

MEINUNG

Neue Anlagewelt: Wir leben in einer Tranche

Private Debt, Private Equity, CLO, Bermuda-Lebensversicherer, SRT, die Wette auf künstliche Intelligenz: sechs Risiken, ein gemeinsamer Trick – Tranchierung. Finanzmarktanbieter und Aufsicht haben uns Anleger in die Falle gelockt.

Jürg Lutz

28.07.2026, 04.01 Uhr

Im letzten Artikel dieser Serie habe ich argumentiert, dass wir Anleger uns in einem «**First To Default Basket**» befinden.

In einem Umfeld, das von **sechs Megarisiken** charakterisiert wird, die in einem zunehmenden Ausmass miteinander verbunden sind, so dass Probleme in einem der Risikofelder sofort für einen Spillover in die anderen sorgt. Der Anleger ist **allen** grossen Risiken gleichzeitig ausgesetzt, sobald er sich nur schon in den Dunstkreis **eines** dieser sechs Risiken begeben hat.

Denkt man den Prozess zu Ende, wird klar, dass schon die **geringste Kontamination** der Anlagen mit Risiken, die auch nur entfernt mit diesen sechs Megarisiken verbunden sind, für Verluste sorgen könnte, wenn es irgendwo kracht.

Und klar ist: Ohne Risiken einzugehen, gibt es keine Rendite. Ebenso offensichtlich ist, dass der Anleger für dieses Korrelationsrisiko kaum

genügend entschädigt wird.

Am Schluss des letzten Artikels habe ich geschrieben, dass der Regulator und der Finanzmarkt einige Modifikationen angebracht haben, um die Risiken einzudämmen. Ich habe auch etwas von einer «Tranche» geschrieben, in der wir Anleger und Anbieter uns befinden, und um diese Tranche soll es in diesem Teil gehen.

Das Fazit der Artikelserie «Neue Anlagewelt» lautet: **Wir leben in einer Tranche. Doch was versteht man in der Finanzwelt unter einer Tranche?**

Wenn Sie Ihren Hausrat gegen Elementarschäden versichert haben, zahlt die Versicherung im Falle etwa eines Feuers einen Teil der Schäden zurück, für den Rest müssen Sie selbst aufkommen. Sie haben dieses Risiko «tranchiert»: Den **First Loss** übernimmt die Versicherung, den **Second Loss** Sie. Umgemünzt auf die Finanzwelt nennt man den Teil des Risikos des Versicherers «Junior»-Tranche und Ihren Teil «Senior»-Tranche. Hätten Sie noch eine zweite Versicherung, die einen Teil Ihres Restrisikos übernimmt, wäre das die «Mezzanine» Tranche, Ihr verbleibender Teil bleibt die «Senior»-Tranche.

Exakt so geht der Finanzmarkt mit allen denkbaren Finanzrisiken um, er tranchiert sie in die Segmente Junior, Mezzanine und Senior, verbrieft und verkauft sie an verschiedene Anleger, die gemäss ihrer Risikofreude sich auf die eine oder andere Tranche stürzen: Hedge Funds kaufen die Junior-Tranche, Private Debt übernimmt Mezzanine und Versicherer sowie Pensionskassen fokussieren sich auf die Senior-Tranche, vereinfachend gesagt.

Selbstredend ist die Rendite um so höher, je mehr «Junior» und damit riskanter die Tranche ist – und umgekehrt. Generell gilt, dass die Finanzbranche aus Einzelrisiken kompetitive Tranchenprodukte mit interessanten Renditen und, ja, im Falle der Mezzanine- und Senior-Tranche sogar mit Ratings geschaffen hat.

Ich halte fest: In einer **Tranche** werden die ersten Verluste von jemand anderem übernommen, bei weiteren Verlusten werden Sie haftbar. Und um es gleich klarzustellen: die Wahrscheinlichkeit eines solchen Unfalls ist **gering**. Allerdings: Tritt er ein, droht ein **Totalverlust**, weil dann eine Grundannahme des Investments nicht mehr stimmt. Tranchenprodukte «funktionieren» nur unter einer messerscharfen Hypothese: **Die Korrelation im Risikopool muss gering und stabil sein.**

Meine These nun ist, dass die Finanzmarktrisiken global und im Speziellen in den USA dermassen tranchiert wurden, dass wir als Anleger uns in einer riesigen, allumfassenden Tranche wiederfinden. Die ganze Finanzarchitektur ist aus Anlegersicht eine Tranche. Wir glauben, dass das System gestützt wird von mächtigen Schutzwällen und dass wir, sofern wir vorsichtig und langfristig anlegen, einen Totalverlust vermeiden können.

Wenn Sie meine bisherigen Artikel aus dieser Reihe gelesen haben, fragen Sie sich vielleicht, warum angesichts der explodierenden potenziellen Risiken in den von mir definierten sechs Risikofeldern noch kein nennenswerter Unfall passiert ist. Das hat damit zu tun, dass Anbieter und Aufsicht dafür gesorgt haben, dass zur Absorbierung erster Verluste Schutzwälle aufgebaut worden sind. Entweder dadurch, dass **tatsächlich** jemand für diese First Losses dasteht, oder aber dadurch, dass diese ersten Verluste **nicht gezeigt** werden müssen.

Woraus bestehen diese Schutzwälle?

Die wichtigsten Tricks, Kniffe, Anreize und, ja, auch Täuschungen habe ich in dieser Übersicht zusammengefasst.

Was fällt auf? Wenn Sie die Schutzwälle in den einzelnen Risikofeldern studieren, dürften Sie auf **zehn Megatrends in der Finanzmarktarchitektur** stossen, die da sind:

1. **Mehr Equity:** Basel III mit der Verteuerung der Bankausleihungen, tiefere Schuldenmultiples bei Private Equity, mehr Skin in the Game und höhere Überkollateralisierung bei CLO, Solvency II, Risk Retention bei SRT oder Mega-Eigenkapitalaufnahmen der Hyperscaler sind nur einige der positiven Trends zu erhöhter Risikodeckung im Finanzmarkt.
2. **Rückversicherung:** Für uns besonders relevant im Bermuda-Dreieck, wo die Lebensversicherer Bilanzrisiken an Rückversicherer zedieren können, und natürlich die SRT, die wie eine Rückversicherung funktionieren.
3. **Alchemie:** Das Signature Dish der heutigen Finanzindustrie ist die **Verwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital** (plus um so riskanteres Fremdkapital), entweder mit Joint Ventures oder mit Spezialvehikeln, kurz SPV. Dadurch wird den grossen Schuldnern die Möglichkeit gegeben, Fremdkapital aus den Bilanzen herauszurechnen und sich solventer darzustellen. Der zweite Kniff ist die Umwandlung von minderwertigen Schulden in Investment-Grade-Fremdkapital. SPV sind omnipräsent, sie durchdringen die Finanzwelt.
4. **Ratings für alles:** Alles, was tranchiert werden kann, kann auch eingestuft werden. Und Ratings werden im grossen Stil vergeben, denn erst dadurch können die Produkte an Pensionskassen, Versicherungen, Family Offices und Staatsfonds verkauft werden.
5. **Investment Grade:** Vielleicht überrascht es Sie, dass Portfolios von Junk-Anleihen mittels Alchemie ein AAA-Rating erreichen können. Der Vorstellungskraft (und der Zweifel) sind keine Grenzen gesetzt, was alles als

Investment Grade geadelt und somit für institutionelle Anleger «mündelsicher» gemacht werden kann.

6. **Illiquidität:** Patentrezept für die optische «Reduktion» von Risiko: Was illiquid ist, also nicht gehandelt wird und deshalb keinen objektiven Marktwert besitzt, das schwankt nicht und ist damit in der Terminologie der Finanzmärkte «risikolos». Dieses Mantra wird im grossen Stil bei Private Debt verwendet, bei Private Equity bis zu einem gewissen Ausmass, bei SRT ebenfalls und bei den Anlagen im Bermuda-Dreieck sowieso.
7. **Intransparenz:** Was der Anleger nicht weiss, kann ihm keine Sorgen machen, und ein Verlust, der nicht gezeigt werden muss, ist erst einer, wenn er realisiert wird. Das funktioniert bei unseren sechs Megarisiken als mächtiger Schockabsorber. Veraltete Korrelationsannahmen bei CLO, keine Ratings bei Direct Lending, LME und PIK, das Pricing bei Continuation Vehicles, opake Riesenportefeuilles bei Lebensversicherern inklusive Rückversicherungen in Offshore-Ländern, Bankenfinanzierungen des Schattenbankensystems, Private-Letter-Ratings, Abschreibezyklen von GPU und und und.
8. **Extend and Pretend:** Alles, was nicht zwangsverkauft oder abgewickelt werden muss, kann überspitzt ausgedrückt zu pari in den Bilanzen gehalten werden. Gilt für Private Debt, Private Equity, bei gewissen Anlagen im Bermuda-Dreieck und bei von Hyperscalern garantierten Schuldenkonstrukten von CoreWeave und Konsorten. Ein nicht zu unterschätzendes Feature grosser Teile der heutigen Finanzwelt.
9. **Fristenkongruenz:** Bei Kongruenz zwischen Anlagelaufzeit und Anlagehorizont sind «Bank Runs» wenig wahrscheinlich. Ein mächtiger Schockabsorber im Bereich Private Debt, Private Equity und nicht zuletzt im Bermuda-Dreieck.
10. **Genie:** Die Schönheit, Eleganz und Flexibilität der Finanzkonstrukte sind atemberaubend: CLO, FABN, SRT, BDC, Beignet, Hyperion (beides an Komplexität kaum zu überbietende Multi-Parteienfinanzierungen im Bereich KI) etc. sind Konstrukte, die von Kreativität geradezu strotzen. Man vergisst dabei leicht, wie gefährlich sie unter bestimmten Annahmen sein können.

Einige dieser Megatrends bleiben enorm hilfreich: Etwa die Bereitstellung von mehr Eigenkapital und die Fristenkongruenz. Bei allen anderen bleiben

aber Zweifel: Was nützt das Prinzip «Rückversicherung», wenn sie mit eigenen («captive») Bermudarückversicherern getätigt werden? Wenn die SRT-Käufer, also die Abnehmer der Bankrisiken, von den Banken finanziert werden? Wie stabil sind die SPV? Was taugen die Ratings, speziell die Private-Letter-Ratings? Illiquidität und Intransparenz mögen die Schwankungen reduzieren, doch gilt das auch für das Risiko? «Extend and Pretend» sorgt für niedrige ausgewiesene Default Rates, aber ist das nachhaltig? Genie oder Wahnsinn?

Schutzwälle sollen die ersten Verluste übernehmen (beispielsweise dank Eigenkapital und Rückversicherung) oder nehmen sie aus dem System, solange sie nicht realisiert werden müssen. Wir als Anleger fühlen uns sicherer. Wir glauben, dass unsere Position in den Märkten durch mächtige Schockabsorber geschützt ist. Wir fühlen uns garantiert nicht als First-Loss-Taker, sondern wir glauben, dass die Schutzwälle intakt sind und uns vor Totalverlusten bewahren. Crashes? Ja. Totalverlust? Nein.

In welcher Tranche leben wir?

Wir haben jetzt alle Tatbestände zusammengetragen, die unser Leben in der Tranche begründen. Wir haben enorme, wachsende Risiken, wir haben Schutzwälle, wir haben Korrelationsannahmen. Sind die Schutzwälle hoch, die Risiken begrenzt, die Korrelation tief, leben wir in einer sicheren AAA-Senior-Tranche. Sind die Schutzwälle begrenzt, befinden wir uns in einer Mezzanine-A- oder tiefen Senior AA-Tranche. Dabei gilt: je tiefer der Schutzwall, je höher das Risiko, desto wichtiger wird die Korrelation.

Ich habe eingangs festgehalten, dass die sichersten Tranchenprodukte nur bei tiefer Korrelation gedeihen.

Schnell steigende Korrelation ist Gift speziell für die allersichersten Tranchen, denn nur so können die Verluste dermassen steigen, dass die hohen Schutzwälle überwunden werden.

Für uns Anleger heisst das: **wir sind short correlation.**

Will heissen: Wir sind die Wette eingegangen, wissentlich oder nicht, dass die Korrelation gering bleibt.

Ich habe im vorletzten Artikel argumentiert, dass die **Risiken** innerhalb der sechs Risikofelder **stetig steigen**, und im letzten Artikel habe ich ausgeführt, dass die **Verbindungen** zwischen den Risiken markant **zunehmen**, die Risiken also zusammenwachsen. Wenn die Risiken und die potenzielle Korrelation stetig zunehmen, sollten die Schutzwälle für uns Anleger auch stetig höher werden. Tun sie das? Ihre Meinung ist so gut wie meine. Ich bin skeptisch.

Was passiert in den einzelnen Risikofeldern?

Ich glaube, dass das Risikofeld **CLO** vergleichsweise harmlos ist, die Gefahr liegt wohl nicht in einem Zusammenbruch dieser Strukturen, sondern in einer Störung mit potenziellen Auswirkungen auf Private Equity und darüber hinaus. **Private Debt** und **Private Equity** sind Black Boxes. Das Risiko **SRT-Finanzierungsschleife** wächst zu schnell und ist der Aufsicht wohl entglitten. Das Risiko **Bermuda-Dreieck** ist ein Pulverfass, das jederzeit hochgehen kann. Die **Grosse KI-Wette** wird wohl noch durch eine unbändige Nachfrage nach Rechenleistung am Laufen gehalten. Das, obwohl der Wettbewerb aus China und das Obsoleszenzrisiko der Infrastruktur, gekoppelt mit den wackligen Bilanzen der Neoclouds inklusive CoreWeave, Zweifel aufkommen lassen.

Das **Prekäre** an einer Tranche ist, dass die Verluste gebündelt auftreten und nach dem First- gleich auch den Second-Loss-Taker übermannen können, wenn die Korrelation etwa durch eine scharfe Rezession steigt. Dann reden wir nicht mehr von prozentualen Verlusten, sondern von einem **Totalausfall**. Die ganze zweite Tranche wird hinfällig. Erst dann kommt der Third-Loss-Taker an die Kasse. Man könnte also auch fragen: Sind wir Second- oder Third-Loss-Taker?

Bin ich ein Schwarzmaler, ein Crash-Prophet? Nein. Für mich gilt weiterhin: Der **Erwartungswert** der Wahrscheinlichkeitsverteilung ist, dass nichts Grösseres, Negatives passiert. Die Tail-Risiken sind aber **erhöht**, denn die potenzielle Korrelation wächst. Klar ist auch, dass die First-To-Default-Basket-Annahmen des letzten Artikels in dieser Reihe gelten, wenn die Aufsicht nicht aufwacht. Keine schönen Aussichten.

Ist das Fundament unter den Schutzwällen morsch geworden? Wir lesen jeden Tag von neuen Gefahren, Übertreibungen, Absurditäten, die da sind: doppelt gehebelte Finanzprodukte, seltsam bewertete Börsengänge, zirkuläre Verkaufs- und Finanzierungskonstellationen oder künstliche Lebensverlängerungen von Privatmarktanlagen. Sind das nur Anekdoten?

Das Menetekel steht an der Wand. Athene, die Lebensversicherung des Privatmarkthauses Apollo, das Herz des Bermuda-Dreiecks, hat gemäss der Nachrichtenagentur Bloomberg gerade 20 Mrd. \$ eines Konstrukts gezeichnet, das an die Massenvernichtungswaffen der Grossen Finanzkrise erinnert. Ein Produkt, das wie so viele basierend auf einer problematischen Prämisse vermarktet wird.

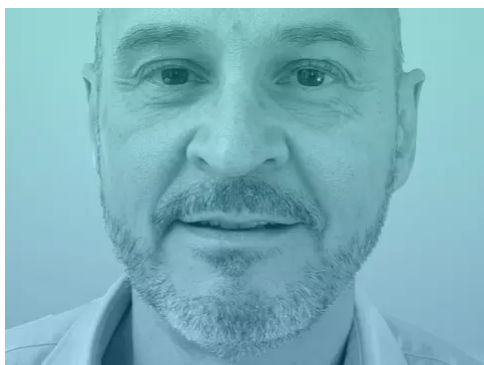
Das ist aber Stoff für den kommenden Artikel.

P.S. 1. In diesem Monat gab die Bank of England bekannt, dass sie die Anforderungen an das Leverage Ratio für die Banken deutlich senken will. Sie folgt damit den Deregulierungsplänen der amerikanischen Behörden.

P.S. 2: In diesem Monat gaben zwei der drei grossen Ratingagenturen bekannt, dass sie die Ratingstandards für CLO deutlich senken, weshalb die Ratings eines beträchtlichen Teils der bestehenden CLO hochgestuft werden dürften. Und das trotz strukturell sinkender Recovery Rates und trotz der Sorgen des Marktes über den hohen Softwareanteil in den CLO-Collateral-Pools.

P.S. 3: Kurz nachdem ich diesen Text fertiggestellt und den letzten Punkt hinter das P.S. 2 gesetzt habe, kommt die Meldung, dass die Zauberlehrlinge in den Investmentbanken drauf und dran sind, existierende SRT zu tranchieren und in CLO-ähnlichen Konstrukten zu verkaufen.

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.
