

MEINUNG

Neue Anlagewelt: Ist die finanzielle Massenvernichtungswaffe zurück?

Die Zauberlehrlinge der Investmentbanken arbeiten am Brandbeschleuniger der nächsten Finanzkrise. Wegen stark gestiegener Risiken droht ein Korrelationsverstärker par excellence. Mutmasslich zuvorderst dabei: UBS und Partners Group. Warum bloss?

Jürg Lutz

31.08.2026, 00.18 Uhr

Am 19. Juli erschien auf der Seite der Nachrichtenagentur Bloomberg ein unscheinbarer Artikel von Scott Carpenter (*Wall Street Alchemists Tap Insurers to Unfreeze Private Markets*, hinter der Bezahlsschranke von *Bloomberg*), den ich mit Interesse las, aber für so absurd hielt, dass ich dahinter wahlweise eine Zeitungssente oder eine Spitze der Londoner City gegenüber dem Schweizer Finanzplatz vermutete.

Als dann drei Tage später die Bestätigung kam in Form eines exzellenten Artikels von Beat Schmid beim Schweizer Online-Wirtschaftsmedium Tippingpoint wusste ich, dass ich auf etwas gestossen war, das an **Brisanz kaum zu überbieten** ist und gleichzeitig **perfekt** in meine Artikelserie «Neue Anlagewelt» passt. Dazu später mehr.

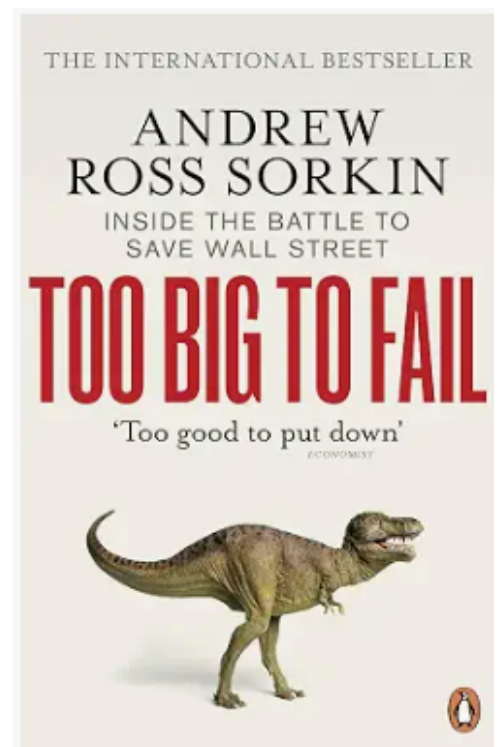
Haben Sie schon einmal von der «**Monoliner-Katastrophe**» gehört? Nein? Sagt Ihnen das Wort «**Insurance Wrapper**» etwas?

Der Reihe nach. Die Geschichte hinter der aktuellen Story bringt uns in die heisse Phase der Grossen Finanzkrise zurück, in das Jahr 2007, als aus einer Hypothekenkrise ein finanzieller Flächenbrand entstand. Ground Zero der Ansteckung, des ultimativen Spillovers, war eine Gruppe von verschwiegene, weitgehend unbekannten Versicherern: den «**Monolinern**», quasi die sieben Schwestern der Apokalypse. Sie sind entschuldigt, sollten Ihnen Namen wie MBIA oder Ambac nichts sagen.

Die Schlagzeilen «bekamen» die Investmentbanken Bear Stearns, Merrill Lynch und Lehman Brothers, der Versicherer AIG sowie die Hypothekenverbrüder Fannie Mae und Freddie Mac. Selbst im Standardwerk für die Grosse Finanzkrise, «Too Big To Fail» von Andrew Ross Sorkin, werden die sieben Schwestern nur stiefmütterlich behandelt. Komplet zu Unrecht, die Story liest sich wie ein Krimi.

Die sieben Schwestern betrieben ein einziges Geschäft, die Versicherung von Schulden, zunächst bei der konservativen Finanzierung von Kommunen. Niedrige Margen, geringe Risiken, wenig Eigenkapital. Aber wie so oft löste eine ungeschickte Deregulierung das Kippen einer Dominokaskade aus, die erst erkannt wurde, als es bereits zu spät war.

Die Aufsicht gestattete den Monolinern ab der Jahrtausendwende, ihr Geschäft in das Feld der komplexen Finanzkonstrukte zu verbreitern, was diese taten. Sie versicherten mit ihren **Insurance Wrappers** CDO und CDO Squared, sie verkauften Versicherungsschutz mit CDS auf diese CDO und



Das Standardwerk zur Grossen Finanzkrise: «Too Big To Fail» von Andrew Ross Sorkin

sie kauften in ihrer Verblendung mit ihren Barreserven diese Tranchen, die sie selbst versicherten, gleich noch auf.

Damit wechselten sie von granularen, stabilen Kommunalrisiken zu – wie sich herausstellen sollte – hochkorrelierten, systemischen Kreditrisiken. Mit fatalen Folgen. Die Risiken, die die Monoliner mit ihren «Insurance Wrappers» und den CDS eingingen, explodierten und führten direkt zur Grossen Finanzkrise. Von den sieben Schwestern blieb eine übrig, in verzweigter Form. Die anderen: Pleite, notverkauft, ausgelöscht, abgewickelt.

Wenn Sie sich für dieses im kollektiven Gedächtnis der Finanzmärkte etwas verdrängte Thema interessieren, habe ich für Sie diese Präsentation zusammengestellt, die ich als Skript für diesen Artikel verwendet habe. Sie sollte (fast) keine Frage offenlassen, die Lektüre lohnt sich!

Einstimmig sind die Experten in der Meinung, dass die Krise der Monoliner zusammen mit AIG, die in ähnlichem Fahrwasser unterwegs war, aus einer Solvenz- eine Liquiditätskrise machte. Und darin, dass die Krise von einem Marktsegment in ein komplett anderes übersprang. Der Rest ist Geschichte und mündete in den Kollaps von Lehman Brothers.

Die erwähnte Präsentation klärt ebenfalls den inflationären Gebrauch des Begriffs «Insurance Wrapper». Da wäre zunächst die Lebensversicherungspolice. Darum geht es hier definitiv nicht. Auf zwei weitere Bedeutungen dieses Begriffes sind wir in früheren Artikeln der Serie gestossen: Die Überführung eines Portfolios in ein «Special Purpose Vehicle» und die Tranchierung des Produkts habe ich Ihnen im letzten Artikel (hoffentlich) nähergebracht. Die Senior Tranche ist so ein «Wrap».

Der Begriff wird aber auch bei der Rückversicherung im Bermuda-Dreieck verwendet, denn die Zession der Risiken vom Lebens- zum Rückversicherer in Bermuda ist ebenfalls ein «Wrap». Bleibt die **vierte Verwendung**: Die **Versicherung einer Tranche**, die sonst nicht das angestrebte Kredit-Rating erhält. Das ist das Geschäft der Monoliner, auch umschrieben mit dem unverfänglich tönenden, einlullenden, Vertrauen verströmenden Begriff «Bond Insurance». Seit 2007 ist er bei Eingeweihten allerdings ein Fluch, dachte man.

Und nun dies: Die grösste Bank und der grösste Privatmarktanbieter der Schweiz, UBS und Partners Group, sollen gemäss den Artikeln von Carpenter und Schmid im Aufbau von ebensolchen Financial Wrappers, Marke «Bond Insurance», an vorderster Front aktiv sein. Ich erspare Ihnen hier die komplexen Details, sie sind in der Präsentation und in den zwei Artikeln erklärt.

Nur so viel: Es geht um **das gleiche Prinzip wie bei den Subprime-Hypotheken, nur mit einem neuen Underlying**: Private Debt. Beide Segmente sind unter Anlagequalität eingestuft («Junk»), aber zugegebenermassen schwer vergleichbar. Es erstaunt, dass insbesondere die UBS hier federführend sein soll, zumal sie von Colm Kelleher geführt wird. Während die heutigen Zauberlehrlinge im UBS Investment Banking 2007 wohl noch auf dem Kinderspielplatz herumtollten, befand sich Kelleher damals auf dem Ground Zero der Grossen Finanzkrise.

Im Buch «Too Big To Fail» wird er immer wieder erwähnt. Er war einer von wenigen Auserwählten, die zusammen mit den Grossbanktitane, Regulatoren und Notenbankern die drohende Kernschmelze und das Ende der Finanzwelt live beobachten konnten. Er war Teil des innersten Zirkels und wohl für sein Leben gefeit davor, die Fehler der Monoliner und von

AIG zu wiederholen. Dachte ich jedenfalls und staune jetzt dafür umso mehr.

Ich habe am Anfang des Artikels geschrieben, dass diese Geschichte perfekt in den Rahmen meiner Artikelserie «Neue Anlagewelt» passt. Sie erinnern sich, es geht darin um die sechs dominierenden Risiken der Weltfinanz, die da sind:

1. Private Debt Exuberance: das Risiko, dass die Underwriting-Standards zu lasch waren und sind
2. Private Equity und Software: das Risiko einer Obsoleszenz einer Vielzahl von Private-Equity-Investments
3. Die CLO-Maschine: das Risiko des Versiegens der Private-Equity-Finanzierungsmaschine
4. Das Bermuda-Dreieck: das Risiko des Implodierens von US-Lebensversicherern
5. Die SRT-Finanzierungsschleife: das Risiko des unerwarteten Heimfalls von abgesicherten Risiken zu den Banken
6. Die grosse KI-Wette: das Risiko von wertlosen Schulden

Die sechs Einzelrisiken wachsen schnell, zum Teil fast ungebremst, wir reden in der Mehrzahl der Fälle nicht mehr von Milliarden, sondern von Billionen Dollar. Die Brandschneisen zwischen den Risiken wachsen mit brennbarem Laub zu. **Die Insurance Wrapper könnten zu diesem brennbaren Laub werden.** Sie betreffen **alle** der erwähnten Risiken: Risiko 3, die CLO, sind Wrapper. Im Risiko 4, dem Bermuda-Dreieck, ist der Wrapper ein integraler Bestandteil der Architektur. Sodann ist das Risiko 1, Privat Debt, das Underlying des von uns in diesem Artikel eingeführten Insurance Wrappers des Typs «Monoline». Viele der Loans in diesem Konstrukt sind Software-Ausleihungen (Risiko 2).

Und die ultimative Pointe führt uns zum Risiko 5, ich komme am Ende des Artikels darauf zurück. Über allem thront Risiko 6, die «grosse KI-Wette», die sich in vielen Verästelungen in alle anderen Risiken eingefressen hat. Es würde nicht erstaunen, wenn (schwer veräusserbare) private Finanzierungen von Rechenzentren ihren Weg in die CFO finden. CFO steht für Collateralized Fund Obligations, es handelt sich dabei um ein Bündel von Private-Debt-Funds, die tranchiert werden, wobei die Senior Tranche versichert wird; sie ist das Underlying der neuen Wrapper. Es ist kein Zufall, dass bei der Beschreibung der neuen Anlagewelt die Wörter «SPV», «Tranche», «Wrapper», «Off-Balance Sheet» und «mehrfacher Leverage» immer wieder auftauchen. Sie sind die speziellen Ingredienzen in dieser trüben Suppe.

Haben wir es **hier und jetzt** mit einer **Massenvernichtungswaffe** zu tun?

Einiges spricht **dafür**: Es ging schon einmal schief, wir haben also einen Präzedenzfall. Die angedachten Strukturen von UBS und Partners Group sollen gemäss unbestätigten Gerüchten drei Ebenen von Leverage zusammenführen: Ausleihungen an hochverschuldete Firmen, gebündelt in einem gehebelten Fonds, zusätzlich gehebelt durch Tranchierung.

Können Sie sich vorstellen, wie schnell eine auf drei Ebenen gehebelte Struktur im Worst Case von Verlusten aufgefressen wird? Was taugt ein Investment-Grade-Rating, wenn die Wahrscheinlichkeit eines negativen Ereignisses zwar klein ist – daher das hohe Rating –, aber im Fall der Fälle der Leverage die Wirkung einer Neutronenbombe hat? Das ist Stoff für einen nächsten Artikel.

Doch macht es Sinn, illiquide Papiere in illiquiden Fonds zu sammeln und sie in illiquide Tranchen mit dreifachem Leverage zu verwandeln? Ihre

Meinung ist so gut wie meine, meine ist gemacht. Die Versicherung von hochkomplexen finanziellen Strukturen liegt zweifelsfrei im Trend, ein schnelles Wachstum ist wohl ausgemacht. Zudem: Das Underlying, Private Debt, hat noch keinen Stresstest hinter sich und noch keinen adversen Zyklus durchgemacht. Dass die Rating-Agenturen sich mit ihren unzulänglichen Modellen eine goldene Nase verdienen, spricht Bände.

Es gibt aber auch Grund zur **Entwarnung**: Wir reden von einer **Nische**. Das Volumen ist zwar unbekannt (kein Scherz), dürfte aber (noch) gering sein. Dazu kommt ein Umstand, der im letzten Artikel das Hauptthema war: Auch in diesem Bereich wurden Schutzwälle aufgebaut. Die Fonds, die das Fundament der neuen Produkte bilden, sind mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit **fristenkongruent finanziert**. Damit ist ein Run auf das Underlying erschwert, ein wichtiger Grund für Optimismus. Allerdings ist auch hier ungewiss, welche kreativen Konstrukte die Investmentbanken in Zukunft noch austüfteln werden.

Und wer sind die neuen Monoliner? Es sind nicht mehr One-Trick-Ponies im falschen Gehege wie 2007, sondern diversifizierte Versicherer. Andererseits: Gibt Ihnen ein Name wie «Nationwide Mutual Insurance» mit Fokus auf Auto und Immobilien ein gutes Gefühl? Ich muss hier anführen, dass Nationwide die Mitarbeit im UBS-Partners-Group-Projekt in Abrede gestellt hat, aber in dieser Branche tätig ist. Zu guter Letzt schläft die Aufsicht nicht; sie hat bereits Kapitalanforderungen verschärft. Ich weiss nicht, wie es Ihnen ergeht, aber mein Vertrauen ist diesbezüglich begrenzt.

Fazit: Insurance Wrapper der Marke UBS/Partners Group/Nationwide erhöhen die Korrelation in unserer Matrix der sechs grossen Finanzrisiken. Bleibt der Bereich klein, sind sie immer noch ein Brandbeschleuniger, möglicherweise aber nur eine Fussnote der nächsten Grossen Finanzkrise.

Wächst der Bereich stark, bleiben sie Brandbeschleuniger. Sie werden damit kaum zum Brandverursacher, aber eine spürbare Erhöhung der Korrelation braucht die Welt definitiv nicht.

Insurance Wrappers können zu mächtigen Korrelationsverstärkern werden. Wir verfügen über **vier Tests**, die klären, ob die Gefahr zunimmt oder niedrig bleibt:

1. **Die Garanten:** Wie gross ist das Bond-Insurance-Geschäft verglichen zu ihrer Bilanz?
2. **Wer kauft die Papiere?** Sind es stark gehebelte Anleger?
3. **Was sind die Restriktionen der Käufer?** Müssen sie verkaufen, wenn das Investment-Grade-Rating in Gefahr ist?
4. **Wie gesund ist Private Debt?** Erodieren die Underwriting-Standards?

Sind Insurance Wrapper also die nächste «finanzielle Massenvernichtungswaffe»? Noch nicht. Und in Zukunft? Sie kennen den Katalog mit den vier Fragen. The jury is out.

Eines ist sicher: Kommt es zur nächsten Grossen Finanzkrise, liegt der Grund sicher in einer zunehmenden Korrelation.

Wer mit der Korrelation flirtet, wird von ihr geheiratet.

P.S. 1: Wenn Sie meine Artikel der Serie «Neue Anlagewelt» regelmässig lesen, ist es Ihnen bestimmt aufgefallen: Die Serie sollte schon lange beendet sein. Bitte tragen Sie es mir nicht nach, dass mich mein Enthusiasmus immer weiter vom Ende wegtreibt.

P.S. 2: Ich schulde Ihnen noch die ultimative Pointe: Wenn Sie denken, dass es nicht schlimmer und komplizierter gehen kann, seien Sie sicher, dass die Alchemisten in den Finanzabteilungen immer noch einen draufsetzen: das neueste Produkt heisst «SRT-Repack». Es ist die Tranchierung und Versicherung eines Bündels von SRT-Mezzanine-Tranchen. Ein Produkt, das auch die Grenzen meiner Vorstellungskraft sprengt. Ich habe es in stundenlanger Zwiesprache mit einem LLM mit französisch klingendem Namen zu ergründen versucht. Wenn Sie eine Beschreibung wollen, schicken Sie mir ein E-Mail an j.lutz@pkassets.ch.

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.
