

MEINUNG

Blue Owl ist das Beste, was der Private-Debt-Industrie passieren konnte

Mit den Ereignissen um Blue Owl wankt erstmals auch das Geschäft für private Kredite. Nun muss die Branche beweisen, dass der überragende Track Record der vergangenen Jahrzehnte real ist und keine Täuschung war.

Jürg Lutz

26.02.2026, 11.31 Uhr

Man musste Mitleid haben mit den Vertretern der **Private-Debt-Industrie**, als sie im Gefolge des Zusammenbruchs des Autozulieferers First Brands und des Autofinanzierers Tricolor unter Beschuss kamen und sich anhören mussten, dass etwas faul sei in dieser Vermögensklasse, die sich durch (gewollte) Intransparenz und Illiquidität auszeichnet. Es half nichts, dass sie darauf hinwiesen, dass beide Fälle eben genau **nicht** in ihrer Vermögensklasse passierten, sondern bei ihrer schärfsten Konkurrenz, den «Leveraged Loans», den von Bankenkonsortien emittierten Schuldverschreibungen von kleinen und mittelgrossen Unternehmen, die sofort nach Lancierung an meist institutionelle Kunden weiterverkauft werden.

Genau gesagt lagen beide Fälle in einer Schnittstelle von zwei grossen Vermögensklassen, die wie wild gewachsen sind: Das «**Direct Lending**» einerseits, also die Kreditvergabe des **Schattenbanksystems** an Unternehmen (Private Debt im engeren Sinne), und **Leveraged Loans** andererseits, die verbrieften

Ausleihungen, die von **Banken** arrangiert werden. Die Unterscheidung ist zentral für das Verständnis der Umstände, die zum Fall Blue Owl geführt haben. Allerdings machten die Vertreter der Private-Debt-Industrie (deren Kerngeschäft Direct Lending ist) einen **taktischen Fehler**, indem sie für ihr eigenes Geschäft Fehlentwicklungen wie bei First Brands kategorisch ausschlossen.

Und nun dies.

Der Fall des US-Privatmarkthauses Blue Owl, das kürzlich 1,4 Mrd. \$ an Verbindlichkeiten veräussern musste, um flüchtende Anleger auszuzahlen, stinkt zum Himmel, man muss es so sagen, obwohl auf den ersten Blick nicht klar ist, warum der Fall so brisant ist. Zumal argumentiert werden kann, dass noch niemand zu Schaden gekommen ist, kein Ausfall eines Schuldners passiert ist wie in den oben angesprochenen Fällen.

Ist die Stabilität des Finanzsystems bedroht?

Denn es geht um etwas viel Wichtigeres, nämlich um die Stabilität des Finanzsystems insgesamt. Es geht um die Frage, ob die verschwiegene, undurchdringliche Vermögensklasse «Private Debt», die einen Siegeszug ohnegleichen angetreten hat und nach Schätzungen in einem klassischen Verkäufermarkt zwischen 1,5 und 2 Bio. \$ an Kapital angezogen hat, faul ist? Ich habe an anderer Stelle argumentiert, dass diese Frage wohl von niemandem beantwortet werden kann. Das hat verschiedene Gründe, die Brisanz dieses Fazits nimmt allerdings in dem Ausmass zu, mit dem die Brandschneisen zwischen Private Debt

und dem öffentlichen Finanzmarkt immer mehr mit brennbarem Material aufgeforstet werden (**SRT**).

Es ist schwierig für Otto Normalverbraucher, in Private Debt zu investieren. Mit einer Ausnahme: **Business Development Companies**, öffentlich gehandelte Aktien von Private-Debt-Gefässen, die den eigentlich unmöglichen Spagat zwischen liquider Aktie und illiquidem Fondsvermögen schaffen sollen. In der Schweiz stellen sie mit Ausnahme von Partners Group, die allerdings nicht eins zu eins mit den US-Vehikeln verglichen werden kann, eher eine Randnotiz dar, in Amerika sind sie jedoch big business.

Mismatch bei Liquidität führt immer wieder zu Problemen

Entscheidend ist nun der Umstand, dass mit dieser Struktur zum ersten Mal ein **Marktsignal** in diese Vermögensklasse gepflanzt worden ist, nämlich der Preis der Blue-Owl-Capital-Aktien. Man stelle sich nun vor, dass wie im Falle von Blue Owl der (Markt-)Preis des Gefässes materiell von demjenigen des Underlyings (des mit intern ermittelten Preisen bewerteten Nettoanlagevermögens) abweicht und dummerweise impliziert, dass das Fondsvermögen viel weniger wert ist als offiziell dargestellt, worauf sich noch mehr Investoren zum Ausstieg entschliessen.

Blue Owl Capital Corporation (<https://themarket.ch/boerse/diverse/no-region/no-list/48358153-321-333>)

Weitere Marktdaten hier (<https://themarket.ch/boerse/diverse/no-region/no-list/48358153-321-333>)



Das ist der Klassiker bei einem Mismatch von Liquidität, man kennt die Probleme aus der Private-Equity-Industrie nach der grossen Finanzkrise. So weit also nichts Ungewöhnliches, eine kleine Demütigung für den stolzen Privatmarktanbieter, aber courant normal im Auf und Ab der Finanzmärkte. Nun, genaugenommen ist der betroffene Blue-Owl-Fonds nicht gelistet, es existiert aber ein vergleichbarer gelisteter Fonds desselben Anbieters, der vom Markt als Proxy genommen werden kann und wird. Nur deshalb konnte die Geschichte des Vermögensverkaufs überhaupt ins Rollen geraten.

Die Firma entschloss sich, gleich alle aufgestauten Orders in einem Abwasch zu bedienen und verkaufte rund 1,4 Mrd. \$ an Vermögensteilen an eine Handvoll Käufer, nahe bei Pari wohlverstanden, wie stolz verkündet wurde. Hier hätte der Fall im Sinne einer Randnotiz abgeschlossen werden können.

Interessant sind aber die Begleitumstände, wobei ich hier als Nicht-Spezialist aufpassen muss, nicht Opfer der Komplexität der Sache respektive zum Gegenstand einer Verleumdungsklage zu werden.

Warum Blue Owl ungute Gefühle weckt

Deshalb ein kurzer Disclaimer: Betrachten wir die folgenden Sätze als unbelegbare Gerüchte.

Stellen wir uns vor, es waren drei Käufergruppen. Die erste ist eine Versicherung, die allerdings zum Konglomerat des gleichen Private-Debt-Anbieters gehört. Es ist eine dieser Lebensversicherungen, die nach der Grossen Finanzkrise schwer verwundet von Private-Debt-Firmen aufgekauft wurde und zu einem schönen Teil mit Private-Debt-Produkten ebendieser Käufer aufgefüllt wurde. Die Produkte wurden dann in einem weiteren Schritt von Rückversicherungen in Finanzoasen rückversichert, die ihrerseits ebenfalls zum Konglomerat gehören («captive») und die ebenfalls mit Produkten des immergleichen Private-Debt-Anbieters aufgefüllt wurden. Ich gebe zu, das mag ungerecht und polemisch dargestellt sein. Aber der Mecano ist wichtig, denn er erhöht potenziell die Tail-Risiken des Konstrukts weit über die Anlageklasse Private Debt hinaus.

Ein zweiter Käufer war eine Pensionskasse. Ebenfalls wenig überraschend, wäre da nicht das Detail, dass diese PK bereits einen hohen Betrag bei Blue Owl investiert hatte und weitere Kapitalzusagen offen hatte. Sie hatte also möglicherweise Interesse an einer pfleglichen Behebung des Missstandes.

Eine dritte Käufergruppe waren kanadische Pensionskassen, von denen man nicht weiss, ob sie bereits in Blue-Owl-Produkte investiert waren.

Es wird zudem angedeutet, dass die verkauften Loans in verwursteter Form sogleich wieder an neue Käufer (CLOs) weitergereicht werden.

Alle Käufer bezahlten denselben Preis, was stutzig macht, da es ein erfrischender Zufall wäre, wenn alle Käufer in einer unabhängigen Due Diligence exakt denselben Preis ermittelt hätten.

Der Preis war nahe bei Pari, und das in einer Zeit, in der die Kurse vieler dieser Ausleihungen angezweifelt werden (Stichwort Software vs. KI). Wurden hier also die Kronjuwelen verkauft? Wie finden das die übrig bleibenden Investoren im Vehikel? Zumal sich Blue Owl noch 2023 als der «vermutlich grösste Geldgeber von Private-Equity-gestützten Softwareunternehmen» rühmte.

Private Debt steht in der Beweispflicht

Mit anderen Worten: War es ein «shotgun wedding», also eine erzwungene Heirat? Oder war der Verkauf wie in gewissen Kommentaren angedeutet gar von den Fremdkapitalgebern des Fonds verlangt worden?

Fragen über Fragen, die Unschuldsvermutung gilt (billig, ich weiss). Es half allerdings nicht, dass der Blue-Owl-Chef in Abrede stellte, dass die eigene Versicherungsgesellschaft zu den Käufern gehörte, was nur formaljuristisch stimmte, der Substanz

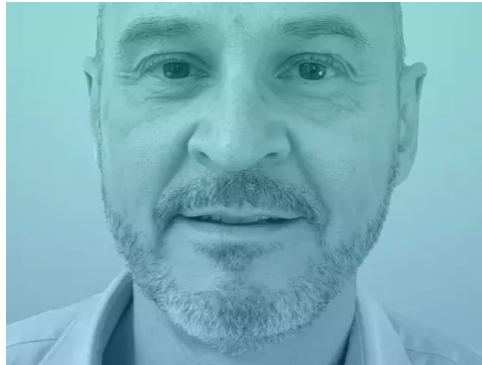
nach wohl nicht. Die Argumentationsvolte folgte dann auf dem Fuss.

In der aktuellen Diskussion dominiert der Ausverkauf der Blue-Owl-Aktie, also der Mutter, die 60% gefallen ist. Das ist zwar interessant, aber verglichen zu den generelleren Fragen meiner Meinung nach unerheblich. Die wichtigste Frage ist die nach der Solvabilität einer Reihe von amerikanischen Lebensversicherern, die zu einem beträchtlichen Teil in Private Debt investiert sind. Panikmache? Vielleicht. Hoffentlich.

Private Debt muss nun beweisen, dass es nicht ein morsches, verfaultes potemkinsches Kartengebäude ist, das durch ständig rollierte Finanzierungsrunden eine Reihe von Zombieunternehmen durchgefüttert hat («extend and pretend»), dass der erstaunliche Track Record mit dekadenslangen zweistelligen Renditen und ultratiefen Ausfallraten Substanz hat und der Kleinanleger, der bei Private Debt hinter den institutionellen Anlegern zurücksteht, gut schlafen kann. Denn was den Markt zunehmend aufschreckt, ist die enge Verzahnung von Private Debt und Lebensversicherern.

Blue Owl ist das Beste, was Private Debt passieren konnte, denn diese Debatte sollte geführt werden, **bevor** Private Debt in die Portfeuille der Privatanleger aufgenommen wird, ein Ziel, das sich die Finanzmarktanbieter fest auf die Fahne geschrieben haben und in den USA bereits generalstabsmässig verfolgt wird.

Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner mehr als dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.

**MEINUNG****Korrelation des Monats: Wer gewinnt den Financial Ryder Cup 2026?**

Die Risikoprämien für Unternehmensanleihen sind in den USA und Europa so niedrig wie letztmals vor der Finanzkrise. Ein Vergleich der wichtigsten Bonitätskennzahlen soll zeigen, ob die niedrigen Spreads und deren fast perfekter Gleichlauf gerechtfertigt sind.

Jürg Lutz 11.02.2026

**MEINUNG****Korrelation des Monats: das perfekte Rezept für einen Melt-up-Boom an den Aktienmärkten**

In Ländern, in denen der Leidensdruck der hohen Staatsverschuldung am höchsten ist, könnte es schon bald zum denkbar drastischsten Eingriff in den Zinsmarkt kommen. Was das für die dortigen Aktien- und Anleiheninvestoren bedeutet.

Jürg Lutz 15.01.2026





MEINUNG

Ein Weihnachtsmärchen der besonderen Art: wie die nächste Finanzkrise ablaufen könnte

In wenig beachteten Nischen der Finanzmärkte laufen Trends, die unweigerlich zum grossen Knall führen, wenn ihnen nicht Einhalt geboten wird. Wir präsentieren ein mögliches Drehbuch der kommenden Krise.

Jürg Lutz 18.12.2025



MEINUNG

Befindet sich Private Debt in einer Blase?

Bisher handelte es sich bei Private Debt um eine exotische Nische ohne Spillover-Risiken. Das könnte sich mit dem Einstieg der Kleinanleger ändern. Und zwar Big Time.

Jürg Lutz 08.10.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.