

## MEINUNG

**Neue Anlagewelt: wenn der ETF-Anleger die Zeche zahlt**

Demnächst dürfte es zu einer Welle an rekordverdächtigen Börsengängen kommen. Während Privatmarktanbieter Kasse machen, droht ETF-Anlegern die Rolle des Käufers letzter Instanz – nachdem die besten Renditen bereits abgeschöpft wurden.

Jürg Lutz

28.04.2026, 04.51 Uhr

Sehr geehrter ETF-Anleger, sind Sie dumm?

Nein, natürlich nicht. Entschuldigen Sie. Sie werden für dumm gehalten? Auch nicht. Man sucht einen Dummen, und man wird sich an Sie halten, so stimmt's. Ob die Rechnung aufgeht, ist zweifelhaft. Aber alles der Reihe nach.

Vieles spricht dafür, dass 2026 das Jahr der Jumbo-IPO (Initial Public Offerings, also Publikumsöffnungen für bis dato privat gehaltene Unternehmen) wird, wobei es so ist, dass **viele wollen;** und es nicht ganz klar ist, **wie viele können.**

Im Prinzip erinnert das Ganze an eine überhitzte Dating-App: Zu viele Profile drängen gleichzeitig auf die Startseite, während

die Zahl der wirklich interessierten Matches begrenzt ist. Alle optimieren ihre Selbstdarstellung, schieben sich nach vorne, kaufen Sichtbarkeit – und hoffen auf den entscheidenden Swipe nach rechts. Man sieht förmlich, wie Elon (Musk, SpaceX), Sam (Altman, OpenAI), Dario (Amodei, Anthropic), Ali (Ghodsi, Databricks), Patrick (Collison, Stripe) und Nick (Storonsky, Revolut) um die besten Plätze im Feed konkurrieren – Elon hat sich ganz nach oben geboostet, aber ehrgeizig sind sie alle.

Denn SpaceX kommt zuerst. Das Emissionsvolumen soll angeblich bis zu 75 Mrd. \$ betragen. Das wäre dann das Doppelte des gesamten US-IPO-Volumens des letzten Jahres, und der Betrag entspricht nur dem (kleinen) Free Float. Die Gesamtbewertung brächte die Firma in die Top Ten der grössten Unternehmen der Welt. Es wäre, natürlich, das grösste IPO aller Zeiten, und die Propagandamaschine läuft bereits auf Hochtouren. Alle Tricks über Zuteilungen, Kollateralgeschäfte, Druck und Absurditäten (Änderungen der Indexregeln etwa bei der Nasdaq) werden bemüht, um diese schwer verdauliche Portion in den Markt zu bekommen.

## Vorsicht bei vergifteten Geschenken

So brachte Musk in letzter Minute noch seine KI-Firma xAI in SpaceX ein, das steigerte den Wert des Unternehmens (seiner Meinung nach) um geschätzte 250 Mrd., obwohl xAI gemäss Schätzungen jeden Monat rund 1 Mrd. verbrennt. «Timeo danaos et dona ferentes» würde der römische Dichter Vergil hierzu sagen, übersetzt «Ich fürchte die Griechen (Danaer), auch wenn sie Geschenke bringen». Es war wie eine Warnung vor dem Trojanischen Pferd. Ist xAI also ein klassisches Danaergeschenk von Musk?

Jedenfalls gibt es deutlich **zu wenig Matches für all die Jungs**. Mit den Matches meine ich, Sie ahnen es, die Anleger im öffentlichen Markt, der zwar gross, aber nicht gross genug ist. **Doch die Zeit drängt**, zu schmerzhaft ist die Vorstellung für all diese Firmenlenker, das Schicksal von **Klarna** zu erleiden, eine Firma, die zeitweise zu 46 Mrd. \$ bewertet wurde, den optimalen Zeitpunkt verpasste und ein IPO-Preisschild von 6,7 Mrd. \$ verpasst bekam. Das ist ein Discount von über 38 Mrd., auch so ein Rekord. Auch bei OpenAI, dem zweiten Junggesellen, rechnet die Firma selber mit Verlusten von kumuliert 44 Mrd. \$ bis 2029.

Und trotzdem könnte es klappen, es braucht jedoch viel billiges Geld. Die Notenbank wird vielleicht mit Zinssenkungen helfen, aber egal, wie viele der Aspiranten es schaffen, der öffentliche Aktienmarkt läuft Gefahr, kräftig zur Ader gelassen zu werden mit der Übernahme einer ganzen Horde von Decacorns, Hectocorns und Teracorns (nicht «Kilocorns», wie ich im zweiten Teil dieser Artikelserie vermutete).

## **ETF-Anleger bezahlen Zeche**

Die Eigentümer im Privatmarkt werden sich zu schwindelerregenden Preisen von diesen Firmen verabschieden, **der ETF-Anleger** wird sie nach einer gewissen Karenzzeit übernehmen, zusätzlich bestraft durch einen möglichen Hype in den ersten Monaten des Handels, bis die Neuankömmlinge in die Indizes aufgenommen werden. Denn Indexanbieter nehmen neue Titel erst nach einer gewissen Handelshistorie auf, und ETF müssen diese Titel dann systematisch kaufen. Der ETF-Anleger läuft also Gefahr, die Zeche zu bezahlen. Was, wenn der Kurs einbricht, sobald er auf den Wagen gesprungen ist?

Die Chance ist gross, dass er sich **überevorteilt** fühlen und – verwundet, wie er ist – aufheulen wird. Deshalb meine Thesen der ersten zwei Teile dieser Artikelserie (hier und hier), dass:

- ... die **Benchmarks** für **öffentliche** Aktien und Anleihen nicht mehr zeitgemäss sind, da zu konzentriert, zu wenig diversifiziert, zu wenig repräsentativ für die reale Wirtschaft und insbesondere ein zu grosser Teil der Wertschöpfung den Anlegern in diesen Märkten vorenthalten wird.
- ... ich davon ausgehe, dass diese Benchmarks mit den Privatmärkten zu **öffentlich-privaten Indizes** verschmolzen werden, um damit über ETF-Geldflüsse die künftige Wertschöpfung auf der Anbieter- und der Nachfrageseite neu zu verteilen.

Ich habe meine Vermutungen zu den Auswirkungen auf die Anbieter im zweiten Teil dargelegt, kommen wir also zum **Nachfrager**, insbesondere dem **ETF-Anleger**. Wie wird es ihm ergehen?

## Der Pokertisch

**Im Pot** befinden sich die Privilegien der Privatmarktanbieter: Hohe, ja für den ETF-Anleger absurd hohe Gebühren, dann die Deutungshoheit über die Performance mit kreativen Spielereien den Internal Rates of Return oder kurz IRR, künstlich niedrig angesetzten Default Rates, Sharpe Ratios mit beschämendem Hintergrund, sinnlosen Durchschnittszahlen, Trickereien bei der Überschreibung von Anteilen an Continuation-Fonds, fischigen LME etc. Ich erspare Ihnen hier die Einzelheiten. Aber es geht um viel.

**Am Tisch** sitzen die ETF-Anleger und die Privatmarktanbieter, die **institutionellen** Anleger sind weg, sie spielen weiterhin dort, wo der Kleinanleger nicht hin darf, im Séparée mit den besseren Getränken, den fetteren Zigarren und den hübscheren Bardamen. Auf den ersten Blick sieht die Position des ETF-Anlegers inferior aus: Er sieht sich einem Oligopol von Anbietern mit kartellistischen Zügen gegenüber, sind doch passenderweise die grössten Private-Equity-Anbieter auch die grössten Anbieter von Private Debt (auch deshalb kommt es in **beiden** Märkten wohl zu einer Fusion von öffentlichen und privaten Anlagen).

Immer mehr Anlagekapital vereinigt sich auf immer weniger Anbieter, das Fundraising soll mittlerweile darwinistische Züge angenommen haben. Der Grund: Die institutionellen Limited Partners (also die Nachfrager) setzen immer mehr von ihrem Geld auf immer weniger «Gewinner». Im letzten Jahr sammelten gemäss dem Datenanbieter PitchBook in den USA zehn Private-Equity-Fonds fast die Hälfte des gesamten Geldes ein, verglichen mit einem Drittel im Vorjahr. Und auch bei Private Debt hat eine brutale Konzentration stattgefunden, bei den derzeit im Zentrum des Interesses stehenden BDC (Business Development Companies, das sind als Aktien gebaute Private-Debt-Vehikel) vereinigen die zehn grössten Fonds sogar mehr als die Hälfte des gesamten verwalteten Vermögens auf sich, die zwei grössten allein über 20%.

## **Kulturwandel könnte Privatmarktbranche überraschen**

Und trotzdem gibt die «Financial Times» in einem hervorragenden Artikel dem ETF-Anleger eine gewisse Chance in diesem Poker. Sie steckt im **Chaos-Potenzial**. Die Anbieter

halten den Kleinanleger für dumm, aber mit den neuen Kunden gehen komplett neue Transparenzvorschriften und Regulierungen einher. Bisher war der Privatmarkt «auf der leichten Seite der Regulierung», es herrschte also eine Welt vor mit viel Verständnis für die oben angesprochenen Privilegien der Anbieter.

Die FT allerdings rechnet mit einem kompletten **Kulturwandel**, ja einem **Tobacco-Moment** für die Privatmarktanbieter. So öffnen die Privilegien der Privatmarktanbieter Tür und Tor für Missbrauch und Streit. Die Anbieter dürften überrascht sein von der Unberechenbarkeit des Privatkunden, für dessen Hang zum Prozessieren und der Tendenz der Gerichte, dem Kläger recht zu geben. Ich paraphrasiere: «Über Jahre verstand die Branche unter «Demokratisierung» das Anzapfen neuer Gebührenpotenziale, sie dürfte aber überrascht werden mit einer «Demokratisierung von Prozessrisiken». Herrlich, typisch «FT Alphaville». Das Rennen ist also offen, seien wir gespannt.

### **Das falsche Versprechen**

Fangen wir mit Private Equity an. Das ursprüngliche **Versprechen von Private Equity** fusste auf Exklusivität (wir sind näher dran, wir sehen Deals, die andere nicht sehen), Know-how (wir finden unterbewertete, schlecht geführte Unternehmen, die wir besser und teurer machen), Leverage (wir nutzen die Kapitalstruktur effizienter) und schliesslich: Wir sind langfristig involviert. Kurzum: **Outperformance oder Alpha**.

Was ist passiert? Gemäss einer letztjährigen Studie von Nori Gerardo Lietz von der Harvard Business School, die die Resultate von 2005 bis 2025 analysiert hat, sieht die

Performance von Private Equity auf den ersten Blick **gut** aus, wenn man die **Top-Perzentile**, also die Top-Fonds, betrachtet. Sollte man also Fonds kaufen, die in den Vorjahren im ersten Perzentil waren? Leider nein, die Persistenz der Gewinner ist: null. Realistischer ist, dass man beim Median landet, auch dann, wenn man bisherige Gewinner kauft. Doch wie hat denn dieser **Median** abgeschnitten?

## Outperformance basiert auf fragwürdiger Berechnung

Das **Alpha**, also die Outperformance von Private Equity gegenüber dem S&P 500, war in den letzten zwanzig Jahren gemäss diesen Zahlen phänomenal: satte **3,21 Prozentpunkte (Pp.)** per annum, zwar getrübt durch das Faktum, dass das Alpha stetig bis auf 1,36 Pp. in den letzten fünf Jahren sank, aber immerhin.

Nur basiert dieses Alpha leider auf den von den Anbietern errechneten IRR, eine Art Marketing-Frankenstein-Rendite, die mit der ETF-Realität wenig zu tun hat. Die Studienverfasserin transponierte diese IRR in vergleichbare Jahresrenditen, und siehe da: das Alpha von Private Equity verwandelt sich für die letzten zwanzig Jahre von +3,21 Pp. auf -0,04 Pp pro Jahr! **Negatives Alpha** also. Und noch schlimmer: das Alpha für die letzten fünf Jahre verwandelt sich von +1,36 Pp. auf sagenhafte -4,62 Pp. pro Jahr.

Wem das nicht reicht: Diese Performance-Zahlen enthalten zwar die Gebühren der Private-Equity-Architekten, aber nicht die Fees der Vermittler. Basierend auf den gängigen Fund-of-Fund-Konstrukten resultiert für die letzten zwanzig Jahre insgesamt ein negatives Alpha von -2,01 Pp. (per annum!). Aus einer

stattlichen Out- ist also eine massive Underperformance geworden, und je näher zur Gegenwart, desto klarer wurde das ursprüngliche Alpha zu einer Schimäre. Verkauft werden die «guten Jahre», die längst vorbei sind, und richtig berechnet waren nicht einmal die gut.

Keine Outperformance und schon gar keine «Illiquiditätsprämie», zumindest gemäss dieser Studie. Im Gegenteil. Ist es da ein Wunder, dass gewisse institutionelle Investoren wie die Ivy-League-Stiftung der Universität Yale auf der Verkäuferseite stehen? Yale? Die Erfinderin der institutionellen Private-Equity-Anlage?

Ein Berg von «Dry Powder» (zugesagtes, aber noch nicht abgerufenes Kapital) und «Backlog» (unverkaufte Objekte) liegen wie Mehltau auf den Märkten. Die Gefahr von «Use it or Lose it» – also dem existenziellen Zwang, auch bei Ausbleiben von lohnenden Zielen Mittel zu investieren, da diese sonst abgezogen werden – und die hohen Kaufpreise gefährden die künftige Performance immer offensichtlicher.

## Ist Alpha überhaupt möglich?

Wie kommt das? Nach der Betrachtung all der Literatur, die ich gesammelt habe, frage ich mich, wie eine Outperformance in einer Welt mit verschwindenden Ineffizienzen und viel zu viel involviertem Geld überhaupt möglich sein soll. Private Equity ist heute ein Koloss und kein agiler Nischenplayer mehr. Ein grosser Teil des Erfolgs war ausserdem auf den Leverage zurückzuführen, was mit den höheren Zinsen schwieriger wurde. Aus etwas «Aussergewöhnlichem» ist etwas «Normales» geworden. Etwas, das im Schnitt **kein Alpha erwirtschaftet**. Natürlich gibt es einige gute Private-Equity-Teams, die

Mehrwert schaffen, aber die Durchschnittszahlen sind unzweideutig.

Kommt dazu, dass die Marketing-Durchschnittsrendite nicht nur «falsch» gerechnet, sondern auch nicht repräsentativ für die gesamte Angebotspalette ist, wie wir im zweiten Teil gezeigt haben. Die Streuung ist viel zu hoch und der Skew zu positiv. Die Gefahr, nicht einmal den ungenügenden Mittelwert zu erreichen, ist hoch, genauso wie das Risiko einer deutlichen Underperformance. Eine Studie des Research Institute von Flossbach von Storch kommt auf einen vergleichbaren Schluss: Private Equity schneidet nicht besser ab als der Aktienmarkt, und das bei deutlich höheren Risiken und Nachteilen.

Und damit steht die Frage im Raum: **Kommt die «Demokratisierung» jetzt, da die Luft bei Private Equity draussen ist?** Und wie ist die Existenz von Gazillionen von Ein-, Zehn- und Hunderthörnern mit den lamentablen Durchschnittsrenditen von Private Equity zu vereinbaren? Nun, Papiermilliarden sind eben nur Papier, und die Fabelwesen bewegen sich zudem vor allem im Venture-Capital-Bereich, der nicht unbedingt repräsentativ ist für Private Equity insgesamt.

## **Private Debt als vermeintliches Eldorado**

Kommen wir zu **Private Debt**. Hier lautet das Versprechen: Hohe Verzinsung mit einer saftigen Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie, geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen, kein Stress durch regelmässige Neubewertungen, variable Zinsen und damit keine Angst vor einem Zinsanstieg, starke Covenants, oberste Kollokationsstufe, besichert mit viel nachgelagerten zusätzlichen Gläubigern, die für niedrige Default- und hohe Recovery-Rates sorgen, besiegelt durch «skin

in the game» des Anbieters. Noch 2023 sprach Jon Gray von Blackstone von einem «goldenen Moment» von Private Debt, der Aussicht auf aktienähnliche Renditen fast ohne Ausfallrisiko.

Nun, es ist notorisch schwierig, an die Performance von Private Debt zu kommen, da dieser Markt eben privat ist. Auch Private Debt rechnet gerne mit IRR, was angesichts der Duplizität der Anbieter nicht überrascht. Warum zweimal verschieden rechnen? Gemäss Untersuchungen des Datenanbieters Preqin soll die so berechnete Rendite seit 2000 zwischen 8 und 15% p.a. betragen haben, gemäss einer weiteren Analyse des Flossbach von Storch Research Institute für 710 Dollar-Private-Debt-Fonds lag der Durchschnitt aber eher bei 9% p.a. So viel haben gemäss Bank of America seit 2008 auch US-Hochzinsanleihen abgeworfen. Was bei der Flossbach-Untersuchung aber auffällt, sind die unglaublichen Performance-Spannen von -40% bis +50%. Also auch hier: kaum nachweisbare Outperformance, wenn man «Private Debt» mit der richtigen Benchmark vergleicht, also mit Junk Bonds. **Wo ist das Alpha?**

Und wie sind die **Aussichten** im Bereich Private Debt? Ich möchte Sie an dieser Stelle nicht wieder mit meinem Ceterum Censeo belästigen, aber es bestehen einige Fragen und Zweifel zur Qualität der Underlyings von Private Debt, aber auch von Leveraged Loans und damit dem Baustein der für Versicherungen so ungemein wichtigen Anlageklasse der **CLO**. Die Qualität der Preise sowie die Ausfall- und Wiederbringungsraten bei Private Debt sollen gemäss verschiedenen Quellen negative Trends aufweisen. Das würde nicht erstaunen, ist doch eine grosse Kohorte dieser Vermögensklasse im Tiefzinsumfeld entstanden und kämpft nun mit neuen Realitäten. Die verschuldeten Unternehmen ächzen unter gestiegenen Zinsen (die andere Seite der Medaille von

variablen Zinsen) und ultradünnen Business Cases. Von der Kalamität **Software** haben wir noch gar nicht gesprochen, werden das aber in einem nächsten Artikel nachholen.

## **Womöglich ist alles viel schlimmer**

Wie lautet nun das **Fazit für den Anleger**, falls die Verschmelzung öffentlicher und privater Anlagebenchmarks kommt? Gerät der ETF-Anleger vom Regen in die Traufe? Wird er in den Privatmarkt-Himmel eingelassen, nachdem er abgezockt wurde, nur um zu merken, dass ihm ein illiquides, intransparentes Produkt untergejubelt wurde? Sie können sich die Antwort denken.

Es gibt aber auch andere Stimmen. Zu ihnen zählt der Co-CEO von Hamilton Lane, einem Privatmarkt- und Datenanbieter. In einem Interview mit Bloomberg erwähnt er die tiefen Ausfallraten, die stabile Verschuldung und den steigenden Eigenkapitalanteil. Natürlich sieht er auch keine Probleme mit «Payment in Kind»-Anleihen, mithin also kaum Gründe für eine Krise.

### **Alles nicht so schlimm?**

Hamilton Lane ist wohl nicht hundertprozentig objektiv. Aber selbst wenn, sind die angeführten Punkte zwar wichtig, führen aber am eigentlichen Problem vorbei.

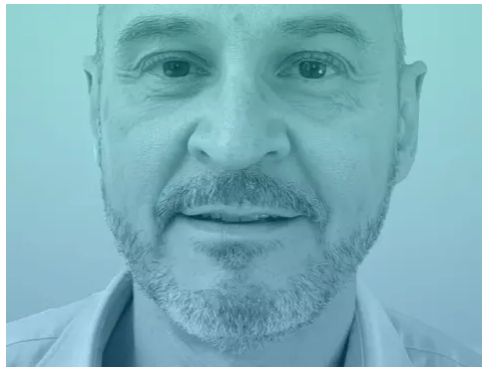
Es ist nämlich alles schlimmer. Die eigentlichen Risiken liegen tiefer – und sie beginnen dort, wo die offiziellen Kennzahlen aufhören. Wie schlimm? Sie erfahren es im vierten Teil dieser Serie.

P.S.: Ich hätte auch diesmal eine ganze Reihe von erstaunlichen Zahlen zur Hand, sie passen aber nicht zum Artikel. Zwei davon möchte ich Ihnen dennoch nicht vorenthalten:

**1'250'000'000 \$.** So hoch war die Vergütung von Blackstone-Mitgründer, Chairman und CEO Steve Schwarzman letztes Jahr. Blackstone ist der Inbegriff von Private Equity und Private Debt. Denken Sie, Schwarzman war zufrieden? Ich glaube nicht. Es war eine zünftige Gehaltskürzung, verglichen mit den 1,27 Mrd. \$ im Vorjahr. Das ist nicht gut fürs Ego.

**150'000'000 \$.** Es geht wieder um Blackstone. Der Vermögensverwalter hatte vor kurzem eine peinliche Begebenheit, weil in einem seiner Fonds die Rückforderungen wie andernorts die Liquidität überstiegen. Die Firma sammelte die zur Begleichung der Rückgaben notwendigen 150 Mio. \$ kurzerhand bei ihrem Kader ein. Das ist doch mal eine gute Nachricht. Ich weiss nicht, wie das in Ihrer Firma ist, aber bei uns wäre das eher schwierig...

## 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****Neue Anlagewelt: warum Ihr ETF bald auch Privatmarktanlagen enthält**

Private Equity und Private Debt sind für die Anbieter höchst rentabel. 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.

Jürg Lutz 14.04.2026

**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



---

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.