

Börsen-Zeitung

Chancen oder Risiken durch Private Credit in Europa?

Vergabe von Krediten durch Nichtbanken eröffnet Realwirtschaft dringend benötigte Finanzierungsquellen – Aufsicht muss Gefahren angemessen würdigen

05.06.2026

Von Florian Geuder *)

Die Vergabe von Krediten durch Nichtbanken (Private Credit) ist seit Jahren die am stärksten wachsende Form der Fremdkapitalfinanzierung und gewinnt neben der klassischen Bankenfinanzierung und der Anleiheemission zunehmend an Bedeutung. Zunächst schloss der Private-Credit-Sektor Finanzierungslücken, die sich durch eine restriktivere Kreditvergabe seitens der Banken nach der Finanzkrise auftaten. Private Credit ist jedoch schon seit langem kein reines Nischenprodukt mehr. Das Marktvolumen (Assets Under Management) wird derzeit auf über 2 Billionen Dollar geschätzt und eine weitere Verdoppelung bis in das Jahr 2030 ist prognostiziert, wobei der Schwerpunkt des Marktes immer noch in den USA liegt, gefolgt von der EU und dem Vereinigten Königreich.

Vergleiche zur Weltfinanzkrise

Seit Beginn dieses Jahres mehren sich jedoch auch kritische Stimmen, die auf die Systemrisiken durch Private Credit hinweisen und teilweise sogar Vergleiche zur Weltfinanzkrise bemühen. Auslöser war die Aussetzung der Möglichkeit zur Anteilsrückgabe bei einem großen US-Kreditfonds sowie Kreditausfälle von Darlehensnehmern unter anderem aus dem Software-Sektor. Darüber hinaus wurde eine Klage einer US-Bank im Zusammenhang mit der nicht erfolgten Rückzahlung eines Darlehens, das an einen Kreditfonds vergeben wurde und wiederum mit Ansprüchen des Kreditfonds gegen einen inzwischen insolventen Automobilzulieferer besichert war, bekannt. Dies befeuert die Debatten um mögliche Systemrisiken durch eine Verknüpfung von Banken mit den alternativen Finanzierungsanbietern.

Während die öffentliche Diskussion sich derzeit stark auf die Risiken konzentriert, traten in Europa bereits neue regulatorische Rahmenbedingungen in Kraft. Diese adressieren die mit Private Credit verbundenen Risiken und schaffen gleichzeitig ein attraktives Marktumfeld.

Diese Regulierung setzt dabei bei den Verwaltern alternativer Investmentfonds (sogenannte AIF) an. Im Zusammenhang mit der Richtlinie zur Änderung der

Alternative Investment Funds Managers Directive (AIFMD II) hat der europäische Normgeber die Bedeutung von kreditvergebenden Fonds als Finanzierungsquelle für die Realwirtschaft erkannt und strebt die Schaffung eines effizienten Binnenmarktes für solche Investmentfonds an. Dieses Ziel verfolgt er durch eine Harmonisierung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen in den Mitgliedstaaten. Während die AIFMD grundsätzlich einen auf den Fondsverwalter bezogenen Regulierungsansatz verfolgte, enthält sie in Bezug auf die Kreditvergabe durch Investmentfonds auch Regelungen, die das Produkt selbst betreffen. Für die Umsetzung der Richtlinie wurde den Mitgliedstaaten eine Frist bis zum 16. April 2026 eingeräumt.

In Deutschland erfolgte die Umsetzung dann auch pünktlich zum Ablauf der Umsetzungsfrist durch das Fondsrisikobegrenzungs-gesetz. Gegenüber der vorherigen Rechtslage werden nun regulatorische Hindernisse abgebaut und die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Fondsstandorts im europäischen Vergleich gestärkt.

Fondsrisikobegrenzungs-gesetz

Die Regelungen des geänderten Kapitalanlage-gesetzbuchs differenzieren nun zwischen Fonds, die gelegentlich Kredite ausreichen und solchen, deren Anlagestrategie hauptsächlich darin besteht, Kredite zu vergeben, oder bei denen der Nominalwert der vergebenen Kredite mindestens 50% des Nettoinventarwerts ausmacht (sogenannte Kreditvergebende AIF).

Kreditvergebende AIF

Nach alter Rechtslage war eine Kreditvergabe an Dritte lediglich geschlossenen Spezial-AIF erlaubt. Auch die neue Regelung trifft eine Grundsatzentscheidung für die Kreditvergabe in geschlossenen Strukturen. So sollen Laufzeitinkongruenzen mit der Investition in gegebenenfalls langfristige Kredite durch einen Fonds, der kurzfristige Rückgabeverlangen bedienen können muss, vermieden werden. Von diesem Grundsatz kann allerdings abgewichen werden, wenn die AIF-Verwaltungsgesellschaft gegenüber der Bafin nachweisen kann, dass ihr Liquiditätsmanagementsystem mit der Anlagestrategie und der Rücknahmepolitik vereinbar ist. Eine Vereinheitlichung des betreffenden Anforderungsmaßstabs durch technische Regulierungsstandards auf europäischer Ebene ist geplant.

Strengere Regularien

Aber selbst, wenn ein kreditvergebender AIF als offener Fonds aufgelegt werden kann, unterliegt er strengeren Regularien als ein geschlossener Fonds. Während in Bezug auf die Fremdkapitalaufnahme durch den Fonds selbst für einen geschlossenen Fonds eine Leverage Grenze von 300% eingeführt wurde, liegt diese bei einem offenen Fonds bei lediglich 175%. Die Berechnung des Leverage erfolgt dabei jeweils nach der sogenannten Commitment-Methode im Verhältnis zum Nettoinventarwert des betreffenden AIF.

Kreditvergabe-zweck-gesellschaften

Eine auf den ersten Blick eher als rein technisch erscheinende Ergänzung ist die Einführung sogenannter Kreditvergabe-zweck-gesellschaften (SPVs). Kurz gefasst sind dies Gesellschaften, die durch AIF oder AIF-Verwalter kontrolliert werden und im Einklang mit den Vorgaben des AIF oder AIF-Verwalters Kredite

vergeben. Die Anerkennung solcher Zweckgesellschaften schafft Rechtssicherheit für die Vergabe von Darlehen durch SPVs.

Zuvor war es unklar, ob eine solche Darlehensvergabe durch SPVs zulässig war. Um sich nicht dem Risiko, unerlaubtes Kreditgeschäft zu betreiben, auszusetzen, wurden in Deutschland Kredite daher zumeist durch den AIF selbst vergeben. Internationale Strukturen sehen demgegenüber in der Regel kreditvergebende SPVs vor, um eine Haftungsabgrenzung zu erreichen und die Refinanzierung direkt auf SPV-Ebene zu ermöglichen. Derartige Strukturen sollten nun auch in Deutschland umsetzbar sein. Dies führt dazu, dass nationale Sonderregelungen in internationalen Strukturen entfallen und diese dadurch insgesamt weniger komplex ausgestaltet werden können. Eine solche Vereinheitlichung spart nicht nur Kosten sondern reduziert auch potenzielle Fehlerquellen und macht die Struktur übersichtlicher. Dies dient letztlich auch der Finanzmarktstabilität und dem Anlegerschutz.

Auf Gold Plating verzichtet

Neben diesen allgemeinen Regelungen zur Struktur enthält das Gesetz unter anderem Vorschriften zum Risikomanagement, zur Verhinderung von Originate-to-Distribute-Strategien und zum Mindesteinbehalt, wenn ein Kredit dennoch auf andere übertragen wird. Die Regelungen zum Risikomanagement werden dabei auf untergesetzlicher Ebene noch durch Verwaltungsvorschriften (die sogenannten KAMaRisk) näher konkretisiert, die allerdings bisher noch nicht erneuert wurden und insgesamt noch als zu regelungsintensiv angesehen werden können, da sie sich ursprünglich an den Vorgaben für Banken orientierten. Insgesamt erfreulich ist, dass der deutsche Gesetzgeber sich bewusst für eine weitgehende 1:1-Umsetzung der Richtlinie entschieden hat und auf ein Gold Plating verzichtet hat, da damit ein Wettbewerbsnachteil für den deutschen Fondsstandort einhergehen würde. Eine gewisse Verschärfung im Gegensatz zu dem europäischen Richtlinien-Inhalt ist im Wesentlichen nur in Bezug auf Verbraucher zu erkennen, an die (was aber in der Richtlinie schon als Option angelegt war) durch AIF keine Kredite vergeben werden dürfen. Zudem ist die Kreditvergabe durch Publikumsfonds weiter durch nationale Regelungen beschränkt.

Alternative Finanzierungsquellen

Insgesamt hat sich der europäische Normgeber dafür entschlossen, ein Regulierungsumfeld zu schaffen, das durchaus geeignet ist, ein attraktives Marktumfeld für den Private-Credit-Sektor zu schaffen und der Realwirtschaft somit den Zugang zu einer alternativen Finanzierungsquelle zu eröffnen. Dabei wurden aber schon bei der Änderung der nun umgesetzten Richtlinie die nun aus aktuellem Anlass diskutierten Risiken nicht aus den Augen verloren und Instrumente zur Risikominderung geschaffen. Es ist daher zu wünschen, dass die durch den Normgeber geschaffenen Möglichkeiten durch die Marktteilnehmer genutzt werden. Dies sollte durch eine Aufsicht begleitet werden, welche die Risiken angemessen würdigt, dabei aber auch die Intention des deutschen und europäischen Normgebers im Blick behält, den Private-Credit-Sektor zu fördern und der Realwirtschaft gerade jetzt dringend benötigte Finanzierungsquellen zu eröffnen.

*) Florian Geuder ist Rechtsanwalt im Frankfurter Büro von King & Spalding und berät insbesondere bei Finanzierungen sowie zu Fragen des Investmentrechts.