

I—CV Independent Credit View AG *the view behind the rating*

Private Debt: Von Hot zu Flop?

16.06.2026

Marc Meili, Senior Credit Analyst & Partner



Unternehmensprofil



Unabhängigkeit

- Einziges Kreditresearch-Unternehmen im deutschsprachigen Raum, welches sich strikt dem «investor-pay» Modell verpflichtet hat
- Einstufungen und Empfehlungen erfolgen ohne jegliche Interessenskonflikte und Restriktionen
- I-CV ist zu 100% im Besitz der Mitarbeiter



the view behind the rating

- I-CV publiziert keine schwerfälligen Berichte, sondern liefert pointierte Analysen zu wichtigen Ereignissen und Trends, welche für die zukünftige Ratingentwicklung einer Unternehmung relevant sind
- Kundengetriebenes Research-Universum umfasst etwas über 900 Emittenten mit Fokus auf den CHF und EUR Kapitalmarkt



Qualität & Kompetenz

- Bonitätsrisiken werden konsequent und fortlaufend überwacht. Kunden werden proaktiv und zeitnah informiert
- Direkter, unkomplizierter Zugriff auf Research sowie auf grösstes und erfahrenstes Team im deutschsprachigen Europa mit exklusivem Fokus auf Kreditanalyse



Sparring Partner

- I-CV agiert als Teil des Teams und unterstützt Risiko- und Portfoliomanager bei Anlageentscheiden
- Ziel ist es, professionelle, langfristige Partnerschaften und einen regen Wissenstransfer mit unseren Kunden zu pflegen
- Assets under Advisory von über CHF 400 Mrd.

01 Private Debt im Gegenwind

02 Risiken und Fehlanreize

03 Private Debt Analyse

04 Fazit



Private Debt im Gegenwind

Was hat sich verändert?

01

Erste Stresssignale werden sichtbar

Abo Milliarden schwere Rückzahlungswünsche

Vertrauenskrise am Private-Credit-Markt

Nicht nur Partners Group, sondern auch Private-Credit-Anbieter haben mit zunehmenden Rücknahmewünschen von Privatkunden zu kämpfen. BlackRock & Co haben die Notbremse gezogen.

Private Credit-Fonds auf Junk herabgestuft – ein anderer begrenzt Auszahlungen

Ein Private Credit-Fonds wurde gestern im Rating auf Junk abgestuft. Ein anderer Fonds begrenzt seine Auszahlungen.

DI+ ALTERNATIVE INVESTMENTS

Private Credit in der Zwickmühle – wer die Notbremse zieht

Blackrock, Ares, Apollo, Morgan Stanley – immer mehr Asset Manager begrenzen Rücknahmen aus ihren Private-Credit-Fonds. Ein Überblick, wen es trifft und wie stark.

ALTERNATIVE INVESTMENTS

Private Credit: Das Ende der Illusion

Private Credit galt als das Renditeversprechen der Stunde: illiquide Kredite, stabile Bewertungen, kaum Volatilität. Dann kam der März 2026.

KI-Disruption

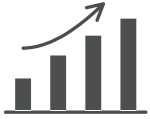
Private Credit: Ausfallraten könnten auf bis zu acht Prozent steigen

Morgan Stanley sieht die Ausfallraten stark ansteigen. Unklar ist, ob und wie die Probleme im Private-Credit-Markt auf das Finanzsystem übergreifen werden.

Angst vor drastisch höheren Ausfällen am Private-Credit-Markt

Die Sorge vor massiven Umbrüchen durch Künstliche Intelligenz schlägt immer stärker auf den Markt für private Kredite durch. Analysten warnen vor einer Ansteckung des traditionellen Finanzsektors.

Wachsende Besorgnis im Markt



Anhaltendes Zinsniveau: Viele Kreditnehmer refinanzieren heute deutlich teurer als noch vor wenigen Jahren. Die Zinsdeckung gerät zunehmend unter Druck



Refinanzierungsaufwand: Kredite aus den Tiefzinsjahren müssen teilweise zu deutlich höheren Margen verlängert oder refinanziert werden



Covenants und Kapitalstruktur: Im Abschwung entscheiden Rangstellung, Sicherheiten und Covenant-Schutz über die Recovery



Druck auf schwache Kreditnehmer: Hoher Leverage und sinkende Zinsdeckung führen vermehrt zu Restrukturierungen, Amend & Extend und Rescue Financings



Fehlende Transparenz: Investoren brauchen Transparenz und eine Priorisierung kritischer Positionen



Liquiditätsillusion: Begrenzung der Rückzüge durch prominente Anbieter

Risiken und Fehlanreize Was haben wir beobachtet?

02

Was wir in der Praxis beobachten



Fehlende Transparenz

Investoren erhalten oft nur aggregierte Portfoliodaten und der Einblick in einzelne Kreditnehmer, Sicherheiten oder Vertragsbedingungen ist häufig nicht gegeben



Interne Ratings halten nicht stand

Die internen Bonitätseinschätzungen der Asset Manager erweisen sich in der Praxis als unzuverlässig und halten einer unabhängigen Überprüfung selten stand



Diversifikationsillusion

Gelder werden mit dem Versprechen breiter Diversifikation und tiefer Ausfallrisiken bei höherer Rendite eingesammelt - Effektiv sind Portfolios mit erheblichen Klumpen- und Ausfallrisiken entstanden

Was dahintersteckt



Fehlanreize bei der Bewertung

Manager profitieren von hohen Bewertungen (AUM basierte Gebührenstruktur) und das schafft einen systemischen Anreiz gegen Wertberichtigungen resp. konservative Bewertungen



Verdeckte Stresssignale

Stille Lockerung von Covenants kaschieren fundamentale Verschlechterungen beim Kreditnehmer (Amend & Extend) und der Ersatz von Barzinsen durch zusätzliche Verschuldung (PIK) ist ein Frühindikator für Liquiditätsstress



Versteckte Mehrfachexposures

«Eigene» Projektnamen führen dazu, dass Investoren über verschiedene Private Debt-Vehikel – teils von unterschiedlichen Anbietern – mehrfach im gleichen Underlying investiert sind, ohne es zu wissen

Private Debt Analyse

Wie unterstützen wir Investoren?

03

Prozess & Ziel der I-CV Private Debt Analyse

Daten & Transparenz	Risikoscreening: Vehikel	Analyse: Einzelpositionen	Portfoliorating	Monitoring
Lead: Kunde/I-CV	I-CV	I-CV	I-CV	Kunde/I-CV
– Manager-Reports – Borrower-Finanzdaten – Covenant-Reports – NAV-Berechnungen – Markt- und Sektoraten	– Portfolioqualität – Konzentrationsrisiken (Engagement, Sektor, Sponsor, etc.) – Liquiditätsprofil – Coupon vs. Rating	– Risikobasierte Analyse von Einzelpositionen – Problemfall-Identifikation (Kreditkennzahlen, Branchenstress, Covenants) – Red Flag System (EBITDA-Erosion, Refinanzierung, Liquidität) – NAV-Plausibilisierung	– Aggregiertes Kreditprofil – Durchschnittliches Risikoniveau – Ratingverteilung – Diversifikation – Laufzeiten – Rendite-Risikovergleich	– Management Dashboard – Ampelstatus aller Vehikel – Top-Risiken – NAV-Stressindikator – Watchlist – Red Flags – Ratingverteilung – Konzentrationen
– Look-through Datenbank – Standardisierte Kreditstruktur je Position – Einheitliches Datenmodell	– Ampelklassifizierung der Vehikel – Grün, Orange, Rot	– Rating Plausibilisierung – Watchlist-Status	– Gewichtetes Portfoliorating – Portfolio-Scorecard – Heatmaps – Risiko-Rendite-Matrix	– Datenupdate (monatlich) – Ampel-Refresh (quartal, halbjährlich, jährlich) – Portfolio-Rating (jährlich)
				

Standortbestimmung

Ziel Vehikel-Ebene

- Fokus auf strukturelle Risiken
- Top-down Screening und Klassifizierung der Vehikel (Ampeln)
- Frühzeitige Identifikation, welches Vehikel überwacht werden soll

Ziel Einzelpositionen-Ebene

- Bottom-up und Evaluation von Red Flags als Basis und Diskussionsgrundlage für Gespräche mit dem Manager
- Rating Plausibilisierung und mögliche Anpassungen im NAV

Ziel Portfolio-Ebene

- Konzentrationsrisiken, Überschneidungen, sowie Ausfallwahrscheinlichkeiten sichtbar machen

Risikoscreening Vehikel (Top-down)

Input



Vehicle Risk Assessment

Einstufung rot, orange, grün

Analyse Einzelpositionen (Bottom-up)



„NAV-Analyse ist essenziell für die Entscheidung über Halten, Verkaufen oder Reinvestieren“

Beispiel einer Bottom-up Analyse

Kurzbeschreibung

Der Rivermark European Senior Credit Fund IV (B), L.P. ist ein europäisches Private-Debt-Vehikel mit Fokus auf mittelständische Unternehmenskredite. Die Strategie ist primär auf First-Lien Senior secured Finanzierungen ausgerichtet. Per 31.12.2025 umfasste das Portfolio 162 finanzierte Kreditnehmer mit einem Book Value beziehungsweise Par Value von EUR 618.4 Mio. und einem Fair Value von EUR 584.2 Mio. Der daraus resultierende Mark-to-Par von 94.5% reflektiert vor allem Wertabschläge auf Watchlist- und Stresspositionen.

Die Kapitalzusage beträgt EUR 775 Mio., wovon EUR 591.3 Mio. abgerufen wurden. Die Investmentperiode läuft bis Dezember 2029. Die Top-10-Positionen machen 21% des Fair Value aus. 97% des Portfolios entfallen gemäss Rivermark auf First-Lien-Positionen, während subordi nierte Instrumente und Equity nur eine untergeordnete Rolle spielen. Gleichzeitig ist das Portfolio kein konservatives Low-Risk-Portfolio. Der gewichtete Leverage liegt bei 5.6x und 34% der Unternehmen weisen einen Leverage von über 6.0x auf.

Abbildung 1: Verteilung nach Sektoren

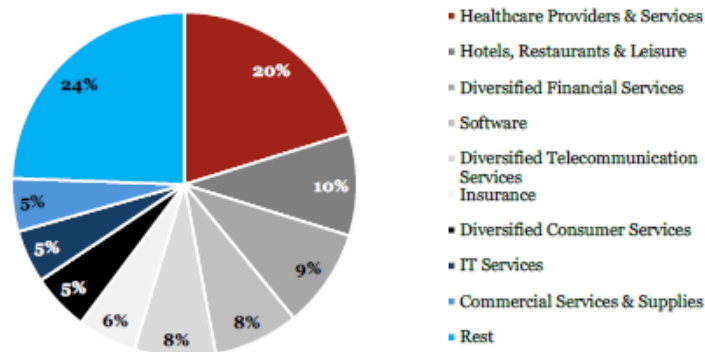
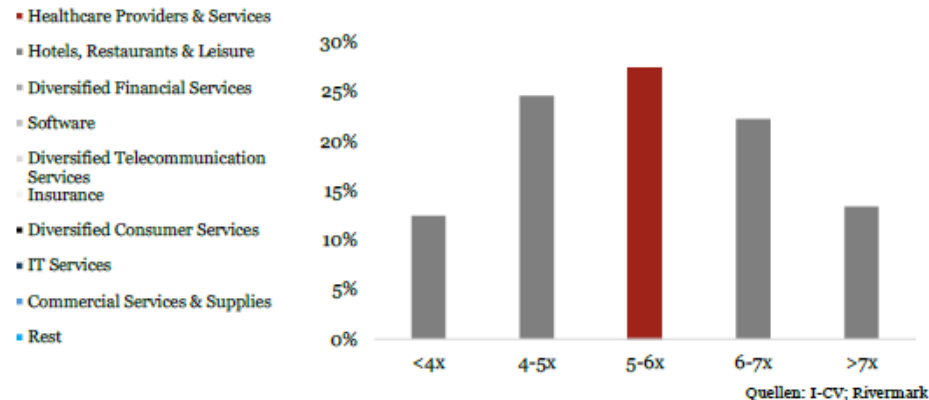
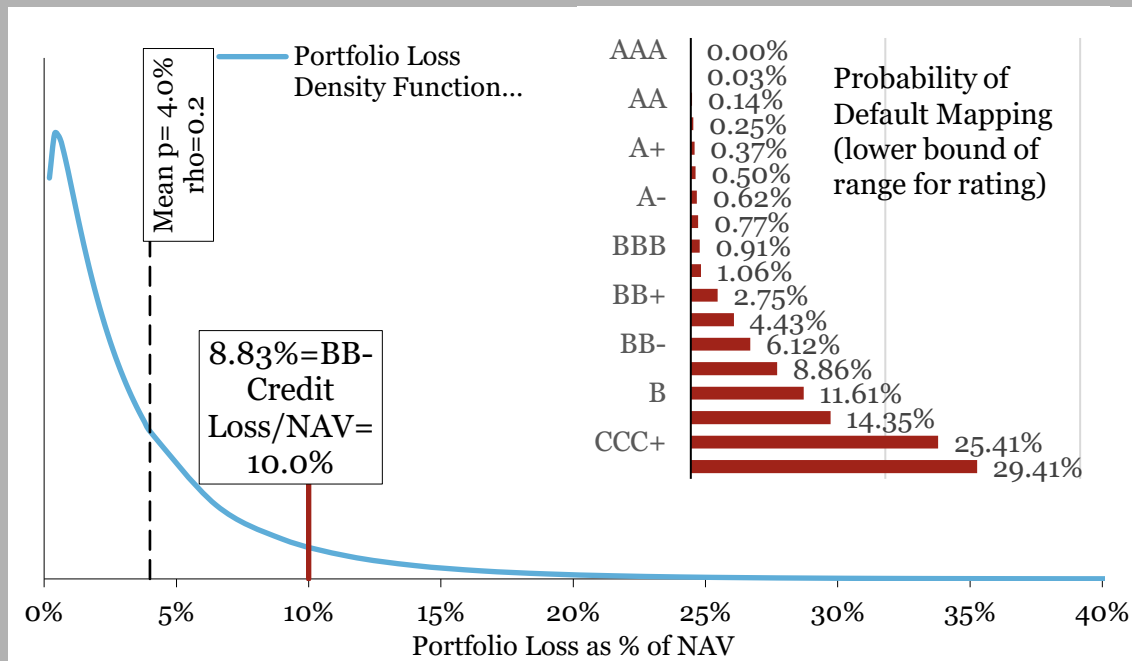


Abbildung 2: Verteilung Net-Leverage auf Unternehmensebene



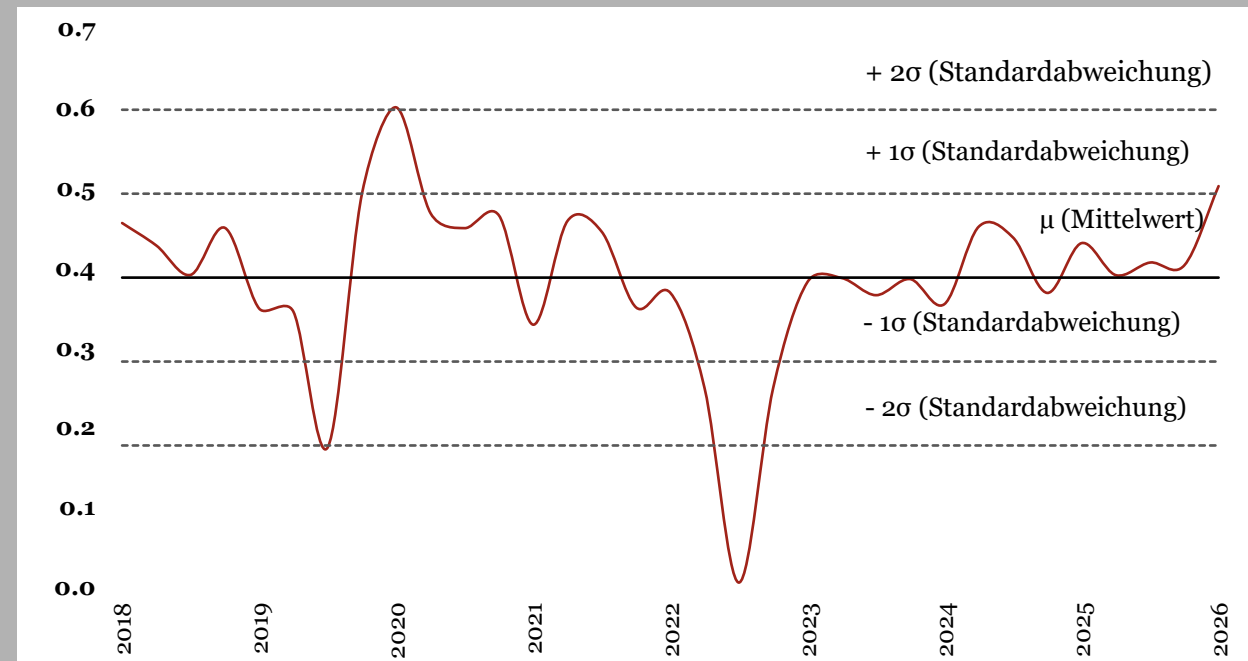
Methodik auf Portfolio-Ebene

Modell quantifiziert das Risiko im Portfolio



- Anhand des Vasicek Modells lässt sich eine Wahrscheinlichkeit und damit ein Rating ableiten, dass der Kapitalerhalt nicht gelingt

Marktimplizite Default Korrelation (p) ist zentraler Treiber der Risikoeinschätzung und ein Signal für die Praxis



- Chart reflektiert die vom liquiden Kapitalmarkt eingepreiste Default-Korrelation anhand der börsennotierten Anleihen der Ares Capital Corporation (ARCC)

Fazit

04

Fazit Private Debt: Von Hot zu Flop?

- Private Debt nicht mehr Hot aber auch nicht Flop – nach grossem Wachstum werden die Risiken mit Verzögerungen sichtbar
- Jede Asset-Klasse innerhalb Private Debt hat eigene Risikotreiber – Corporate Direct Lending, Real Estate und Infrastructure Debt erfordern eine massgeschneiderte Analyse von Cashflows, Sicherheiten und Strukturrisiken
- Private Debt ist keine Buy-and-Forget-Anlage, sondern erfordert eine aktive Begleitung durch den Investor

Private Debt: Worauf es jetzt ankommt

Transparenz und
zeitnahe
Berichterstattung
sowie vollständige
Dokumentation



Sorgfältige Auswahl
der Vehikel unter
Berücksichtigung von
Strategie, Struktur und
Risikoprofil



Professionelle
Überwachung der
Vehikel und ihrer
kreditrelevanten
Entwicklungen



Aktiver Dialog mit
dem Manager zu
Governance,
Anreizstrukturen und
Risikofaktoren





Independent Credit View AG

Schweizergasse 21

CH-8001 Zürich

Tel. +41 43 204 19 19

info@i-cv.ch

www.i-cv.ch

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.