

MEINUNG

Korrelation des Monats: Die Art, wie wir investieren, wird sich markant verändern

Die heutigen Anlagebenchmarks sind nicht mehr fähig, die wirtschaftliche Realität abzubilden. Rettung naht. Oder gilt eher: rette sich, wer kann?

Jürg Lutz

16.03.2026, 04.38 Uhr

In den vergangenen Monaten sind mir **drei Artikel** aufgefallen, die für sich schon bemerkenswert sind, die aber thematisch alle zusammenhängen und, so meine These, allesamt Symptome eines **Megatrends** darstellen, der unter der Oberfläche der Finanzmärkte abläuft und der **die Art auf den Kopf stellen wird, wie wir investieren:**

«-55%»

Gemäss einem Bloomberg-Artikel hat sich die Anzahl öffentlicher, börsengehandelter Firmen in den USA in den letzten dreissig Jahren mehr als **halbiert**. Wie bitte, halbiert?

«L»

Im «Wall Street Journal» las ich über eine Firma (Databricks), die sich in einer Series-L-Finanzierung – am Buchstaben lässt sich

die Anzahl der Finanzierungsrunden ablesen – die coole Summe von 4 Mrd. \$ besorgt hat, was den Gesamtwert der Firma auf weit über 100 Mrd. \$ hievt, über ein Drittel mehr als in der vorhergegangenen Finanzierungsrunde. Series L? Wenn ich das korrekt an meinen Fingern abgezählt habe, dann ist das die **zwölfte** Finanzierungsrunde. Zwölf Finanzierungsrunden? Alle im Privatmarkt? In dieser Dimension?

«200'000'000 Dollar»

Die Grossbank JPMorgan half mit, der Firma Electronic Arts eine Schuldenfinanzierung zu vermitteln, damit sie sich aus dem öffentlichen Markt auskaufen konnte, um fortan privat weiterzuleben. Die gesamte Schuldensumme war zugegebenermassen happig: 20 Mrd. \$. Das macht man nicht vor dem Frühstück. JPMorgans Teil der Mittelbeschaffung betrug 40% der Gesamtsumme. Dafür wurde die Bank von Electronic Arts fürstlich entschädigt. Wie hoch war der Betrag? 200'000'000 \$! Das sind zweihundert Millionen Dollar.

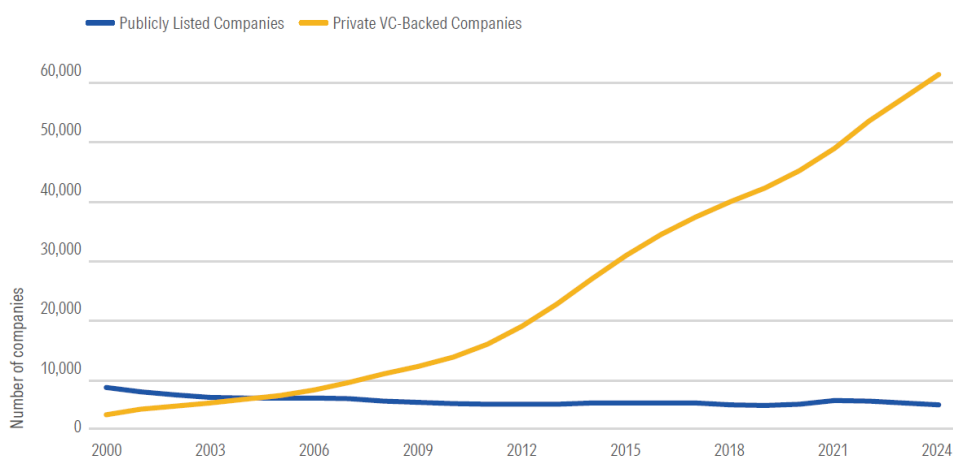
Hinter diesen drei Newsartikeln steht ein gemeinsamer Megatrend: Es ist **der Sog, ein Strudel, der alle Finanzmarktteilnehmer in den Privatmarkt drängt**. Firmen, Banken, Vermögensverwalter, Versicherungen, Pensionskassen und auch den Retail-Kunden. Wir werden, so die zweite These, gemäss **neuen Benchmarks** investieren, wir werden uns mit **neuen Metriken** anfreunden müssen, unsere Vermögen werden **illiquider**, hoffentlich **lukrativer**, ganz bestimmt **teurer**, **komplexer und intransparenter**.

Ihnen gefallen gewisse dieser Aspekte nicht? Darauf kann die Finanzindustrie leider keine Rücksicht nehmen, zu stark sind die

Anreize, zu hoch der Leidensdruck, zu eindeutig die Trends, zu hoch die Angst unterzugehen. Etwas überspitzt könnte man sagen: es ist die letzte Patrone mancher Finanzhäuser. Der Schuss kann durchaus nach hinten losgehen, das Risiko für alle ist maximal.

Ich habe sechs Monate Material zum Thema gesammelt. Hier die Auswertung. Sie übertrifft die Kapazität eines Artikels bei weitem, deshalb wird es einen zweiten geben. Ich handle die Themen eins nach dem anderen ab, beginnend mit dieser **Korrelation des Monats** und dem **Thema der deformierten öffentlichen Märkte und siegreichen Privatmärkten:**

Exhibit 1: Growth in US public and private companies, 2000-24



Publicly listed US companies are sourced from the World Bank Group and private US VC-backed companies are sourced from PitchBook Data. PitchBook Data defines VC-backed companies as any company with one or more venture capital funding round.

Während es immer mehr privat finanzierte Firmen gibt (gelb), schrumpft die Anzahl kotierter Unternehmen (blau).

Quelle: Morningstar

Es ist ein Bild, das eigentlich eine positive Korrelation darstellen sollte, aber eine **negative** offenlegt: Was hier für die USA gezeigt wird, gilt auch für den Rest der Welt, Anlagekapital und Börsenbewertungen wachsen wie verrückt, die Anzahl Firmen im Privatmarkt hält mit dem Wachstum Schritt, die Anzahl

börsenkotierter Firmen schrumpft jedoch, und zwar dramatisch. Wie oben erwähnt, hat sie sich im angebrochenen Jahrhundert halbiert.

Man kann einwenden, dass die Volumina in den öffentlichen Aktien- und Schuldenmärkten weiterhin dynamisch wachsen und dass die Privatmärkte verglichen zu den öffentlichen weiterhin winzig sind. Das stimmt auf den ersten Blick, ist aber eine Schimäre, denn bedenken Sie folgendes:

Die Grössenverhältnisse sind zwar tatsächlich erschlagend. Belastbare Zahlen existieren für Ende 2024. Sie besagen, dass der globale Markt für Festverzinsliche auf 145 Bio. \$ geschätzt wird. Der globale Aktienmarkt kommt auf 127 Bio., die Bankbilanzen auf über 1000 Bio. und Privatmarktanlagen gemäss dem Privatmarktanbieter Apollo auf lediglich 16 Bio. \$. Und es stimmt, dass die erstgenannten Segmente auch in absoluten Zahlen stärker wachsen als der Privatmarkt. Und ja, Private Debt machte kurz nach der Jahrtausendwende nicht einmal 2% der US-Schulden aus, heute sind es 7%. An den Eigenkapitalmärkten sind wir bereits bei knapp unter 9% für Private Equity.

Privatmärkte wachsen bedeutend dynamischer

Das heisst, das Wachstum der Privatmärkte ist bedeutend dynamischer, und sie wachsen dort, wo es für traditionelle Finanzhäuser weh tut: nämlich dort, wo die Gebühren hoch sind. Die Privatmarktanbieter greifen auf allen Fronten an: Eigenkapital, Investment-Grade-Schulden, Junk Bonds, Leverage Loans, ja sogar CLO, überall bauen sich **schlagkräftige Wettbewerber aus dem Privatmarkt** auf, die erfolgreich flexiblere und teurere Lösungen anbieten. Der Markt für private Kredite

beansprucht bereits grosse Anlagesegmente von Institutionellen, die früher in öffentlichen Märkten investierten.

Zweitens **deformieren sich die öffentlichen Aktienmärkte** seit einiger Zeit in einen unansehnlichen Moloch: Wie bereits dargestellt wird die **Auswahl an Firmen immer kleiner**, und das hat verschiedene Gründe. Die Frischzellenkur für öffentliche Aktienmärkte, die Börsengänge oder kurz IPO, stocken. Auch wenn die IPO-Maschine wieder anzulaufen scheint, ist das Wachstum der letzten Jahre enttäuschend. Das IPO-Volumen war im letzten Jahr immer noch deutlich tiefer als 2021, die Private-Equity-Anbieter haben Mühe, ihre Holdings in Rückflüsse an die Anleger zu konvertieren.

Dann wird das **Listing an einer Börse immer unattraktiver**, da teurer und bürokratischer, für kleine und mittelgrosse Unternehmen fast prohibitiv. Ich kann es fast nicht glauben, aber falls es stimmt, ist es schockierend: So sollen die Kosten für die Aufrechterhaltung des Listings mehrere Prozent des Marktwerts ausmachen, und das jährlich. Die Gesetzespakete Sarbanes-Oxley und Dodd-Frank und die damit einhergehende Compliance kosten gemäss Bloomberg Intelligence in den USA im Schnitt sagenhafte 4,3% des Marktwerts, und das jedes Jahr!

Die regulatorischen Vorgaben ersticken somit einen Grossteil des früher üblichen Drangs von Privaten an die Öffentlichkeit. Dann werden aussichtsreiche Kandidaten für IPO oft gleich von bereits kotierten Unternehmen übernommen, viele interessante Firmen kommen erst gar nicht an die Börse. Ein Beispiel? Seit 2020 hat Microsoft gemäss Bloomberg 23 Akquisitionen vorgenommen, IBM sogar 41. Und zentral: Unternehmen, die früher ein IPO angestrebt hätten, finden heute **im Privatmarkt ein dauerhaftes Zuhause**: Weil sie es können oder weil sie es

wollen, in anderen Fällen wohl auch, weil sie es müssen, speziell wenn sie in Zeiten ultratiefer Zinsen finanziert wurden.

Mehr Privatisierungen als Börsengänge

So fühlen sich kleinere Firmen mit vielen Entwicklungs- und Forschungsaufgaben im öffentlichen Markt benachteiligt. Kapital zum Wachsen gibt es auch im Privatmarkt, das **Alleinstellungsmerkmal des öffentlichen Markts ist weg**. Für lange Zeit. Und als ob dies nicht genug wäre, verlassen viele Firmen den öffentlichen Markt; so übersteigen die Privatisierungen die IPO seit geraumer Zeit deutlich. Erinnern Sie sich an den dritten Artikel von oben? Die Rückführung von öffentlichen Firmen in den Privatmarkt ist enorm lukrativ für die Geldhäuser, die Anreize für die Banken sind klar. Eine LBO-Finanzierung – LBO steht für Leveraged Buyout – kostet schnell 2%, eine öffentliche Anleihe ein paar Basispunkte. Last but not least verengt eine naive Auslegung von ESG das Anlagespektrum weiter, dieses Fass wollen wir hier aber nicht öffnen.

Drittens wird die **Auswahl, die verbleibt, immer problematischer**. Überspitzt formuliert: Die Kleinen verschwinden, einige wenige Grosse werden immer grösser. Auch hier haben verschiedene fatale Trends Einzug gehalten. Die vertikale Mobilität im öffentlichen Aktienmarkt ist gestört, die Konzentration wird in allen Segmenten grösser. Viele Kleine verschwinden und weniger Kleine werden gross. Small Caps sind geradezu eine bedrohte Art. Im Wilshire 5000 waren es im Dezember 2024 noch 3326 Titel, verglichen mit 7526 im Jahr 1998.

Und dies, obwohl in den US-Aktienindizes seit Jahren mehr Mitglieder in das Kleinstsegment herab- als hochgestuft werden. Bei den Grossen ist die Konzentration fast schon grotesk. Tech, Media und Telecom vereinigten im November 2025 unglaubliche 48,9% der Marktkapitalisierung des S&P 500 auf sich, und seit Ende 2022 waren die zehn grössten Unternehmen für fast zwei Drittel des Gewinnwachstums des S&P 500 verantwortlich. Die ungenügende Indexdiversifikation bei Listed Equity ist kein rein schweizerisches Phänomen mehr.

Wertschöpfung wird bereits vor dem Börsengang erzielt

Ein wenig diskutierter, aber ungemein wichtiger Treiber der Deformation der öffentlichen Anlagemärkte ist viertens die Tatsache, dass **Neuzugänge einen Grossteil ihres Wachstums – also der Wertschöpfung – schon vor dem IPO gemacht haben** (siehe zweiten Artikel oben). Wenig überraschend: die IPO werden seltener, aber grösser. Ein wachsender Teil der Wachstums- und Wertschöpfungs-Story findet nicht mehr im öffentlichen Segment statt, sondern im vorgelagerten Privatmarkt. Statt vor Kraft strotzende Kinder kommen ausgelutschte, adipöse Erwachsene aus den Privatmärkten an die Aktienindizes. Die Frage stellt sich: verliert der öffentliche Aktienmarkt einen Teil seiner Daseinsberechtigung?

Fünftens, und überaus aktuell, rollt eine mächtige Hyperscaler-Emissionslawine in die öffentlichen Anleihenmärkte, die Hunderten von Milliarden von Neuemissionen zur Finanzierung eines fragwürdigen Rat Race zur Erlangung des allgemeinen KI-Nirwanas werden das Gefüge der Bondindizes deutlich verändern. Nach den Aktienmärkten werden also auch die Schuldenmärkte immer technologiellastiger. Statt mit den Zinsen

drohen die Bondmärkte immer mehr **mit den Aktien und Kreditrisikoprämien von IT-Firmen zu korrelieren**. Die Risikoprämien dieser neuen Schuldtitel wirken für sich genommen attraktiv. Hinter fast jeder dieser Milliarden-Ausleihungen steht aber ultimativ ein Blue-Chip-Unternehmen, mittelbar oder unmittelbar, explizit oder implizit, oft auch nur dem Gerücht nach. Wer weiss heute noch, wer wen finanziert, bürgt, garantiert?

Das Zerrbild ist demnach ein zunehmend **konzentrierter, immobilier, immer weniger diversifizierter öffentlicher Markt**, der die **Korrelationsrisiken stetig erhöht**. Wenn eine Firma in den USA wie derzeit Nvidia so hoch bewertet wird wie sämtliche Firmen in der Schweiz und Deutschland zusammen, hat der internationale Investor ein Problem.

Ein Grund, warum ich The Market so schätze, sind die Interviews mit Aktienstrategen und Fondsmanagern, die mit Enthusiasmus von ihren Stock Picks berichten. Diese Leute sind auch im aktuellen Umfeld fähig, vitale, diversifizierte Portefeuilles zu bauen. Gleiches gilt natürlich auch für die Portfolios von The Market. Jeder andere aber ist abhängig von den unperfekten ETF-Indizes, die die oben erwähnten Probleme eins zu eins weitergeben.

Auch Anlegerseite deformiert sich

Ein weiteres lohnendes Thema wäre der Umstand, dass auch die **Anlegerseite in den öffentlichen Märkten immer deformierter** wird. Hier tummeln sich immer mehr mächtige institutionelle Anleger, davon immer mehr solche, die ohne Rücksicht auf den inneren Wert kaufen, seien es Staatsfonds, Notenbanken oder passivierte Pensionskassen. Zudem dürfte in den USA heute

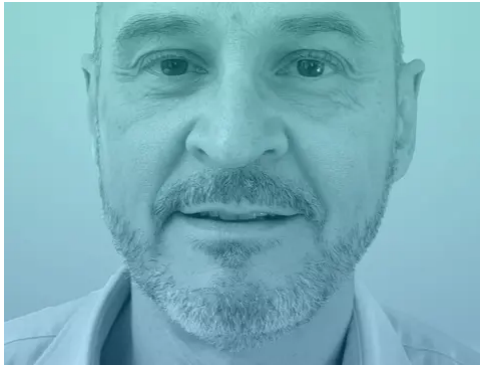
bereits die Hälfte des Floats bei Aktien in den Portfolios der ETF liegen.

Diese ETF sind wiederum brutal konzentriert, und Blackrock verwaltet 14'000 Mrd. \$ in ETF. Das ist auch so ein ultimativer Brandbeschleuniger, wenn es wieder einmal krachen sollte. «Wenn die Anleger zusätzliches Geld in ein Indexprodukt einzahlen, fließt das meiste Kapital in die ohnehin schon dominierenden Mega-Caps – was das Klumpenrisiko weiter vergrößert», zitiert die NZZ Florian Weigert von der Uni Neuenburg. Was aufwärts gilt, dürfte auch abwärts gelten.

Habe ich bei Ihnen eine Depression ausgelöst? Im kommenden zweiten Teil schreibe ich über eine Erfolgsgeschichte. Eine bittersüsse allerdings.

P.S. Wer sich für das Thema interessiert, das hier und in den folgenden Beiträgen ausgerollt wird, kann sich für eine Literaturliste an mich (j.lutz@pkassets.ch) wenden.

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****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

**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



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.