die Kapitalbasis im Private Debt-Markt ist überwiegend institutionell geprägt, wobei Versicherungen, Pensionskassen und andere institutionelle Investoren den wesentlichen Teil des Kapitals stellen.
- Insbesondere in den USA haben sich zuletzt stärker retailnahe und semi-liquide Zugangsformen für Private Debt entwickelt, insbesondere über spezialisierte Vehikel wie Business Development Companies (BDCs).
- Europa bleibt demgegenüber stärker institutionell ausgerichtet, was zu anderen Liquiditätsanforderungen führt. Die institutionelle Prägung spiegelt sich zudem in stabileren Kapitalstrukturen, aber auch einer geringeren Marktbreite wider.
- Die Unterschiede in der Kapitalbasis führen zu differenzierten Marktdynamiken, insbesondere im Hinblick auf Liquidität, Produktstruktur und Investorenverhalten.

Direct Lending etabliert sich als eigenständiger Kreditmarkt

Banken dominieren, alternative Kreditgeber gewinnen an Bedeutung

Unternehmensfinanzierung im Vergleich

Ausstehende Volumina Euroraum (Bankkredite, Fixed income) und globale AUM* (Direct Lending), jeweils in Mrd. Euro



- Direct Lending hat sich als eigenständiges Segment innerhalb der Unternehmensfinanzierung etabliert, insbesondere im Mid-Market mit flexiblen und individuell strukturierten Kreditlösungen.
- Im Unterschied zu kapitalmarktbasierenden oder breit syndizierten Finanzierungen erfolgt die Kreditvergabe in der Regel bilateral oder in kleineren Konsortien. Daraus ergeben sich eine geringere Standardisierung, höhere Strukturierungsflexibilität und größere Transaktionssicherheit.
- Die Marktgröße bleibt im Vergleich zu klassischen Bank- und Kapitalmarktfinanzierungen zwar deutlich kleiner. Gleichwohl hat Direct Lending in den adressierten Marktsegmenten eine eigenständige und strukturell relevante Rolle im Kreditökosystem erreicht.

**) Anmerkung: Der Vergleich dient der Einordnung von Größenordnungen; die dargestellten Daten basieren auf unterschiedlichen Abgrenzungen (Euroraum vs. global) und sind daher als indikative Relation zu verstehen.*

04

RISIKOPROFILE PRIVATE DEBT-FINANZIERTER UNTERNEHMEN



Fundierte Analyse von Kreditprofilen durch proprietäre Datenbasis

Benchmarking ermöglicht strukturelle Einordnung

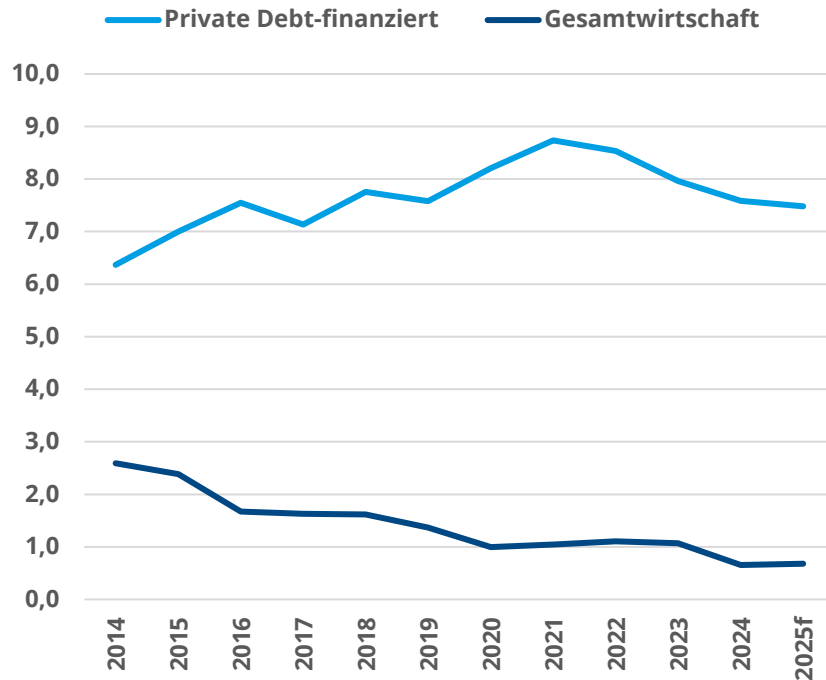
- ✓ Die folgenden Auswertungen basieren auf einer über mehrere Jahre aufgebauten proprietären Datenbasis von Private Debt-finanzierten, überwiegend europäischen Mid-Market-Unternehmen (25–100 Mio. Euro EBITDA), die im Rahmen von Ratingmandaten seit 2014 analysiert und begleitet wurden. Betrachtet werden dabei nicht einzelne Transaktionen, sondern Zielunternehmen, die die Asset-Basis von Private Debt-Strukturen bilden.
- ✓ Die hier analysierten Kreditkennzahlen wurden auf Basis strukturierter Bilanz- und GuV-Daten der Zielunternehmen berechnet und ermöglichen eine konsistente Analyse zentraler KPIs über den Zeitverlauf hinweg (KPI-Definitionen sind im Appendix dargestellt). Die zugrunde liegende Datenbasis wächst dabei mit fortschreitender Veröffentlichung von Jahresabschlüssen kontinuierlich an, wodurch sich insbesondere am aktuellen Rand eine gute Prognosequalität ergibt. Für 2025 wurde auf die aktuell verfügbaren Abschlussinformationen aufgesetzt und diese durch modellbasierte Ableitungen konsistent fortgeschrieben, um eine möglichst aktuelle Einordnung zu ermöglichen.
- ✓ Private Debt-finanzierte Unternehmen werden systematisch der Gesamtwirtschaft gegenübergestellt. Als Referenz dient die Creditreform Bilanzdatenbank, die über eine Million Kapitalgesellschaften in Deutschland umfasst und damit eine umfassende Abbildung einer entwickelten Volkswirtschaft ermöglicht. Dieser Vergleich erlaubt es, strukturelle Unterschiede im Kreditprofil sichtbar zu machen und die Charakteristika von Private Debt-finanzierten Unternehmen fundiert einzuordnen.
- ✓ Ziel ist es, Kreditprofile von Private Debt-finanzierten Unternehmen transparent zu machen und strukturelle Unterschiede herauszuarbeiten. Fondsrenditen oder Managerperformance sind nicht Analysegegenstand.

Erhöhte Verschuldung ist strukturelles Merkmal

Leverage liegt systematisch über dem Niveau der Gesamtwirtschaft

Net debt/EBITDA

Median



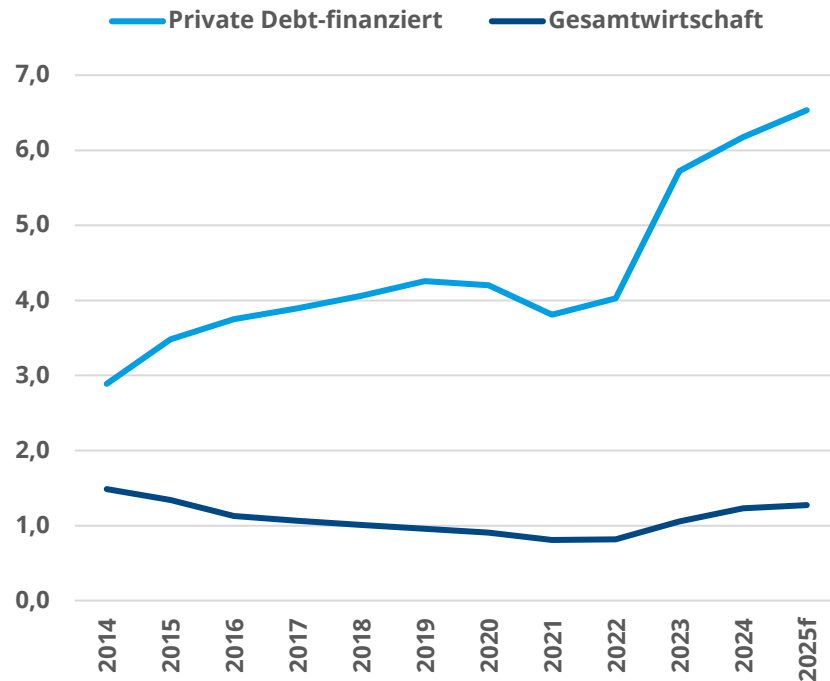
- Private Debt-finanzierte Unternehmen weisen strukturell deutlich höhere Verschuldungsgrade auf als die Gesamtwirtschaft und bewegen sich stabil auf einem erhöhten Niveau.
- Der Unterschied ist über den Zeitverlauf konsistent und nicht das Ergebnis kurzfristiger Marktphasen oder zyklischer Übertreibungen.
- Der erhöhte Leverage ist Teil des Transaktionsrationalis und reflektiert die gezielte Finanzierung von Unternehmen mit stabilen Cashflows und skalierbaren Geschäftsmodellen.
- Entscheidend ist weniger die absolute Höhe der Verschuldung als deren Einbettung in Struktur, Cashflow-Profil und Strategie der Kreditgeber.
- Eine höhere Verschuldung erhöht die Sensitivität gegenüber Zinsveränderungen und konjunkturellen Schwankungen und stellt zentrale Anforderungen an Cashflow-Stabilität.

Zinsbelastung liegt deutlich über dem Marktdurchschnitt

Steigende Finanzierungskosten treffen auf begrenzte Puffer

Zinsaufwand/Fremdkapital

In %, Median



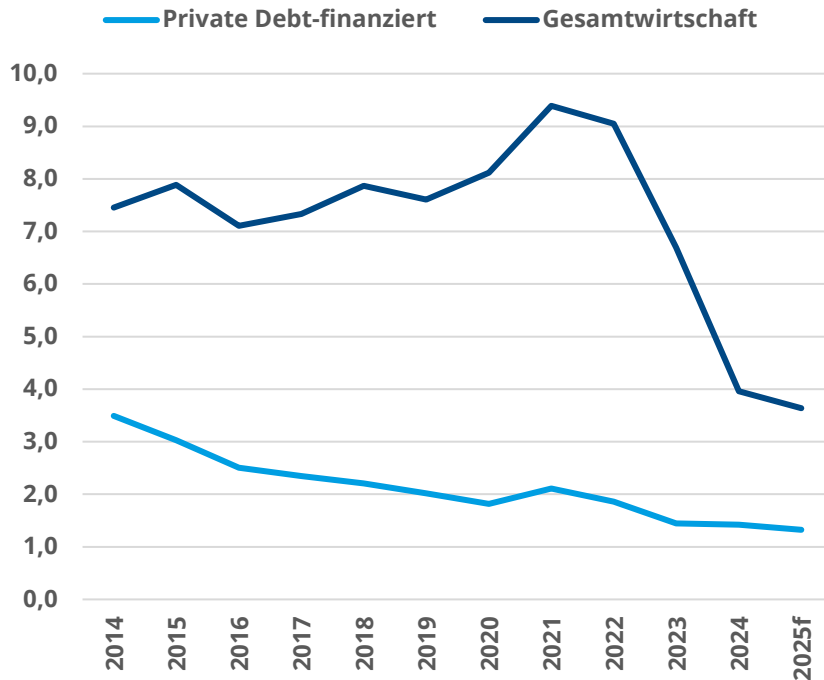
- Private Debt-finanzierte Unternehmen weisen strukturell höhere Zinskosten auf als die Gesamtwirtschaft, was sowohl risikobedingte Prämien als auch Strukturmerkmale widerspiegelt.
- Aufgrund der überwiegend variablen Verzinsung wirken Zinsänderungen unmittelbar auf die Finanzierungskosten und reduzieren verfügbare Cashflow-Puffer.
- Die Fähigkeit zur Bedienung der Kapitalstruktur hängt daher stark von stabilen operativen Cashflows und einer konservativen Strukturierung ab.
- Die Zinswende nach der Niedrigzinsphase hat die absolute Belastung deutlich erhöht, was sich unmittelbar auf die laufenden Finanzierungskosten auswirkt. Ein niedrigeres Zinsniveau wird nur verzögert weitergegeben, da die Laufzeiten von Refinanzierungen festgeschrieben sind.
- Der Unterschied zur Gesamtwirtschaft hat sich dadurch weiter verstärkt und unterstreicht die Sensitivität des Segments gegenüber Zinsentwicklungen.

Begrenzte Zinsdeckung erhöht Sensitivität

Abstand zur Gesamtwirtschaft hat sich zuletzt deutlich eingengt

EBITDA Interest Coverage

Median



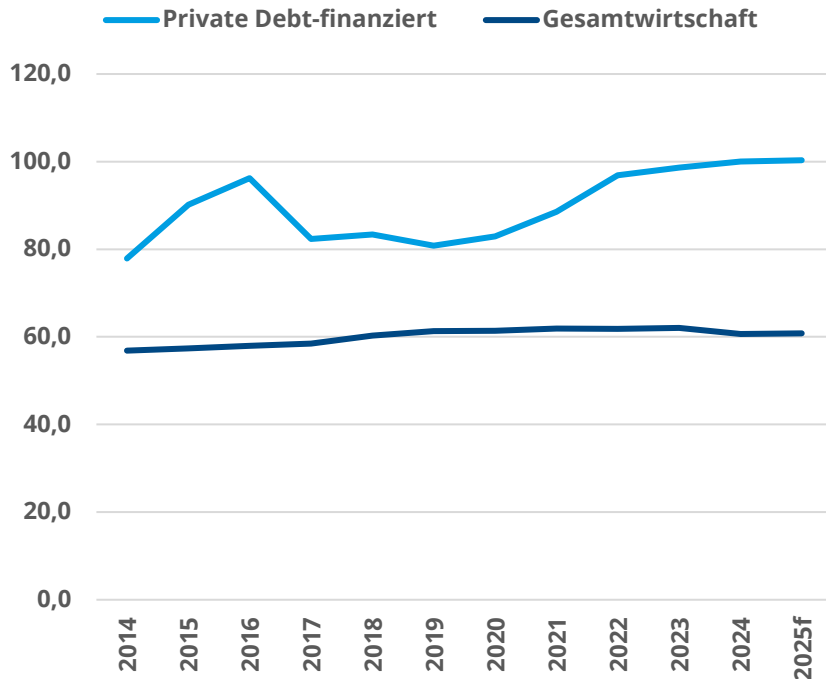
- Die Zinsdeckung liegt im Private Debt-Segment signifikant unter dem Niveau der Gesamtwirtschaft und weist entsprechend geringere Puffer auf, wodurch bereits moderate Ergebnismrückgänge die Tragfähigkeit beeinträchtigen können.
- Das Kreditprofil ist dadurch sensibler, erfordert jedoch gleichzeitig eine engere Steuerung und Überwachung.
- In Stressphasen zeigt sich, dass operative Schwächen schnell in strukturelle Finanzierungsprobleme übergehen können.
- Aus Ratingperspektive ist daher nicht nur das aktuelle Niveau, sondern insbesondere die Resilienz der Cashflows unter Stress entscheidend.
- Strukturmechanismen wie Covenants und aktive Gläubigersteuerung sind entscheidend, um diese geringeren Puffer auszugleichen.

Profitabilität stützt die Kapitalstruktur

Operative Stabilität wirkt als Gegenpol zur Verschuldung

Gross Profit Margin

In %, Median



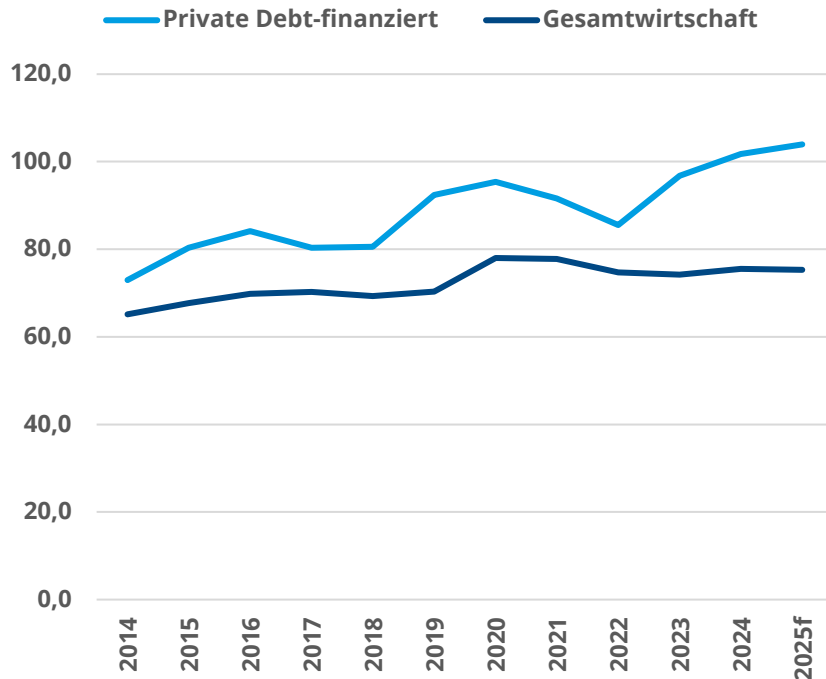
- Private Debt-finanzierte Unternehmen weisen im Durchschnitt eine höhere operative Ertragskraft auf als die Gesamtwirtschaft, was insbesondere die gezielte Auswahl von Geschäftsmodellen mit stabilen Margen und hoher Wertschöpfungstiefe reflektiert.
- Die Profitabilität stellt eine zentrale Grundlage für die Bedienung der Kapitalstruktur dar, insbesondere bei erhöhtem Leverage.
- Gleichzeitig zeigt sich, dass stabile Margen nicht zwangsläufig zu robusten Kreditprofilen führen, insbesondere bei hoher Verschuldung.
- In kapitalstrukturell stark belasteten Unternehmen wird die Resilienz der Profitabilität unter Stress zum entscheidenden Faktor für die Schuldentragfähigkeit.
- Aus analytischer Sicht ist daher nicht das absolute Margenniveau entscheidend, sondern die Stabilität und Vorhersagbarkeit der operativen Erträge.

Liquidität fungiert als zusätzlicher Stabilitätsanker

Liquiditätspuffer ergänzen die Cashflow-basierte Tragfähigkeit

Liquidität II. Grades

In %, Median



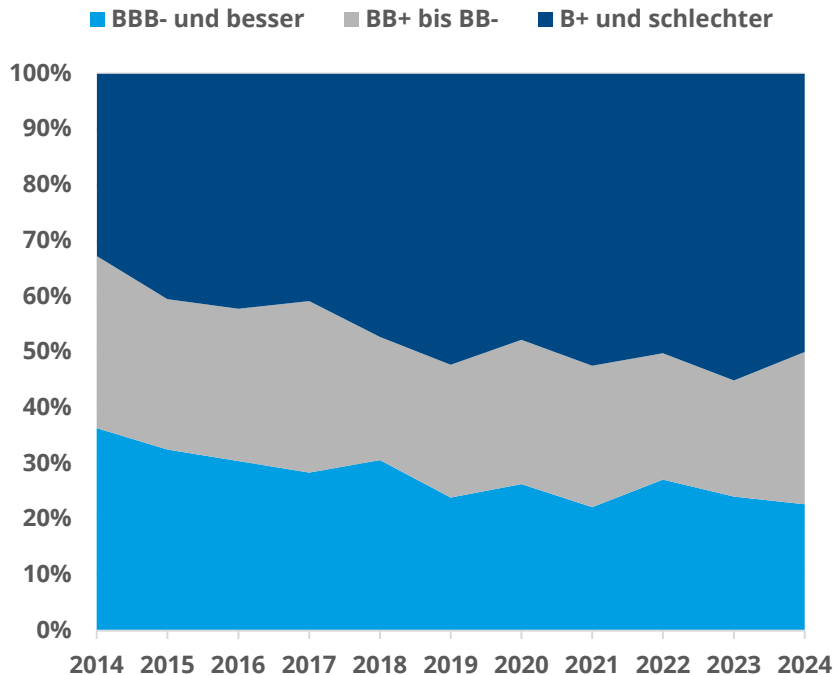
- Private Debt-finanzierte Unternehmen weisen im Durchschnitt höhere kurzfristige Liquiditätspuffer auf als die Gesamtwirtschaft.
- Die erhöhte Liquidität ist Ausdruck einer bewusst strukturierten Finanzierung und dient als Puffer gegenüber einem volatilen Umfeld.
- Liquiditätsreserven ergänzen die Cashflow-basierte Tragfähigkeit und erhöhen die kurzfristige Resilienz gegenüber operativen Schwankungen.
- Aus Ratingperspektive ergibt sich Stabilität im Zusammenspiel von Liquidität, Cashflow-Profil und strukturierter Kapitalausgestaltung.

Strukturelle Unterschiede prägen das Risikoprofil

Kreditqualität erfordert eine differenzierte Betrachtung

Kreditqualität von Private Debt-finanzierten Unternehmen

Anteil der Unternehmen in % des Private Debt-Portfolios, basierend auf Internal Credit Assessments



- Die Verteilung der Kreditqualität zeigt eine zunehmende Verschiebung hin zu schwächeren Bonitätssegmenten innerhalb des Private Debt-Portfolios.
- Gleichzeitig nimmt der Anteil höherer Qualitätsklassen ab, was auf eine zunehmende Risikobereitschaft oder veränderte Marktbedingungen hindeutet.
- In einem Umfeld steigender Verschuldung und erhöhter Zinsbelastung gewinnt die Differenzierung zwischen stabilen und anfälligen Kreditprofilen an Bedeutung.
- Für Investoren und Kreditgeber rücken daher Underwriting-Qualität, laufendes Monitoring und aktive Steuerung stärker in den Fokus.

Private Debt-Zielunternehmen mit komplexerem Kreditprofil

Stabilität ergibt sich aus dem Zusammenspiel von Struktur und Cashflow

- Private Debt-finanzierte Unternehmen weisen ein strukturell anspruchsvolleres Kreditprofil aus und unterscheiden sich systematisch von der Gesamtwirtschaft, insbesondere hinsichtlich Verschuldungsgrad, Zinsdeckung und Kapitalstruktur.
- Gleichzeitig zeigen unsere Analysen in der Ratingpraxis, dass dieses Profil durch gezielte Strukturierung und aktive Steuerung stabilisiert werden kann.
- Das Segment ist stark geprägt durch sponsor-getriebene Finanzierungen und Cashflow-basierte Kreditmodelle, die gezielt höhere Leverage-Strukturen ermöglichen. Private Debt finanziert keine per se schwächeren Unternehmen, sondern bewusst strukturierte Kreditprofile mit spezifischem Risiko-Rendite-Profil.
- Das Kreditprofil ist daher nicht isoliert zu bewerten, sondern im Zusammenspiel von operativer Tragfähigkeit und struktureller Absicherung zu verstehen. Die Kreditvergabe von erfolgreichen Kreditfonds-Managern ist gekennzeichnet durch enge Strukturkontrolle, insbesondere über Covenants, Sicherheiten und aktive Gläubigersteuerung.

05

PRIVATE DEBT IM SPANNUNGSFELD VON WACHSTUM UND ZYKLUS

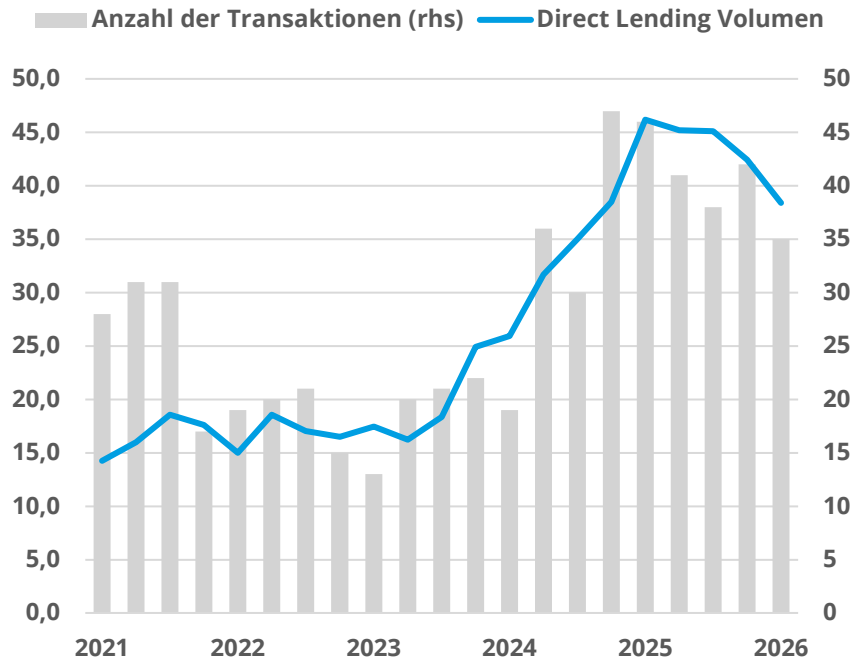


Private Debt wechselt in selektionsgetriebene Marktphase

Dynamik und Risikowahrnehmung verändern sich im aktuellen Umfeld

Direct Lending in Europa am aktuellen Rand

Zahl der Transaktionen pro Quartal (rhs), aggregiertes Transaktionsvolumen als rollierende 4-Quartals-Summe in Mrd. Euro



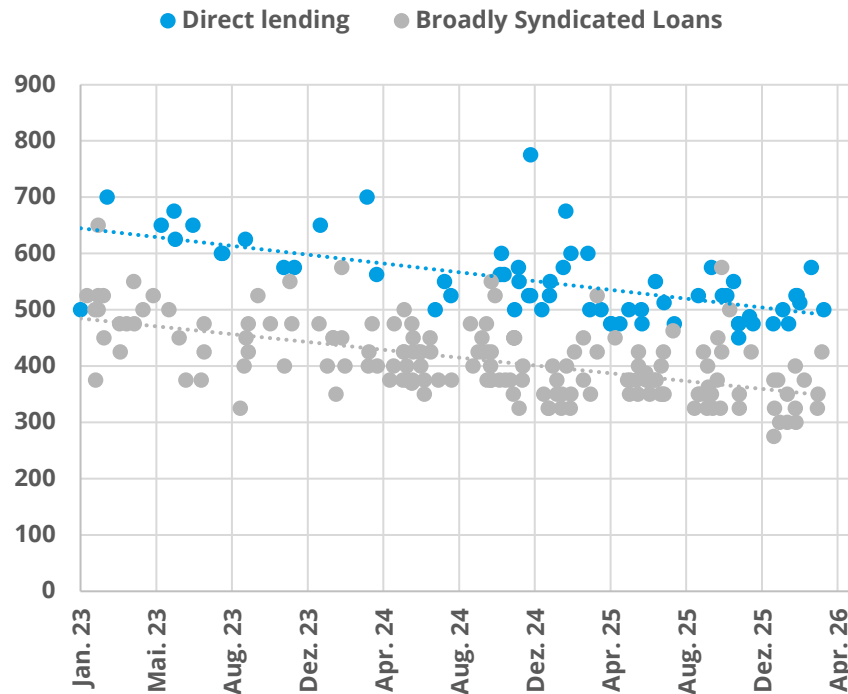
- Die Marktaktivität im Direct Lending hat sich im aktuellen Umfeld spürbar abgekühlt, ohne dass von einer strukturellen Störung des Marktes gesprochen werden müsste.
- Der Markt hat vielmehr von einer wachstumsgetriebenen in eine selektionsgetriebene Phase umgeschaltet. Weniger Deal-Dynamik und höhere Unsicherheit führen zu stärkerer Differenzierung bei Pricing, Strukturierung und Kapitalallokation.
- Für Investoren verbessert dies die Bedingungen im disziplinierten Neugeschäft, erhöht aber zugleich die Anforderungen an die Einordnung bestehender Portfoliorisiken.

Marktmechanik verschiebt sich zugunsten der Kreditgeber

Nach Phase der Kompression erste Anzeichen einer Differenzierung

Spreads neuer akquisitionsbezogener Sponsored Deals

Angaben in Basispunkten



Quellen: Creditreform Rating, Pitchbook

- Während im Neugeschäft 2023 noch überwiegend mehr als 600 Basispunkte verlangt wurden, bewegten sich die Spreads im europäischen Direct Lending Ende 2025 mehrheitlich unterhalb von 550 Basispunkten. Gleichzeitig reduzierte sich die Preisdifferenz zum syndizierten Kreditmarkt. Zuletzt war angesichts der makroökonomischen Rahmenbedingungen wieder eine leichte Ausweitung zu beobachten.
- Die Unterschiede zwischen Direct Lending und syndizierten Krediten zeigen sich insbesondere in der Marktmechanik: Während sich Preise im syndizierten Markt kontinuierlich über Sekundärmarkttransaktionen bilden und entsprechend volatil reagieren, erfolgt die Preisbildung im Direct Lending überwiegend transaktionsbezogen und mit geringerer kurzfristiger Anpassung.
- Für Investoren ist die Differenzierung zwischen Neugeschäft und dem Bestand zentral. Höhere Finanzierungskosten und gestiegene Unsicherheit führen zu stärkerer Preisdifferenzierung und konservativeren Strukturierungen im Neugeschäft.

Private Debt ist Teil der Finanzmarkt-Infrastruktur

Verflechtungen und neue Kapitalstrukturen prägen die nächste Phase

- Private Debt entwickelt sich zunehmend von einer alternativen Finanzierungsform zu einem integralen Bestandteil der Finanzmarkt-Infrastruktur. Die Assetklasse ist heute eng mit anderen Marktsegmenten verflochten – Wechselwirkungen bestehen mit Banken, Private Equity und konkurrierenden Finanzierungsmärkten.
- Mit dieser Relevanz steigen die Anforderungen an Transparenz, Bewertungsmechanik und Liquiditätsverständnis – insbesondere dort, wo neue Vehikelstrukturen einen breiteren Investorenzugang eröffnen. In diesem Zusammenhang rückt die Assetklasse auch verstärkt in den Fokus von Aufsichtsbehörden.
- Die Entwicklung der Kreditrisiken verläuft zunehmend heterogen und wird stärker durch sektorale Dynamiken sowie die Robustheit einzelner Geschäftsmodelle bestimmt, insbesondere im Kontext von technologischen Entwicklungen wie Künstlicher Intelligenz.
- Für institutionelle Investoren ist weniger die grundsätzliche Attraktivität der Assetklasse entscheidend als die Fähigkeit, innerhalb des Marktes sauber nach Strukturqualität, Risikoprofil und Managerkompetenz zu differenzieren.

06

APPENDIX

CREDITREFORM BILANZDATENBANK BILDET REPRÄSENTATIVE UND BELASTBARE DATENBASIS FÜR DAS BENCHMARKING

- Strukturiert erfasste Jahresabschlüsse zu mehr als 1 Mio. deutschen Unternehmen
- Zusätzliche und umfangreichere Jahresabschlussinformationen durch Creditreform-Präsenz vor Ort
- Detaillierte Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen ermöglichen die Berechnung sämtlicher erdenklicher Finanzkennzahlen
- Kategorisiert und strukturiert selektierbare Unternehmensinformationen
 - Unternehmensgröße/-sitz
 - Geschäftstätigkeit
 - Gründungsdatum und Rechtsform
 - Manager, Tochtergesellschaften, Gesellschafter
 - Abschlussart und Rechtskreis

DEFINITIONEN KENNZAHLEN

- Net debt / EBITDA
 $\text{Fremdkapital (zinstragend)} - \text{liquide Mittel} / \text{EBITDA}$
- Zinsaufwand / Fremdkapital
 $\text{Zinsaufwand} / (\text{Fremdkapital} - \text{erhaltene Anzahlungen}) \times 100$
- EBITDA Interest Coverage
 $\text{EBITDA} / \text{Zinsaufwand}$
- Gross Profit Margin
 $\text{Rohertrag} / \text{Umsatzerlöse} \times 100$
- Liquidität II. Grades
 $(\text{Zahlungsmittel} + \text{kurzfristige Forderungen}) / \text{kurzfristiges Fremdkapital} \times 100$

CREDITREFORM RATING

ENABLING FINANCE – SEIT ÜBER 25 JAHREN

Creditreform 
Rating



100% Teil der Creditreform Gruppe



ESMA-Registrierung, ECAI-Status
und FCA-Zertifizierung

Institutionelle Investoren, Unternehmen und
Banken nutzen Creditreform Ratings für
regulatorische Zwecke



Credit Ratings und ESG Ratings für
Unternehmen und Banken

Structured Credit Ratings: Private Debt, Real
Estate, Infrastructure und weitere

Rated Volume im Bereich Alternative Assets:
107 Mrd. EUR



Kontakt

Dr. Benjamin Mohr
Creditreform Rating AG
Hammfelddamm 13
D - 41460 Neuss



Email: b.mohr@creditreform-rating.de
LinkedIn: [linkedin.com/in/dr-benjamin-mohr-356a7290](https://www.linkedin.com/in/dr-benjamin-mohr-356a7290)

Disclaimer

Diese Analyse ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung ist ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur die vollständige Studie veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung der Studie ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in dieser Publikation enthaltenen Informationen übernimmt die Creditreform Rating AG keine Gewähr. Die der Studie zugrundeliegenden Analysen und darauf beruhende Ergebnisse stellen keine Anlageempfehlungen dar.

Hinweis

Das Titelbild wurde unter Einsatz generativer KI erstellt und dient ausschließlich illustrativen Zwecken.