

MEINUNG

Neue Anlagewelt: warum Ihr ETF bald auch Privatmarktanlagen enthält

Private Equity und Private Debt sind für die Anbieter höchst rentabel und überlebenswichtig. Deshalb werden letztere Wege finden, noch abseits stehende Investoren in diesen Bereich zu locken. Ein erster Schritt ist die Verschmelzung von kotierten und privaten Anlagen in den Benchmarks, die vielen ETF zugrunde liegen.

Jürg Lutz

14.04.2026, 04.58 Uhr

Im ersten Teil dieser Serie zur neuen Anlagewelt bin ich darauf eingegangen, warum die heutigen Anlagebenchmarks nicht mehr fähig sind, die wirtschaftliche Realität abzubilden. Die Indizes sind deformiert, mangelhaft diversifiziert und werden vom aufkommenden Privatmarkt herausgefordert. Und, mindestens so wichtig, werden die Investoren in kotierten Aktien von einem grossen Teil des Wachstums, das neuerdings vermehrt in den Privatmärkten stattfindet, ausgeschlossen. Reicht es, wenn ich Morningstar zitiere, dass sich nur schon im amerikanischen Privatmarkt aktuell 795 Unternehmen mit einer Bewertung von je mehr als 1 Mrd. \$ tummeln?

Deshalb ist die These dieses zweiten Teils glasklar:

Es kommt zu einer **Verschmelzung der öffentlichen und privaten Märkte in den grossen Anlagebenchmarks**. Alle sollen alles

kaufen «dürfen». Oder müssen?

Sie mögen einwenden, dass Retail-Investoren gerade Reissaus nehmen aus den semiliquiden Strukturen des Privatmarkts (BDC von Blue Owl, Blackstone, KKR etc). Aber das ist nur ein Scheingefecht. Die Anbieter lernen aus diesem Geplänkel und werden eine viel elegantere Lösung präsentieren, die die offensichtliche Inkongruenz zwischen Liquidität und Illiquidität umgehen wird.

Ich habe zu diesem Thema sechs Monate lang Beiträge gesammelt, verdichtet und ausgewertet. Der Blick auf die Gegenwart macht depressiv (Teil 1), der Ausblick auf die nächsten Jahre ist faszinierend (aktueller Teil) und die Folgerungen (in den späteren Beiträgen) sind erschreckend. Betrachten Sie die Folge der Artikel als Crescendo, das in meinen bis dato (für mich) wichtigsten Beitrag münden wird.

Fangen wir wieder mit drei Zahlen an, die alle miteinander zusammenhängen:

14'000'000'000'000 \$

Das sind 14 Bio. \$. So gross ist allein der Teil des Marktes für Pensionsanlagen der amerikanischen Arbeitsbevölkerung, der gemäss Bloomberg noch kaum von Private Equity und Private Debt erschlossen ist. Es ist der Bereich des «**Defined Contribution**», also der Anlagen, die die Beschäftigten in den USA in **eigener** Regie für die Vorsorge investieren können (die Anlagen, die der Arbeitgeber für die Mitarbeitenden macht, nennt sich «Defined Benefit»).

Das Ding hat einen seltsamen Namen: **401(k)**. Er bringt jedes Banker-Auge zum Glänzen. Hier wollen sie alle hin, die bestehenden, mächtigen Privatmarktanbieter, aber auch die Nachzügler, oft konventionelle Vermögensverwalter unter gewaltigem Margendruck, und auch die Banken, die selber hochkompetitive Instrumente gebaut haben, artverwandt zu privaten Anlagen. Sie alle wollen hier ihre Marge retten.

Und machen wir uns nichts vor: Was in den USA eingeführt wird, kommt mit etwas zeitlichem Abstand auch bei uns an.

19'000

Das ist die Anzahl Private-Equity-Fonds allein in den USA. Neunzehntausend! Damit gibt es in den USA mehr Private-Equity-Fonds als McDonald's-Filialen (14'000).

1'750'000'000'000 \$

So hoch (1,75 Bio. \$) soll die Bewertung des Börsengangs von Elon Musks SpaceX sein, der gerade eben annonciert wurde. Dies gemäss Jim Grant. Andere halten dies für Wunschdenken. Wir werden sehen. Eine solche Bewertung würde alle bisherigen Rekorde (wie der der saudi-arabischen Ölgesellschaft Aramco) geradezu pulverisieren. Und SpaceX ist nur eine von mehreren erwarteten Jumbo-Publikumsöffnungen, auch OpenAI oder Anthropic zieht es an die Börse.

Eine Frage an Sie: wissen Sie, was ein «**Hectocorn**» ist? Nein? Auflösung folgt weiter unten.

Wie komme ich zu meiner These, dass in den Benchmarks die öffentlich gehandelten Aktien (die beispielsweise im MSCI Welt versammelt sind) mit Private Equity und die Benchmarks für öffentliche Unternehmensanleihen (Bloomberg/Barclays, ICE BofA etc) mit Private Debt verschmelzt werden?

Es sind insbesondere folgende Gründe:

1. Die üblichen Verdächtigen sind mit Privatmarktanlagen versorgt

Im Juni 2025 übertrafen gemäss Standard & Poor's weltweit 62% der Pensionskassen ihr Allokationsziel in Private Equity. Das ist ein Problem. Versicherungen, Pensionskassen, Family Offices und Staatsfonds sind voll investiert und, wichtig, ernüchert. Zu gut war die Performance insbesondere der öffentlichen Aktien. Private Equity hat in den letzten Jahren in der Breite unterperfornt, zu niedrig waren zuletzt die Rückflüsse an die Private-Equity-Investoren. Die höheren Zinsen helfen auch nicht. Und die Varianz innerhalb der verschiedenen Kategorien von Private Equity war so gross, dass viele Kunden geradezu unten durch mussten.

Untersuchungen haben gezeigt, dass diese Varianz den Erklärungswert der Durchschnittsperformance im Bereich Private Equity vernichtet hat. Kommt dazu, dass die Verteilung der Performance einen «positiven Skew» hatte: einige wenige massive Outperformer, viele kleine Unterperformer. Folge: Die Wahrscheinlichkeit, eine typische Durchschnittsperformance zu erreichen, war gering (wegen der grossen Varianz), dafür war die Wahrscheinlichkeit unterdurchschnittlicher Resultate hoch (wegen des positiven Skew). Der Durchschnitt suggeriert eine

Performance, die die Mehrheit gar nicht erreicht. Die Ernüchterung ist verständlich.

So erstaunt es nicht, dass auf der Halde der Private-Equity-Firmen eine Rekordzahl von unverkauften Objekten liegt. Diese werden in immer abenteuerlichere «Continuation Funds» (mehr dazu hier) überschrieben, um einem finalen Abschreiber oder Notverkauf aus dem Weg zu gehen.

2. Es ist der eleganteste Weg in die Pensionsportfolios: It's the ETF, stupid!

Excuse my french, aber nur wenn man die für ETF massgebenden Indizes verändert, lotst man die grössten Anlageströme in die gewollte Richtung. Die hierfür bestehenden oder zu schaffenden Vehikel werden kommen, zu gross ist der Anreiz für die findigen Finanzanbieter.

Der Ärger mit abwandernden Retailinvestoren, die sich wegen eines Grundlagenirrtums unglücklicherweise in semiliquide Private-Debt-Gefässe verirrt haben und bei der ersten Irritation ihr Geld bereits wieder abziehen, wird durch eine stabile, wachsende Schar von passiven Anlegern abgelöst, die, angezogen durch tiefe Gebühren und kompetitive Performance, bereits mehr Kapital vereinnahmt als alle aktiv gemanagten Fonds. Und ja, die Gebühren für die ETF werden steigen, und Anleger werden sie bezahlen. Unterschätzen Sie die Marketingabteilungen der Anbieter mit ihren farbigen Charts von vergangenen Zeitreihen nicht.

Science Fiction? Bereits werden ETF und Indizes für gemischte, also öffentliche und private Anlagen, aufgelegt. Die wichtigsten

Indexanbieter sind aktiv: **MSCI** mit ihrem «MSCI All Country Public + Private Equity Index» und **Morningstar** mit dem «Modern Market 100 Index». Erste ungelene Versuche in einer kommenden gewaltigen und folgenreichen Benchmark- und ETF-Iteration.

Und damit kommen wir zur **Korrelation des Monats**: Sie stammt aus dem Marketingmaterial von Morningstar und soll beweisen, dass «moderne» Anlagen die «veralteten», rein öffentlichen Indizes outperformen:

Exhibit 6a: Index performance - Modern Market 100 Index vs. Morningstar US Market Index



Date range: December 31, 2014, to August 31, 2025. Private company performance data prior to December 31, 2020, is based on primary funding round data, sourced by PitchBook.

Quelle: Morningstar

Im Chart sehen Sie einerseits den herkömmlichen Index für US-Large-, Medium- und Small-Cap-Aktien (in hellrosa). Hätte man nicht nur in die öffentlichen, sondern zusätzlich in die zehn grössten Privatfirmen mitinvestiert (dunkle Linie), hätte eine happige Outperformance herausgeschaut. Hätte, denn hier handelt es sich aus verschiedenen Gründen um eine halbseriöse Darstellungsweise. Doch machen Sie sich gefasst auf ein kommendes Bombardement der Finanzmarktanbieter.

3. Der eigentümliche Fokus der Finanzwelt auf eine faktische Nische

Eigentlich ist ein Konstrukt wie der Nasdaq, der S&P 500 oder der MSCI Welt ein seltsamer Massstab für die Wertschöpfung eines Landes oder einer Region. **Mehr als 90%** aller Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 100 Mio. \$ sind **nicht** kotiert. Das sind 90% von 20'000 solcher Firmen! Welches Potenzial. Die Nvidias, Apples, Coca-Colas, ja der ganze S&P 500 umfasst nur 21% der Beschäftigten in der amerikanischen Privatwirtschaft.

Dazu wird ein grosser Teil der Zukunft nicht von den öffentlichen Indizes abgebildet. So finanzieren Venturekapitalisten aktuell 5000 KI-Firmen, das sind mehr Unternehmen, als in den USA kotiert sind! Viele davon sind (mir) unbekannt, weisen aber teils unglaubliche Bewertungen auf. Dasselbe in den Bereichen Biotech und Fintech. Die Länderindizes sind somit genauso wenig repräsentativ für die Volkswirtschaft wie zu den Zeiten, als alle auf den Dow Jones Industrial Average schauten. Man könnte die Argumentation auch umdrehen: Mit Privatmarktanlagen werden die engen, brutal hoch bewerteten öffentlichen Indizes breiter und repräsentativer.

4. Die Privatmarktanbieter bereiten sich vor

Damit Privatmarktanlagen über ETF investierbar werden, braucht es Veränderungen. So müssen sie insbesondere **Preissignale** aussenden, denn ohne Preis gibt es keine Performancedaten. Der Sekundärmarkt für Private Debt und Private Equity ist bereits am Entstehen, und das bedeutet:

Privatmarktanlagen werden weniger «privat». Insbesondere Apollo, der führende Anbieter von Private Debt, hat dies verstanden und treibt die Entwicklung voran. Dies übrigens sehr zum Missfallen vieler etablierter Privatmarktanbieter, die in der lukrativen, verschwiegenen und intransparenten Nische unter sich bleiben wollen.

Die zweite Notwendigkeit sind **Sekundärtransaktionen**. Auch sie machen Privatmarktanlagen weniger «privat», und der Umfang von Wiederverkäufen wächst stetig. Der dritte Punkt ist eine verbesserte **Transparenz**. Bereits jetzt wird ein regelmässiges Reporting für alle Firmen über einer gewissen Umsatzgrösse angedacht, das auch den Hauptharst der Privatmarkt-Targets einbezieht. Und: Die Verträge im Direct Lending sind wohl noch zu wenig standardisiert. Dies ist ein Vorteil der ebenfalls oft fälschlicherweise im Privatmarkt verorteten Leveraged Loans, ein standardisiertes, liquides Produkt von verbrieften Firmenanleihen mit einer Einstufung einer Ratingagentur, das es ebenfalls in den kommenden Melting Pot schaffen könnte. Ja selbst derivative Instrumente auf Privatmarktanlagen werden gebaut.

Nicht jede der existierenden Anlageformen im Bereich Privatmärkte ist kompatibel mit dem von mir angedachten Vorgehen der Passivierung von Private Equity und Private Debt. Aber die Branche ist enorm anpassungsfähig, machen Sie sich um sie keine Sorgen. Lassen Sie ruhig die Anreize wirken. Letztes Jahr wurden nicht weniger als 41 sogenannte «Evergreen Funds» allein für Private Debt gestartet, genau aus den genannten Gründen.

5. Der Leidensdruck der öffentlichen Anleger geht ins Unermessliche

Ich habe im ersten Teil von **ausgelutschten, adipösen** Neuankömmlingen aus dem Privatmarkt in den öffentlichen Indizes geschrieben. Dies unter dem Eindruck, dass viele Unternehmen ihr Wachstum und damit ihre Performance im Privatmarkt statt im öffentlichen Markt durchleben. Wenn ich mir die neuen potenziellen Jumbo-Börsengänge dieses Jahres anschau, würde ich noch das Adjektiv **schwindsüchtig** beifügen, schreiben die oben erwähnten Firmen doch minimale Gewinne, und das bei einer stratosphärischen Bewertung.

Dabei sprechen wir in der heutigen Welt längst nicht mehr von Unicorns, also privaten Unternehmen mit einer Bewertung von mindestens 1 Mrd. \$, sondern von Decacorns mit mehr als 10 Mrd. oder Hectocorns mit mehr als 100 Mrd. \$ Börsenwert. Und jetzt? Ja wie nennt man private Unternehmen mit einer Bewertung von mehr als 1 Bio. \$? Kilocorn? Jedenfalls wissen Sie jetzt, dass Hectocorn kein veganer Fleischersatz ist.

Der öffentliche Markt als Atomendlager?

Es besteht die realistische Gefahr, dass Anleger, die ETF für öffentliche Aktien halten, dieses Jahr geradezu **abgezockt** werden durch überirdisch bewertete Neuzugänge, deren Wert nach dem Börsengang wie ein Soufflé, das zu lange im Ofen war, in sich zusammenfällt. Wann gab es das schon, dass eine bereits miserable Diversifikation eines Index durch zusätzliche Eintritte weiter verschlechtert wird? Verkehrte Welt. Wenn ich mir die vorgenommenen Aufwertungen in der auf den letzten Drücker vor dem Börsengang durchgeführten Finanzierungsrunden beispielsweise von SpaceX anschau, wird mir Angst und Bange um die Endabnehmer im öffentlichen Markt. Die Shortseller dürften mit gewetzten Messern auf diese Börsengänge warten.

6. Es ist eine Chance für die Anbieter, dem Gebührensterben zu entgehen

ETF-Anleger sind treu (gut!), stabil (gut!), akzeptieren jeden auch noch so zweifelhaften Titel im Index (gut!) und sind sparsam (sehr schlecht!). Die Gesetzgebung in den USA war bisher so gestrickt, dass hohe Vergütungen im 401(k)-Bereich kaum durchgesetzt werden konnten. Das Allerweltsmittel dagegen? Lobbying. Die Gebühren dürften deshalb steigen.

Wer wird davon profitieren? Dies ist die **zweitinteressanteste** Frage, die die Zukunft beantworten muss. Sind es die heutigen Privatmarkt titanen? Sind es die grossen Vermögensverwalter mit ihrer Distributionskraft? Sind es die Banken mit ihren geschmeidigen Produkten? Sind es die existierenden ETF-Anbieter?

Viele Anbieter bekommen vermeintlich eine letzte neue Chance. Ich bin kein Prophet, aber ich glaube, dass die Mehrzahl der Anbieter zermalmt werden wird, wenn alle Nischen zusammengeführt werden. Wir haben heute eine ungesunde, ja toxische Konzentration bei Banken, Vermögensverwaltern, Privatmarktanbietern, ja selbst auf der Nachfrageseite: Staatsfonds, Pensionskassen, Versicherungen. Der Konzentrationsgrad könnte sich noch einmal sprunghaft erhöhen. Auf diesen Punkt kommen wir in der letzten Folge dieser Reihe zurück.

7. Die Anbieter müssen sich anpassen

Kokolores wie **IRR** (steht für «Internal Rate of Return») versteht der ETF-Investor nicht. Er kann die – sagen wir mal: innovativ

berechneten – Performancezahlen der Private-Equity-Anbieter nicht mit einem Finanzrechner nachvollziehen.

Absurditäten wie **Performance-Fees von 20%** versteht der ETF-Investor zwar, lehnt sie aber wohl ab. Er ist da nicht so abgerichtet wie der institutionelle Anleger, der sich quartalsweise geisseln lässt.

Wie steht es wohl um das Private-Debt-eigene **Raritätenkabinett** der PIK (steht für «Payment In Kind», es geht um klamme Schuldner, die die Coupons nicht zahlen und – überspitzt formuliert – auf dem Bierdeckel aufschreiben), LME (steht für «Liability Management Exercise», das sind halbseidene Transfusionen für halbtote Schuldner) und weiterer Absurditäten zwecks künstlicher Reduktion der Ausfälle? Wer sich die gewöhnungsbedürftige Nomenklatura zu eigen machen möchte, findet hier eine Übersicht der gängigsten Begriffe.

Die Antwort auf diese Fragen steht noch aus. Ich gehe davon aus, dass die Branche nicht auf diese Tricksereien verzichten möchte, «in dubio pro reo». Das Beharrungsvermögen der Anbieter sollte man nicht unterschätzen, denn niemand hat etwas davon, wenn das Kartenhaus zusammenfällt, bevor nicht auch der letzte Privatanleger investiert ist.

Was ich damit sagen will: Die Privatmarktanbieter müssen «normaler» werden. Sonst gibt es kein Wachstum mit den amerikanischen 401(k)-Pensionsplänen, dem letzten grossen Wachstums-Pot. Meine Prognose: immer weniger Anbieter werden immer grösser, viele zombifizieren und sterben ab, das Gebührensterben geht weiter. Aber es sind auch immer weniger

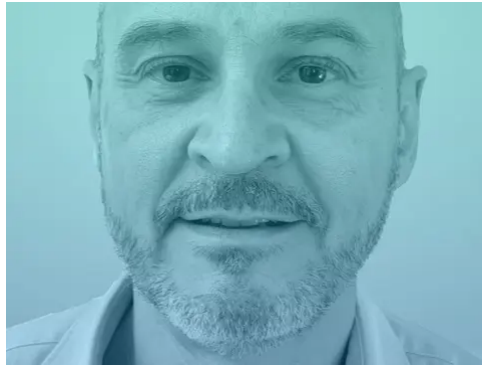
Player am Tisch, die Konzentration und damit die «Too big to fail»-Problematik und die Risiken steigen.

Ich habe oben gesagt, dass die Frage des **cui bono** bei den Anbietern die zweitinteressanteste ist; die **interessanteste** ist natürlich: wie wird es dem **Anleger** gehen?

Nun, hier wird es äusserst interessant. Aber ich merke gerade, dass ich bereits zu viel geschrieben habe. Die Frage ist also Futter für einen nächsten Beitrag.

P.S. Vielen Dank für die aufmunternden Zuschriften auf mein P.S. des ersten Teils, ich hab das sehr geschätzt

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****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

**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



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.