

MEINUNG

Neue Anlagewelt: Den Pensionskassen droht ein Scherbenhaufen, wenn dereinst die Korrelation zunimmt

Die derzeitigen Entwicklungen haben das Potenzial, eine neue Finanzkrise auszulösen. Ein hypothetisches Gutachten an den Stiftungsrat einer Pensionskasse vom Dezember 2028 zeigt die Fallstricke der neuen Anlagewelt.

Jürg Lutz

24.09.2026, 03.13 Uhr

Sehr geehrte Mitglieder des Stiftungsrats,

hierbei unterbreite ich Ihnen meinen **unabhängigen Rechenschaftsbericht** zu den Untersuchungen der Vermögensanlagen der Pensionskasse per Ende des dritten Quartals 2028, der Ihnen eine Grundlage zur Diagnose der **deutlichen Unterdeckung** der Stiftung verschaffen soll.

Ich werde Ihnen die Ergebnisse meiner Abklärungen pro Vermögensklasse präsentieren, gefolgt von einigen generellen Ausführungen zur

Aufarbeitung der besorgniserregenden Entwicklung der Anlageperformance.

Um Ihnen die Beurteilung der Vorgänge in den Anlageklassen zu erleichtern, möchte ich zunächst auf **drei wichtige Trends hinweisen**, welche die Entscheidungsträger im Anlagegremium in den letzten Jahren offensichtlich überfordert haben:

1. Zunehmende Komplexität der Finanzmärkte: Es ist kein Zufall, dass mehrere Anlagen und Produkte für einen Milizstiftungsrat und einen Anlageausschuss ohne Spezialwissen in ihren Risiken und Mechaniken nicht mehr durchschaubar und nachvollziehbar sind, ebenso wie übrigens für die meisten Verkäufer der Produkte. Es hat einige Zeit gebraucht, die Natur der Anlageprodukte im Stiftungsportfolio zu verstehen. Fast alle diese Vermögen sind strukturiert und verbrieft, oft in Tranchen, als Ergebnis einer Verpackung von Vermögen in Special Purpose Vehicles (kurz SPV) und einer Neuverteilung des Cashflow-Ablaufs («Tranchierung») unter den Investoren. Dazu beigetragen haben aus heutiger Sicht grotesk schönfärberische Ratings von grossen (Moody's, S&P) wie kleinen Ratingagenturen (KBRA, Egan Jones).

Speziell stossend erscheint mir, dass fast in allen Anlagekategorien bis zuletzt **hoch eingestufte** Vermögen figurierten, die im Underlying aus dem Fremd- und Eigenkapital derselben oder ähnlichen hochverschuldeten Unternehmen **ohne Anlagequalität** bestehen. Der Umstand, dass die Verpackungsindustrie aus Aktien und Anleihen hoch verschuldeter Firmen Produkte mit einem Investment-Grade-Rating geschaffen hat, hat den Anlageausschuss wohl dazu bewogen, die entsprechenden Investments zu tätigen.

2. Leverage in den Produkten: Stiftungsrat und Anlageausschuss äusserten gemäss Protokollen ihr Erstaunen, wie schnell die Preise in einer Reihe von Anlageprodukten sich Richtung Totalausfall bewegten, wie hoch die Handelsspannen bei den Notverkäufen wurden und wie niedrig dementsprechend die Verkaufspreise ausfielen – dort, wo man überhaupt verkaufen konnte. Als Grund hat sich ein wiederkehrendes Muster erwiesen, das in allen Anlagekategorien seine Gültigkeit hat: die enorme explizite und vor allem die implizite, lediglich in Fussnoten dokumentierte Hebelung mittels Fremdkapital in den Produkten, oft über zwei oder sogar drei Ebenen der Strukturen. Dies bringt uns sofort zum dritten Punkt:

3. Korrelation: Sämtliche notleidenden Produkte vereinigten eine zentrale Grundannahme in der Konstruktion: die Annahme, dass die Korrelation an den Finanzmärkten niedrig ist und niedrig bleibt. Der alte Stiftungsrat hat zu seiner Verteidigung in den letzten Protokollen angeführt, dass er darauf geachtet hat, die Risiken im Portfolio zu streuen, und zwar mit dem Eingehen von unkorrelierten Risiken, um so die Schwankungsanfälligkeit des Gesamtportfolios zu reduzieren.

Wie sich gezeigt hat, waren die Risiken keineswegs unkorreliert. Grund war die Überwucherung der einzelnen Risikofelder mit Verflechtungen, die für einen fast augenblicklichen Spillover in sämtliche andere eingegangenen Risiken gesorgt haben. Wie wir jetzt wissen, hat die ganze Kalamität mit der Aufdeckung von **Skandalen bei amerikanischen Lebensversicherern** angefangen. Und zwar bei solchen im Verbund mit Privatmarktanbietern inklusive Rückversicherung in Steuer- und Aufsichtsöasen, und zwar mit der fast plötzlichen Auslöschung von grossen Instituten und Strukturen durch einen kompletten Vertrauenszusammenbruch.

Durch die Verflechtungen und insbesondere durch den **Recapturing**-Event bei den Lebensversicherern und dem folgenden Notverkauf illiquider

Anlagen überrollte die Schockwelle mit ungeahnter Geschwindigkeit alle Bereiche von Private Equity und Private Debt und erfasste auch die Bilanzen und Anlagen der Banken. Betroffen waren auch vieler der Produkte dieser Firmen wie CLO, BDC, SRT, FABN, Private-Debt-Tranchen etc.

Mit zahllosen Rückwärtsschlaufen schaukelten sich die Verwerfungen immer mehr auf, durch den **Zusammenbruch der Kredittätigkeit** erreichten sie dann auch sämtliche Aspekte der Finanzierung des KI-Ausbaus und fast noch schneller die liquiden, öffentlichen Aktien- und Zinsmärkte. Die Überkollateralisierung Ihrer mehrfach gehebelten Anlagen wurde schnell erodiert, was ungeahnte realisierte Verluste möglich machte.

(..)

Liquide Anlagen: Wegen der Minuszinsen in der Schweiz wurden vermehrt kurzfristige Asset Backed Commercial Papers gekauft, die nicht mit realen Krediten, sondern mit Finanzsicherheiten besichert sind. Dieser Markt fiel auf dem Höhepunkt der Zweiten Finanzkrise während Wochen aus. Die **fehlende Verfügbarkeit unserer liquiden Mittel** hat dann auch zum Entscheid geführt, die **verbliebenen, schnell veräusserbaren Aktiensegmente** zu veräußern, um das Gesamtrisiko zu reduzieren; ich komme auf diesen Notverkauf später zurück.

(..)

Immobilien: Die wegen tiefer Verzinsung und hoher regulatorischer Risiken reduzierten Anlagen in inländischen Immobilien wurden in den letzten Jahren durch währungsbesicherte REIT (Real Estate Investment Trusts) im Bereich **Datenzenterfinanzierung** ersetzt, mit dem Ziel, beim

hoch lukrativen globalen Ausbau der künstlichen Intelligenz (KI) mitzumachen. Die Preise dieser Produkte brachen fast augenblicklich ein, weil die Projekte entweder nicht fristenkongruent finanziert waren, die künftige Anschlussfinanzierung angesichts der aktuellen Kreditklemme unsicher waren oder die Risikoprämie der Garanten steil gestiegen ist. Sicher nicht geholfen hat der massive Einbruch der Preise für Computerchips und der Ausverkauf bei den Aktien der Chiphersteller sowie die Katastrophe bei den sogenannten Neoclouds. Offensichtlich besteht hier bis heute ein nicht aufgelöster Überhang an Verkaufsaufträgen.

(..)

Obligationen: Der hohe Anteil (auch im Index) der Datenzenterfinanzierungen bei in- und ausländischen Obligationen, das hohe Gewicht semiliquider Private-Debt-Konstrukte, die Positionen in hochverzinslichen Zinspapieren und hoch eingestuften Tranchen im Bereich Alternative Debt, alles abgesegnet vom Gesamtstiftungsrat, haben tiefe Furchen im Portefeuille hinterlassen.

Die **Absorptionfunktion im Stressfall** von zwar vergleichsweise niedrig verzinsten, aber qualitativ hochwertigen Staatsanleihen in den Währungen fiskalisch gesunder Länder wurde explizit **aufgegeben** zugunsten mutmasslich besserer Renditepotenziale in illiquiden Anlagen.

Wie den Protokollen zu entnehmen ist, waren zum Zeitpunkt des Kaufs dieser Produkte die Ratings der nun wertbeeinträchtigten Anlagen sogar **höher** als die Ratings von Staatsanleihen solventer Staaten (die ihrerseits im Preis enorm gestiegen sind). (..) Besserung scheint nicht in Sicht. Eine Vielzahl der Anleihenemittenten in Ihrem Portfolio könnte in diesem und nächsten Jahr Probleme mit der Maturity Wall bekunden.

(..)

Aktien: Bei dieser Kategorie wusste das Anlagegremium um die hohe und zunehmende Konzentration und Korrelation in den gängigen Aktienindizes. Es hat dementsprechend gehandelt und Anteile an Unternehmen im Privatmarkt erworben, die sich mutmasslich auf dem Weg zum Börsengang (IPO, Initial Public Offering) befanden. Damit sollte dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Mehrzahl der IPO der letzten Jahre sich ungünstig entwickelt hatten, weil die gesamte Wertentwicklung der einst privaten und nun öffentlichen Firmen im Privatmarkt erfolgte.

Bei diesen Kandidaten lösten sich in den Quartalen vor dem Börsengang fast monatlich Finanzierungsrunden mit jeweils ungewöhnlich hohen Wertsteigerungen ab, so dass die Renditezitrone für den Zeichner des IPO und den Indexanleger bereits ausgequetscht war. Zudem hatten die Mitglieder des Anlageausschusses in der Wahl der Kandidaten kein gutes Händchen. Entweder hatten die Firmen ihr Bewertungshöchst in einer vorherigen Finanzierungsrunde im Privatmarkt bereits überschritten, oder die Firma verpasste ihr IPO-Fenster. (..)

Die Abklärungen zur **Veräusserung der ETF im Bereich der liquiden Aktienanlagen** dauern an. Wie Ihnen bekannt ist, mussten liquide Anlagen in beträchtlichem Ausmass veräussert werden, um Cash zu schaffen für Margin Calls und Kapitalabrufe zur Unzeit sowie zur Reduktion des Risikoprofils der Gesamtanlagen. Der Verkauf der **ETF** lief enttäuschend ab. Zuerst versiegte die Liquidität komplett, danach mussten die ETF mit enormen **Abschlägen** zum inneren Wert abgestossen werden. Ein Teil der liquiden **Einzelanlagen** konnte per Blocktrade zu einem geringeren Preisabschlag an andere Pensionskassen mit im Vergleich zu Ihnen konservativem Plain-Vanilla-Ansatz verkauft werden. (..)

Alternative Anlagen: Die Konstrukte der Anbieter alternativer Anlagen erwiesen sich weder als unkorreliert noch als renditestark. Es war gar nicht so einfach, an die Aufschlüsselung der Anlagen in den Produkten zu kommen. Mein Masterspreadsheet über alle Produkte zeigt eine eigenartige Dominanz von Tranchenprodukten sowie von exotischen Produkten wie «Structured Equity», «SRT Repacks», Collateralised Fund Obligations, «AMAPS», «Bond Insurance», «FABN» etc. (..)

Während einige dieser Produkte bis heute keinen Marktpreis aufweisen, erwiesen sich andere geradezu als Sprengstofffalle, wie zum Beispiel die «unfunded SRTs», die in erstaunlich vielen Produkten als «Rendite-Booster» zu finden waren. Sie spielten auch bei den Kalamitäten der US-Lebensversicherer eine Rolle, genau wie das schnell wachsende Segment der «Bond Insurance»-Produkte, die wie in der Ersten Grossen Finanzkrise erneut als Brandbeschleuniger wirkten. Von diesen Produkten wissen wir, dass sie unverkäuflich bleiben werden. (..)

Bei Ihren puren Private-Equity-Anlagen konzentrierten sich die Rückflüsse der letzten Jahre fast komplett auf Veräusserungen an «Continuation Funds», die ebenfalls in Ihren Produkten auftauchen, Sie sassen also an beiden Seiten des gleichen Tisches. (..)

Zusammenfassend kann ich festhalten, dass die Anlagetätigkeit der letzten Jahre von folgenden **Irrtümern** gekennzeichnet war:

1. Renditequellen: Bei mir hat sich der Eindruck verdichtet, dass sich die Renditequellen der meisten Anlagen wegbewegt haben von der wirtschaftlichen Tätigkeit der Portfoliounternehmen hin zu Prämien für die **Illiquidität und Komplexität der Produkte**. Eine dritte, wesentliche Quelle

der am Markt erhältlichen Rendite war wohl das **Korrelationsrisiko**. Nur beruhte dieses auf einer falschen Korrelationeinschätzung.

2. Korrelationeinschätzung: Der wohl folgenreichste Irrtum betrifft die **Unterschätzung der Korrelation im Stressfall** und damit die **Überschätzung der Diversifikation** innerhalb der Anlagekategorien und auf Ebene des Gesamtportfolios. Die Asset Allocation des Stiftungsvermögens hatte in einer deutlichen **Shortposition in Korrelation** resultiert. Im Gegensatz zu den Erfahrungen mit herkömmlichen Anlagen in Immobilien, Obligationen und Aktien haben sich im Stiftungsvermögen sämtliche Kategorien negativ entwickelt. Künftig scheint der Fokus auf die Korrelation bei der Berechnung der Renditeanforderungen angezeigt. Auf Ebene der Anlagekategorien war das Portfolio diversifiziert, auf Ebene der ökonomischen Risikofaktoren war es hoch konzentriert.

3. Anlagehorizont/zeitlicher Aspekt: Die im Produktmarketing Ihrer Anbieter betonte, hohe **Solvabilität** (im Sinne von hohen Substanzpolstern verglichen mit historischen Ausfällen) der Anlagen hat sich nicht als wirksam erwiesen, einen Crash auszusitzen. Die Strukturierung der Anlagen hat sie enorm anfällig gemacht für Liquiditätskrisen, welche die Allwetterfestigkeit komplett beseitigte. Trotz theoretischer Werthaltigkeit können diese Produkte untergehen, wenn sie ihre Refinanzierungsmöglichkeiten verlieren. Der Anlagehorizont schrumpft in diesem Falle auf null.

4. Ratings: Das Vertrauen in die hohen Ratings der Agenturen hat sich als Fehlschluss erwiesen. Es scheint, las ob sich die Ratings vor allem an der Bankrottwahrscheinlichkeit orientierten und weniger an der erwarteten Verlusthöhe im Falle eines Defaults. Erneut hat sich der Glaube an die Qualität von Investment-Grade-Ratings als grosser Irrtum erwiesen. (..)

Als Quintessenz aller Aussagen erscheint es mir derzeit **unmöglich**, die **Risikopositionierung** der Stiftung aus Sicht der Gesamtanlagen zu ermitteln. Der Grund dafür ist die Unsicherheitsmarge bei der Berechnung der Unterdeckung, die von folgenden Faktoren abhängt: Handelbarkeit der Produkte, Preise, evtl. Nachschusspflichten, ja gar die Bestimmungsfaktoren der Preise, die Sekundärrisiken und die fallweise Einschätzung der Produkte als eigenkapital- oder fremdkapitallastig (das betrifft insbesondere die vielen **hybriden** Instrumente).

Damit wird eine realistische Einordnung der Gesamtrisikopositionierung des Stiftungsvermögens unmöglich. Bis diese Standortbestimmung durchgeführt und der ökonomische Deckungsgrad mit ausreichender Sicherheit bestimmt werden kann, sollte die Vorsorgeeinrichtung von einer Erhöhung der Risikoposition absehen.

Ihr unabhängiger Sachverständiger,

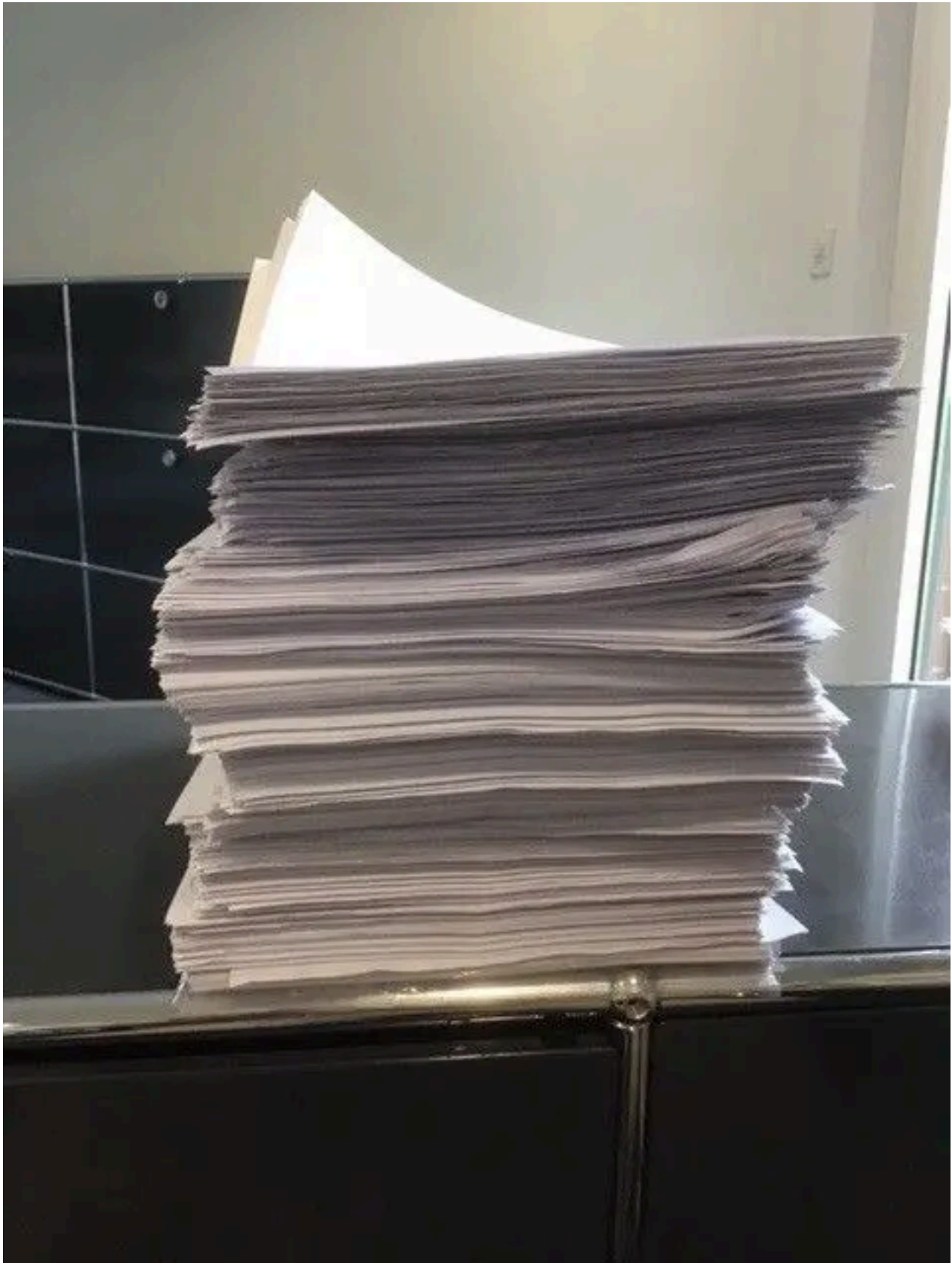
Jürg Lutz

Dies ist der Abschluss meiner Artikelserie zur «Neuen Anlagewelt». Ich hoffe, die Reihe hat Ihnen gefallen. Ein Feedback an j.lutz@pkassets.ch würde mich freuen.

P.S. 1: Bei weitergehendem Interesse finden Sie [unter diesem Link](#) eine Literaturliste zum Thema.

P.S. 2: In die Recherche dieser achtteiligen Artikelserie sind Hunderte von Artikeln, Kommentaren und Reports eingeflossen. Die interessantesten habe ich behalten, sie lagern im Büro hinter meinem Rücken (siehe Bild).

Bitte fragen Sie mich aber nicht nach der Herausgabe eines bestimmten Artikels!



Quelle: zvg

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.
