

## MEINUNG

**Korrelation des Monats: Kommt es zur Amazonisierung der Kreditvergabe?**

Private-Debt-Industrie und Banken dringen zunehmend in das Geschäftsfeld des anderen ein. Das wirft die Frage auf, wer sich bei der Kreditvergabe durchsetzt. Es wird grosse Gewinner und Verlierer geben.

Jürg Lutz

14.08.2025, 03.00 Uhr

**Welche ist für Sie die wichtigste und einflussreichste Geschäftsbank der Welt?**

Mir kommt da **JPMorgan** in den Sinn. In den letzten zwanzig Jahren hat die Firma die Bilanz vervierfacht, die Marktkapitalisierung verfünffacht und den Profit versiebenfacht. Dies unter der Leitung des Jahrhundertbankers Jamie Dimon. Das Institut ist heute so gross wie Bank of America, Goldman Sachs und Morgan Stanley zusammen. So viel zum Thema «Too Big To Fail». Sollte Dimon unter das Tram kommen, ist nicht auszudenken, was passiert, falls dieser Koloss so schlecht geführt wird wie Drexel Burnham Lambert, Lehman Brothers oder Wells Fargo.

Eine zweite legitime Kandidatin ist die **Gruppe der «China Big Four»**, also Bank of China, China Construction Bank, Industrial

and Commercial Bank of China und Agricultural Bank of China, welche die Politik des Politbüros in der chinesischen Binnenwirtschaft durchsetzt.

Eine dritte Kandidatin wäre **BlackRock**, die grösste Vermögensverwalterin der Welt mit ungeheurem potenziellem Einfluss auf Unternehmen weltweit.

Ich persönlich setze auf einen **Herausforderer**, der zugegebenermassen noch nicht die Wasserverdrängung der oben genannten Institute erreicht hat, aber die Finanzwelt umkrepelt: **Apollo Global Management**. Merken Sie sich diesen Namen. Apollo ist einer der Nutzniesser der «goldenen Ära des Private Credit».

Sie mögen einwenden, Apollo sei gar keine Bank. Sie haben recht, Apollo ist eine Parabank, ein Schattengewächs. Ausserhalb der wichtigen Bankenregulierungen angesiedelt, gilt Apollo als grösste Private-Debt-Firma der Welt. Durch den strategischen Zusammenschluss mit Athene, einem grossen US-Lebensversicherer, hat Apollo Zugang zu dauerhaftem, bilanziell gebundenem Kapital – ein Riesenvorteil gegenüber Fonds, die Kapital einsammeln müssen. Damit ist Apollo die Kreditbank der Zukunft – aber ohne Bankenregulierung. Quasi die Berkshire Hathaway der Banken.

Kurz: Apollo ist eine Bank. Einfach ohne Depositen. Und was sie so interessant macht: Apollo ist **überall** dort präsent, wo sich an den schnell wachsenden globalen Märkten für Unternehmensschulden neue **Megatrends** eröffnen, die potenziell alles verändern werden, wie ich in der Folge darlegen werde.

Dies ist die zweite **Korrelation des Monats zur Auseinandersetzung zwischen Banken und Private-Debt-Industrie**. Ich habe im ersten Teil dargelegt, wie sich Banken und Private Debt mit ihren Gassenhauern **BSL** (Broadly Syndicated Loans) und **DL** (Direct Lending) den frei gewordenen Kuchen aus der Regulierung Basel III aufgeteilt haben, keineswegs friedlich, und dass aktuell so etwas wie ein **Gleichgewicht der Kräfte** herrscht.

### **Teile und herrsche... und verschmelze?**

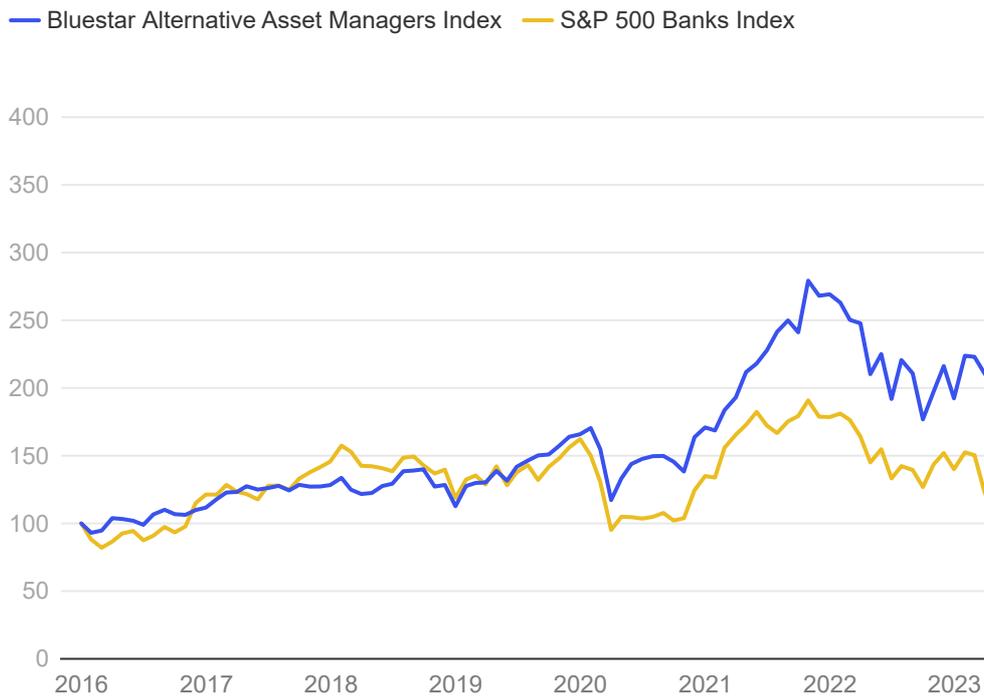
Private Debt hat sich mit DL den «middle market» geschnappt, Unternehmen mit einem Rohgewinn (Ebitda) unter 75 Mio. \$, die Banken beherrschen mit BSL den «upper middle market» und das Segment der Large Caps. Die Bankensyndikate sind effizient, günstig, transparent und können grösste Volumina stemmen, sie liefern die Bausteine für komplizierte Megastrukturierungen. Private Debt ist schnell, zuverlässig, flexibel, vertraulich, eher für nicht geratete, illiquide Finanzierungen. Der Konflikt zwischen Banken und Private Debt ist nicht ausgestanden, so drängen beide in Geschäftssparten der anderen Partei.

### **Korrelation des Monats: Banken vs. Parabanen**

Erstaunt es da, dass die Aktien von Banken und Schattenbanken seit geraumer Zeit hoch korreliert sind? So weisen die Aktienkurse der «Alternativen Vermögensverwalter» und der Banken in den USA eine hohe Korrelation von 0,72 auf (basierend auf der rollenden Korrelation über drei Jahre seit 2015). Wie sehr den Banken der neue Herausforderer weh tut, ist an der relativen Performance abzulesen:

## Private Debt hat die Nase vorn

indexiert



Grafik: themarket.ch • Quelle: PK Assets

Aber überall, wo es Konflikte gibt, bildet sich auch **Kollaboration** aus. Ein Beispiel?

**Citigroup und Apollo** vereinbarten 2024 eine Zusammenarbeit, die so funktioniert: Citi bringt Kunden, die keine Bankprodukte haben können oder wollen, Apollo bedient sie. Apollo zahlt der Bank eine Fee. Tönt erniedrigend für die Bank, ist es aber nicht unbedingt, denn es kristallisiert die Marschroute der beiden Gebilde: Private Debt will in allen Schuldenkategorien präsent sein, die Banken ändern ihren Business Case weg von Zinsen, hin zu Fees.

«Apollo is working with bankers to shake up the industry», schrieb Bloomberg, und das Finanzportal hat recht, es ist ein **Paradigmenwechsel**. Ein wohl folgenreicher. Ebenso die Bemühung Apollos, einen **Marktplatz für Private Debt** zu

errichten. «If the efforts are successful, ‹private credit› may become an increasingly redundant descriptor», schreibt Bloomberg. Die Schranken fallen. Nicht überraschend war es Apollo, die in diesem Jahr den ersten **Private-Credit-ETF** lanciert hat. Und Apollo ist auch bei **CFO** aktiv, bei Collateralised Fund Obligations, einem direkten Konkurrenzprodukt zu den CLO, also den Distributionsvehikeln für Bankprodukte. Und ja, Apollo kauft den Banken auch **SRT** ab.

Und damit sind wir bei den **Megatrends** angelangt, die in den globalen Märkten für Corporate Debt entstanden sind.

### Die sechs Megatrends in Corporate Debt

- Der durch Basel III ausgelöste Angebotsboom von Bankensyndikaten und Private Debt hat die **Konjunktur gegen die höheren Zinsen immunisiert**. Vielleicht ist diese Angebotsausweitung die Antwort auf die Frage, warum die hohen Zinsen die Konjunktur speziell in Amerika nicht stärker beschädigen. Denn es gibt klare Indizien, dass diese neuen Finanzierungsformen die Lebenszeit von angeschlagenen Unternehmen verlängern, sie reduzieren die Bankrotte, aber ebenso die Wiederverwertungsraten der Schulden fallierter Unternehmen. «Covenant Light» und «Liability Management Exercise» bei BSL sowie «Payment in Kind» bei DL verlängern die Lebenszeit von Unternehmen eindeutig.
- **Die Finanzmärkte werden privater**. Private Debt hat massive Marktanteile gewonnen, private Unternehmen sind nicht mehr auf einen Börsengang angewiesen, um auch grosse Summen an Kapital zu erhalten. Gleichzeitig nimmt die Anzahl kotierter Aktiengesellschaften ab. Beispielsweise hat

sich die Zahl der börsennotierten Unternehmen in den USA seit den späten 1990er-Jahren nahezu halbiert. Delistings, rückläufige Börsengänge: auch grosse Firmen bleiben länger oder permanent privat.

- **Die Finanzmärkte werden komplexer und konzentrierter.**  
Auch komplizierte Projekte können heute viel Kapital anziehen, und komplexe Lösungen für Infrastruktur und Rüstung werden die Norm statt die Ausnahme. Zudem werden die Finanzprodukte eindeutig tranchierter. Mit CLO, CFO und Rated Feeders geht der Finanzmarkt an die Grenze des Machbaren. Die grossflächige Finanzierung der Banken von Private Debt, die ihrerseits die Bankausleihungen wieder rückversichern (Significant Risk Transfers), wirken wie eine gigantische Tranchierung der globalen Unternehmensschulden. Dieser Zirkelschluss ist ein gigantisches Experiment, in **diesem Beitrag** detailliert dargestellt. Ist es da Zufall, wenn nicht nur die Bankenwelt, sondern auch Private Debt immer **konzentrierter** werden und das Geld fast nur noch zu den Grossen fliesst? Auch hier wird die vom Regulator angestrebte Atomisierung der Risiken zunehmend hintertrieben.
- **Private Debt wird «öffentlicher»: Die Illiquiditätsprämie – und vielleicht Private Debt? – verschwinden.** Für Private Debt ist das Segment der **Privatkunden**, nach Infrastruktur, die zweite wichtige New Frontier, um weiter zu wachsen. **Private-Debt-ETF** sind ein klares Zeichen eines unumkehrbaren Trends der Penetration in neue Märkte. Der Privatkunde ist aber nicht bekannt dafür, langfristig zu investieren. PD muss somit «liquidere» Lösungen anbieten. Wenn ein Sekundärmarkt für PD entsteht, verflüchtigen sich aber die Illiquiditätsprämien sowie die Illusion der Preisstabilität und auch der intransparente Charakter von PD. Man kann sich mit Fug und Recht fragen: **Verschwindet**

**damit Private Debt?** Den Banken kommt dieser Trend gelegen, eröffnet sich doch für sie ein komplett neuer Markt, in dem sie Market Maker werden können. Von den ursprünglichen Vorteilen des Herausforderermarkts bleibt immer wenig übrig, so das Kalkül der Banken.

- **Private Debt und Bank Debt konvergieren.** Speziell der Push von PD in Investment-Grade-Finanzierungen sorgt für Konvergenz, aber auch der Vorstoss ins Privatkundengeschäft. Insbesondere bei Infrastruktur ist das Potenzial für die Zukunft auszumachen: Die Projekte sind oft langfristig, reguliert, kapitalintensiv und Investment-Grade-nah. Das eröffnet viele offene Fragen: Wohin gehen die Fees? Die Transparenz? Wird Investment Grade insgesamt intransparenter? Steigt die Standardisierung von Private Debt?
- **Das Risiko verlagerte sich von den Banken ins Schattenbanksystem...und kehrt zurück.** Wenn Banken grossflächig Private Debt finanzieren, unterhöhlt dies potenziell den Sinn der Bankenregulierung im Zuge der Grossen Finanzkrise. Banken und PD sind dermassen eng verwoben, dass eine PD-Krise eine Bankenkrise verursachen könnte. Wir haben das an **anderer Stelle** besprochen und belassen es hier dabei zu erwähnen, dass Archegos gezeigt hat, wie gross die blinden Flecken in der Überwachung des Schattenbanksektors bis heute immer noch sind.

Wenn diese Megatrends weitergehen, dann steht am Firmament eine **völlige neue Architektur der Finanzmärkte**.

Lassen Sie mich kurz **brainstormen**:

Wenn Banken und Private Debt es schaffen, ihre Vorteile zu bündeln, dürfte sich die globale Allokation von Kapital in produktive Unternehmen komplett verändern, mit ungewissem Ausgang für die Beteiligten.

Stehen wir vor einer «**Amazonisierung der Kapitalvergabe**»? Ich glaube, wir stehen vor dem Übergang von der bilanzbasierten zur plattformgesteuerten Finanzierung: Anbieter und Nachfrager treffen sich auf einer Plattform statt bei Banken oder Private-Debt-Unternehmen. Die grosse Frage: Wer wird Plattformbetreiber? Die Banken? Private Debt? Dritte? Läuft es wie bei Amazon, dann muss sich der blasse Lieferant warm anziehen.

Oder kommt das «**Netflix für Kapital**», optimiert durch KI? Banken und PD schaffen eine gemeinsame Oberfläche mit einem breiten Angebot ohne Drittplattformbetreiber, es entsteht ein permanentes «Menu on Demand» für Schuldner und Endinvestoren.

Das Ziel scheint klar die komplette Öffnung zu sein: «**Kapital von allen für alle**» und damit noch einmal massiv mehr Schulden, da mehr Unternehmen auch ausserhalb der hochprofitablen Sektoren oder mit schwächerem Kreditprofil Zugang zum Kapitalmarkt erhalten. Besonders Start-ups, Midcaps oder Wachstumsunternehmen profitieren von flexibler Strukturierung und risikobereiterem Kapital. Dadurch bekommen zuvor marginalisierte Projekte oder Unternehmen – etwa in Schwellenländern oder innovativen Nischen – Zugang zu Finanzierung, der ihnen zuvor verschlossen war. Nicht nur institutionelle, sondern künftig auch semi-professionelle und private Anleger erhalten Zugang zu exklusiven Private-Debt-Transaktionen, etwa über tokenisierte Kreditfazilitäten.

KI sorgt für eine **unmittelbare** Bonitätsanalyse und einen perfekten Match: «**Credit on Demand, Just in Time**»: Stets verfügbare Kredite in Echtzeit, angepasst an Liquiditätsbedarf, Cashflow-Entwicklung oder KPI, ersetzen die bisherigen Banklimiten, nur flexibler, schneller, besser, auch für Kleinst- und Grösstvolumen.

«**Bauchladen: alles für jeden, tokenisiert, gerne auch per App**»: die volle Bandbreite aller Banken- und PD-Produkte aus einer Hand, alles liquide, alles tokenisiert, alles flexibilisiert, investierbar auch für Privatkunden über eine App.

«**Finanz-Charcuterie: Tranchierung on Demand**»: Automatisierte Generierung von Tranchenprodukten, von ultrasicheren Senior Loans bis zu hochverzinslichen, illiquiden Spezialtransaktionen, für alle Beträge, für jeden Attachment und Detachment Point, jede Laufzeit, für jeden Anleger, sei es Bank, Institutioneller oder Retail-Kunde.

**Für die Banken geht es ans Lebendige:** Werden sie Plattformbetreiber, Kreditmakler oder obsolet? Werden die Banken zu Kunden oder zu Anbietern der Plattformlösung? Vereinnahmen sie den Grossteil der Fees oder nur die Brosamen? Braucht es die Bank überhaupt noch, wenn alles über eine App läuft? Kommt die **ultimate Disruption für die Bankenwelt?**

Und von der Stable-Coin-Revolution haben wir noch gar nicht gesprochen...

Woran kann es scheitern? Direct Lending und Broadly Secured Loans müssen gewisse Krankheiten ausmerzen. Ich habe im

ersten Teil auf Schwachpunkte von Private Debt hingewiesen. Diese bestehen in der Tat, allen voran ist «Payment in Kind» zu nennen, die Tendenz, Zinszahlungen durch zusätzliche Schuldtitel abzulösen. Aber auch Direct Lending hat Problematiken, insbesondere LME, «Liability Management Exercices», intransparente Abmachungen zwischen Schuldner und Gläubigergruppen zur Abwendung eines Defaults, und generell die Tretmine «covenant light». Können diese Krankheiten nicht ausgemerzt werden, bleibt der Kern der Verschmelzung kontaminiert. Es bleibt zu hoffen, dass der Markt nicht den zweiten vor dem ersten Schritt macht.

**P.S.** Apollo arbeitet an einer Plattform namens Atlas. Ein stimmiger Name. Atlas war einer der Titanen, die gegen die olympischen Götter kämpften. Passt doch ins Bild, oder? Merken Sie sich auch diesen Namen.

Haben Sie Interesse an den tieferen Zusammenhängen? Ich habe Ihnen eine **Präsentation** über all diese Themen zusammengestellt inklusive Literaturliste. Viel Vergnügen!

## 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****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

**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



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.