

MEINUNG

Korrelation des Monats: der grosse Konflikt an den globalen Schuldenmärkten

Banken und Private-Debt-Industrie fahren im globalen Wettbewerb um Kunden grosse Geschütze auf und verändern die Art, wie Geld vergeben wird. Im ersten Teil geht es um die Hintergründe des Konflikts.

Jürg Lutz

31.07.2025, 04.06 Uhr

BlackRock ist der grösste Vermögensverwalter der Welt, relativ jung (gegründet 1988), mit verwalteten Vermögen von rund 10 Bio. \$ aber enorm einflussreich. Die Firma ist aktuell in der Presse wegen ihrer Übernahme von **HPS**, einem im Vergleich zu BlackRock kleinem Unternehmen. Es ist nicht gerade eine Klitsche, doch der Kundenstamm ist rund achtzig Mal kleiner als der von BlackRock. Letztere ist eher im klassischen Vermögensverwaltungsgeschäft tätig, dessen Gebührentrend seit der Einführung der Exchange Traded Funds und den Fortschritten in der Digitalisierung nur eine Richtung kennt: nach unten.

Ganz anders HPS, eine Firma mit einer unglaublichen Bruttomarge von 50%. So war HPS kein wirklich billiges Target, BlackRock musste 12,5 Mrd. \$ bezahlen. Für Larry Fink, den Chef von BlackRock, dürfte sich der Deal trotzdem auszahlen. HPS ist im geheimnisumwitterten «Private Debt»-Business zuhause, mit enormen Gebühren und ebenso enormen Salären,

viel höher als diejenigen der bereits reichlich salarieren Big Swinging Dicks der führenden konventionellen Asset Manager. Im Rahmen der Verschmelzung der beiden Firmen mit so unterschiedlichen Kulturen hat sich ein Konsens ergeben, dass Fink jetzt auch in den Genuss eines neunstelligen Salärs kommen soll, wie gleich mehrere der Kapitäne von HPS. Ende gut, alles gut. Für Fink.

Eine Übernahme von vielen? Ich sehe es eher als Schachzug eines neutralen Players in einer Zeit tektonischer Verschiebungen an den globalen Schuldenmärkten, denn:

Es wird gekämpft.

Casus Belli ist die Regulierung Basel III, die zum Ziel hat, das systemische Risiko im Zusammenspiel von kurzfristigen Bankenpassiva (Depositen) und riskanten Ausleihungen zu beseitigen. Anlass war das dominoartige Umkippen von Banken in der grossen Finanzkrise und die Einsicht, dass die Hauptschlagader der Weltwirtschaft vor sich selbst geschützt werden muss. Ausleihungen von Banken wurden verteuert; einzelne, als besonders riskant betrachtete, geradezu prohibitiv.

In der einen Ringecke: **Private Debt**

Jemand musste in die Bresche springen. Als Herausforderer entpuppte sich eine zunächst heterogene Gruppe von Anbietern aus dem Schattenbanksystem, «Private Debt», welche bereits die relativ kleine, aber lukrative LBO-Szene finanzierte, aber keine übermässig bedeutende Rolle beanspruchte. Dies änderte sich mit Basel III und der Chuzpe von Private Debt, mit ihrem besten und schwersten Geschütz, dem «**Direct Lending**», schnell

Geländegewinne zu erzielen, die entwaffnete Infanterie der Banken zu vernichten und Brückenköpfe tief im Feindesland zu errichten und schnell auszubauen.

Die Beute war Corporate Debt, der Markt für die schnell wachsende und profitable Ausstattung von Firmen mit Fremdkapital, und das global. Die Affiche des Direct Lending ist zunächst unschlagbar: Aus Sicht der Schuldner bietet Direct Lending einen schnellen, unbürokratischen und massgeschneiderten Zugang zu Fremdkapital selbst für Firmen, die keinen Bankkredit bekommen hätten, mit der Aussicht auf wesentlich mehr Leverage als bei klassischen Bankenfinanzierungen. Geholfen haben die dank der ausgezeichneten Verhandlungsposition zunehmend laxen Verträge («covenant light»), die Möglichkeit der ponziartigen Substituierung von Zinszahlungen durch Ausgabe neuer, zusätzlicher Schulden («Payment in Kind») und kuschelige «Team-Lösungen», wenn der Geschäftsgang stockt («Liability Management Exercises»).

Aus Sicht der Anbieter ist das Geschäftsfeld enorm profitabel, wir kommen weiter unten auf diesen Aspekt zurück. Für den Endanleger schliesslich bietet Private Debt mehrere entscheidende Vorteile: eine hohe Rendite, eine saftige Illiquiditätsprämie, kaum Schwankungen in der Bewertung, da nicht am Markt gehandelt, und damit eine geringe Korrelation zu anderen Schuldensegmenten. Eine zwar sinnlose, aber unschlagbare Sharpe-Ratio, und nicht zuletzt ein perfekter Match zwischen Aktiven und Passiven durch potenziell lange Laufzeiten (die die Banken oft nicht bieten können), was die Versicherungsgesellschaften anzieht wie das Licht die Motten. Kurz: Private Debt bietet eine bessere «User Experience» als die Banken.

Und vergessen wir nicht: 93% der US-Firmen mit einem Umsatz von mehr als 100 Mio. \$ verfügen sind von keiner Ratingagentur eingestuft. Das sind 41'000 Unternehmen. 87% der US-Firmen mit einem Umsatz von mehr als 100 Mio. \$ sind privat und wollen es bleiben. Kein Wunder, sinkt die Zahl kotierter Unternehmen seit den Neunzigerjahren stetig, während Private Equity schnell wächst.

In der anderen Ringecke: **die Banken**

Die Banken reagierten kreativ. Als besonders hilfreich in ihrem Arsenal erwies sich das Instrument der «**Broadly Syndicated Loans**» oder kurz BSL, mit dem sie zuvor grössere Ausleihungen im Verbund stemmten und diese dann zunehmend standardisiert und damit fit gemacht haben für die Aufnahme in CLO, Collateralised Loan Obligations, die einen Siegeszug in den Portfolios der institutionellen Anleger antraten.

Mit CLO können Versicherungen in hoch rentierende Anlagen mit hohem Rating investieren, wir haben dieses hochinteressante Instrument im Detail **in diesem Artikel** beschrieben. Für die Anbieter, die Banken, bergen BSL grosse Vorteile, sie belasten die Bilanz nicht, sind profitabel und im Pricing hoch kompetitiv, sie gleichen damit den Aderlass im klassischen Kreditgeschäft aus.

Und auch im klassischen Kreditgeschäft wurde aus der Not eine Tugend gemacht, indem der Regulator den Banken eine hoch attraktive Arbitrage von Bilanzpositionen ermöglichte, die sogenannten «**Significant Risk Transfers**», die wir **in diesem Artikel** beschrieben haben.

Kampfverlauf: im Vorteil ist Private Debt, die Banken halten dagegen

Mit Direct Lending und «Broadly Syndicated Loans» versuchten sich die Kontrahenten zunächst ihren eigenen Turf zu sichern und zu erweitern, aber die Segmente überlappen sich zunehmend, der Konflikt wurde in Feindesland verschoben.

Wir haben von tektonischen Verschiebungen gesprochen, die sich in den folgenden Zahlen zeigen, die ich als Konsens von verschiedenen Quellen ermittelt habe:

Privatmarktanlagen sind für den Anbieter hoch lukrativ

	Volumen global in Bio. \$	Marge in %	Ertrag in Mrd. \$
Investment Grade Bonds	13 bis 15	0.05 bis 0.3	5 bis 10
High Yield Bonds	2 bis 2.5	1.5 bis 3	10 bis 15
Broadly Syndicated Loans	2	2 bis 4	15 bis 25
Direct Lending	1.5 bis 2	1 bis 3	20 bis 40

Die Zahlen machen deutlich, welchen Reibach die Private-Debt-Community mit der Änderung der Regulierung machen. Während die Banken vor allem an Syndizierung und Platzierung, CLO-Strukturierung und Trading verdienen, vereinnahmt Private Debt Gelder mit Management Fees (1 bis 1,5% p.a.), Upfront Fees/Origination Fees (1 bis 1,5%), Zinsmarge aus Spread Capture (1 bis 3% p.a. bei gehebelten Produkten),

Performance Fees (10 bis 20% auf Erträge mit Hurdle) und Monitoring/Exit Fees (0,5 bis 1%).

Wird Ihnen auch schwindlig?

Trotz der kleineren Marktgrösse gelingt es Private-Debt-Anbietern, hohe Gebühren durchzusetzen. Auffällig ist dabei ihre Fähigkeit, die durch Leverage erzielten Zusatzerträge weitgehend selbst zu vereinnahmen – während sie dem Anleger dennoch eine attraktive Rendite präsentieren.

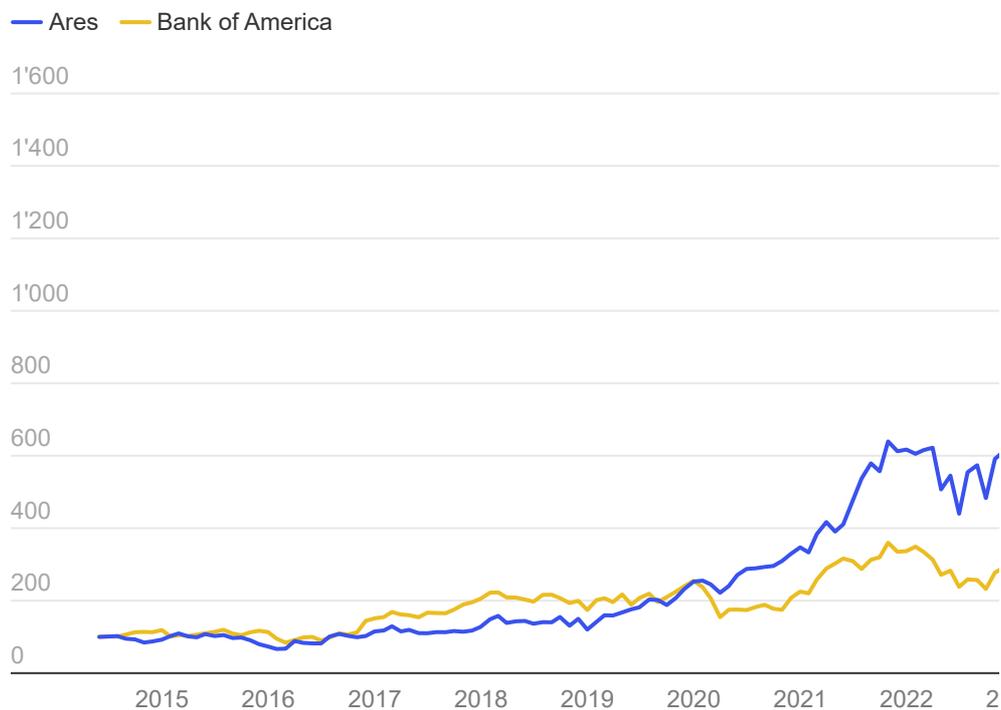
Und da die Rubrik dieses Beitrags von Korrelationen handelt, hier die **Korrelation des Monats: wie verhalten sich die Aktienkurse von Angreifern und Platzhirschen? Wer gewinnt, wer verliert?**

Beim Vergleich der Aktienkurse der wichtigsten Banken und Private-Debt-Anbieter spricht einiges für Private Debt. Zwar sind sowohl die Kurse der grossen Banken als auch die der Private-Debt-Anbieter stark gestiegen, was sich an der Korrelation zeigt, die optisch zwar kaum sichtbar ist, jedoch in beiden Beispielen (rollend über jeweils drei Jahre) weit über 0,5 liegt.

Das Motto ist Fees, Fees, Fees:

Anbieter von Privatmarktanlagen haben die Nase vorn: Beispiel Ares und Bank of America

indexiert



Grafik: themarket.ch • Quelle: PK Assets

Anbieter von Privatmarktanlagen haben die Nase vorn: Beispiel Apollo und JPMorgan

indexiert

— Apollo — JPMorgan



Grafik: themarket.ch • Quelle: PK Assets

Die Aktienkurse der Private-Debt-Anbieter, hier gezeigt anhand von Ares und Apollo, zwei der absolut besten ihres Fachs, stellen die Kurse der mächtigsten Banken aber in den Schatten. Die Bankaktionäre müssen dabei nicht darben, den Banken schwimmen nicht alle Felle weg, aber das Verdikt des Marktes scheint klar: die Reise geht in Richtung Private Debt. Und wie eingehend dargelegt, streben die **neutralen Beobachter**, die Asset Manager, immer mehr in das hoch lukrative Geschäft mit «Private Debt».

Im Kampf herrscht ein Patt.

Private Debt ist auf dem Vormarsch. Die Banken wehren sich, indem sie ihren Business Case anzugleichen beginnen und immer mehr dazu übergehen, auch anzugreifen (mehr dazu im

nächsten Beitrag). Sie müssen dies tun, um in gewissen Geschäftsbereichen nicht obsolet zu werden. Banken und Private Debt sind in gegnerisches Terrain eingedrungen, jagen sich gegenseitig Kunden ab, und das Siegesmomentum von Private Debt flaut ab.

Die wichtigsten Trends sind einerseits das Eindringen von Private Debt in eine Domäne der Banken, das Geschäft mit «Investment Grade»-Finanzierungen. Hier verspricht sich der Markt die höchsten Wachstumsraten, so dass Lösungen im Bereich Infrastruktur oder Asset-Backed-Finance ein grosses Standbein im Finanzportfolio werden können. Dazu mehr im zweiten Teil. Andererseits versuchen die Banken, flexibler zu werden, und öffnen Vehikel, die Gelder längerfristiger an bisherige Private-Debt-Kunden ausleihen können.

Mit anderen Worten: die Frontlinien sind verzettelt. Die Marktanteile scheinen sich auf einem prekären Niveau zu stabilisieren. Wir befinden uns in der interessantesten Phase des Konflikts, in der sich die gegenseitigen Geländegewinne zwischen Direct Lending und «Broadly Syndicated Loans» in etwa aufheben.

Im nächsten Teil: die interessantesten Fragen

Wie verändert der Konflikt bereits jetzt die Finanzmärkte? Wohin geht die Reise? Ich werde eine Prognose wagen. Sie hat es in sich, denn sie würde alles verändern, indem sie die klar erkennbaren Trends, die durch Basel III ausgelöst wurden, auf die Spitze treibt.

P.S. Die im Eingang erwähnte HPS war Teil einer Tochtergesellschaft von JPMorgan, die 2015 abgespalten wurde. Grund für die Abspaltung war unter anderem, dass HPS zunehmend als Private-Credit-Spezialist agierte, was strategisch nicht mehr zu den Kernzielen von JPMorgan im Asset Management passte.

Ist das nicht die pure Ironie? Die grösste Bank hatte einen Brückenkopf tief im Feindesland und verscherbelte ihn für weniger als 1 Mrd. \$. Verantwortlich war mit Jamie Dimon der gleiche (enorm erfolgreiche!) CEO, der dieser Tage den «Peak Private Debt» verkündete.

Warum ist das relevant?

- Die Abspaltung war Teil eines Trends, bei dem grosse Banken nicht mehr bankenregulierte Teile ihres Geschäfts (wie alternative Investments) auslagerten, um Kapitalvorschriften wie Basel III etc. zu umgehen oder zu optimieren.
- HPS entwickelte sich danach zu einem der grössten Private-Credit-Player weltweit – unabhängig von JPMorgan.

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 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****Die kommende Bankenkrise folgt einem unvermeidlichen Protokoll**

Der Regulator hat die Anreize geschaffen für einen fatalen Konnex zwischen Banken- und Schattenbankensystem. Auslöser für den nächsten Crash dürfte deshalb ein alter Bekannter sein.

Jürg Lutz 17.07.2025

**MEINUNG****Korrelation des Monats: Die Lehren aus dem Fall LTCM – und wo der nächste Unfall drohen könnte**

Das im April beobachtete Beben am Markt für US-Treasuries erinnert an den Beinahekollaps des Hedge-Fonds LTCM im Sommer 1998. Grund genug, die Parallelen zu damals in einer mehrteiligen Artikelserie zu beleuchten. Im dritten und letzten Teil geht es um die Lehren aus dem Fall LTCM.

Jürg Lutz 01.07.2025

**MEINUNG****Das womöglich beste Investment für 2026**

Dank hoher Realrenditen und Teuerungsausgleich dürften inflationsgeschützte US-Staatsanleihen zu den besten Anlagen im Falle einer Stagflation zählen. Für Dollaranleger sind sie ein Kauf.

Jürg Lutz 03.06.2025



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.