

MEINUNG

Neue Anlagewelt: die grössten Risiken und wie sie eingeschätzt werden können

Die globale Finanzarchitektur bewegt sich in eine interessante Richtung, die neue Risiken und Sollbruchstellen schafft. Dieser Beitrag stellt die wichtigsten Börsen-Ticker vor, mit denen die tektonische Verschiebung live mitverfolgt werden kann.

Jürg Lutz

02.06.2026, 03.46 Uhr

Die Anlagewelt befindet sich in einem fundamentalen Wandel, was mich zu dieser Artikelserie veranlasst hat. In den ersten drei Beiträgen (Sie finden diese hier, hier und hier) habe ich erläutert, warum die Benchmarks von privaten und öffentlichen Märkten bald verschmolzen werden dürften, wie damit die Kapitalströme umgelenkt werden sollen und weshalb passive ETF bald in öffentliche und private Märkte investieren dürften. Die Aussichten für Anleger werden sich damit allerdings kaum verbessern. Im Gegenteil.

Dieser Trend kommt nicht aus dem Nichts.

Er stellt sich ein vor dem Hintergrund einer **markanten, unterschwelligem Veränderung der globalen Finanzarchitektur**, die alles, was Anleger insbesondere unter **Risiko verstehen, verändert**. Davon handeln die nun folgenden Beiträge, die in einem Crescendo in ein überraschendes Fazit münden werden.

Die **Risikoanalyse** beginnt mit der Aufzählung der **wichtigsten potenziellen Sollbruchstellen an den Finanzmärkten**, die sich derzeit bilden. Das ist der Gegenstand dieses Artikels. Ich nenne dabei auch die wichtigsten **apokalyptischen Reiter**, die Institutionen und Firmen, die Sie in den kommenden Jahren besonders gut beobachten sollten.

Meine sechs wichtigsten Sollbruchstellen in der globalen Finanzarchitektur sind:

- Überschwang bei Private Debt
- Private Equity und Software
- Die CLO-Maschine
- Das Bermuda-Dreieck
- Die SRT-Finanzierungsschleife
- Die grosse KI-Wette

Sollbruchstelle Nr. 1: Überschwang bei Private Debt

Seit ein Private-Debt-Produkt von Blue Owl in einen Liquiditätsengpass geraten ist, ist das Thema in aller Munde. Es wird überall davon gewarnt, dass die Branche insbesondere während der Tiefzinsphase vor Corona zu sorglos in schwächere Geschäftsmodelle investiert hat und nun vor einer Refinanzierungswelle steht, die zu einem Crash in der Anlageklasse führen könnte.

Und tatsächlich, wer Schwachstellen finden will, wird fündig. Seltsame Preise, Einkommen ohne Cashflows oder Anreize zur Verschleierung von Bankrotten gelten als gern zitierte Red Flags. Dagegengehalten wird, dass der Leverage in den Privatmarkt-Konstrukten gemeinhin tief ist, die Fristen von Anleger und Betreiber weitgehend kongruent sind und ein «Run» auf die Anlageklasse deshalb unwahrscheinlich ist.

Ein enorm interessanter Artikel von Partners Group («The Golden Age of Private Credit Selection») hat Wasser auf den Schmelbrand gegossen. So soll das Gewinnwachstum im Bereich Direct Lending, also bei Private Debt im engeren Sinne, abgeflacht, aber nicht verschwunden sein. Wichtige Kennzahlen wie Zinsdeckungsgrad, Eigenkapitalisierung oder Ausfallraten sollen weiterhin stimmen. Ich halte dagegen, dass die Trends bei den Verwertungsquoten («recovery rates») bei Direct Lending und bei Leveraged Loans ein unmissverständliches Zeichen von unterschwelligem Problemen sind, denn diese Recoveries haben sich gemäss diversen Quellen in den letzten Jahren fast halbiert.

Apokalyptische Reiter sind Blue Owl, die Notenbanken, die Aufsicht und die Rating-Agenturen.

Blue Owl: Dies ist der Privatmarktanbieter, der über den grössten Anteil an nervösen Privatkunden verfügt und gleichzeitig ein zentraler Player im Aufbau von Rechenzentren ist (wir kommen darauf zurück). Blue Owl hat sich noch vorletztes Jahr als weltgrösste Gläubigerin von Software-Firmen verkauft.

Die Notenbanken: Keine systemischen Finanzprobleme ohne zu lockere Geldpolitik, und Private Debt wurde befeuert in den Zeiten von tiefen Zinsen.

Die Aufsicht: Der Siegeszug von Private Debt wäre ohne das Plazet der Aufsicht undenkbar.

Die Rating-Agenturen: Die Verleihungen bei Private Debt weisen keine Ratings auf, gewisse Fonds und Strukturen aber schon, und hier ist es ein offenes Geheimnis, dass Rating-Arbitrage betrieben wird, bei dem die Rating-Agenturen gegeneinander ausgespielt werden – und zwar sowohl die grossen Agenturen wie auch kleinere, dubiosere Anbieter.

Ist der Überschwang bei Private Debt ein grosses, unmittelbares Risiko?

Wohl nicht. Aber Überraschungen sind jederzeit denkbar. Speziell bei Krediten an Unternehmen, die sich 2021 zu sehr niedrigen Zinsen refinanziert haben.

Sollbruchstelle Nr. 2: Private Equity und Software

*«If you're worried about direct lending at all, you've got to be really worried about private equity»: **Doug Ostrover**, Co-CEO und Verwaltungsratspräsident von Blue Owl*

Software ist ein grosses, unverantwortlich grosses Klumpenrisiko im Privatmarkt, es steht für 40% aller Deals quer durch das Venture-, Growth- und Buyout-Geschäft in Private

Equity, und auch 25 bis 35% der Private-Debt-Ausleihungen gingen an Softwarefirmen.

Was das Problem so gefährlich macht: Nicht nur die Konzentration der Anlagen in Software ist hoch, auch die Konzentration der Anbieter in Private Debt und Private Equity ist enorm. Und wem das nicht genügt: Auch die Korrelation der Softwareausleihungen quer durch die Portfolios ist hoch.

Aber auch hier beruhigt der oben erwähnte Artikel von Partners Group bis zu einem gewissen Grad: Die Gefahr von KI für Softwareanbieter wird zwar erkannt, aber nicht jede Software sei im gleichen Ausmass von KI betroffen. Viele Softwareanbieter verfügen weiterhin über massive Burggräben, die von KI nicht beseitigt werden können: proprietäre Daten, Regulierung, Compliance etc. schützen vor kompletter Disruption.

Zählt man solche Firmen von der Gesamtheit ab, identifiziert Partners Group noch etwa 7% an kritischem Direkt-Exposure zu KI. Kommt hinzu, dass die Sponsoren von Private Equity selbst KI in ihre Abläufe integrieren.

Apokalyptische Reiter: KI, Blue Owl

Ist Software ein grosses, unmittelbares Risiko?

Wohl eher (noch) nicht, die Maturity Wall ist für 2028 angesagt. Man sollte dieses Vorbeben aber nicht unterschätzen.

Sollbruchstelle Nr. 3: die CLO-Maschine

Eine riesige Vermögenskategorie namens «Leveraged Loans» existiert nur, um Material für CLO-Strukturen zu beschaffen. Wir reden hier von bald 1 Bio. \$ alleine in den USA. CLO sind strukturierte Produkte, die mittels Spread-Arbitrage ein hohes Rating mit hohen Renditen verbinden und in die institutionelle Kunden wie Versicherungen und Pensionskassen (und ja, auch Private-Debt-Fonds) gerne investieren.

Diese Strukturen sind an Schönheit nicht zu überbieten, sind enorm robust und haben bis jetzt jeden Sturm überlebt (mehr dazu in diesem Artikel). Der Artikel war eine Art von Liebeserklärung, aber ich hatte schon damals geschrieben, dass ich mir in dem Moment Sorgen zu machen beginne, in dem der (unvermeidliche) Schritt gemacht wird, **Leverage mit Leverage** zu verbinden, so wie das vor der Grossen Finanzkrise passiert ist. Sie erinnern sich vermutlich an die damalige Quadratur der CDO, die das Ende von AIG und fast der ganzen Finanzwelt eingeläutet haben. Es scheint, als sind wir wieder so weit. AMAPS (steht für Apollo Multi-Asset Prime Securities) ist ein Akronym, das Sie im Hinterkopf behalten sollten. Ich halte Sie auf dem Laufenden.

Apokalyptische Reiter sind die Rating-Agenturen. Versagen sie, steht die gesamte Finanzwelt erneut auf dem Scheitstock.

Ist die CLO-Maschine ein grosses, unmittelbares Risiko?

Kaum, aber eine nachhaltige Störung des CLO-Marktes würde eine sofortige Bruchlandung der Private-Equity-Maschine bedeuten. Auslöser sind mehrere denkbar.

«Without CLOs, the Leverage-Loan-market collapses. And without Leveraged Loans, private equity collapses», Rod Dubitsky, einer der führenden Beobachter im Bereich Leveraged Finance.

Sollbruchstelle Nr. 4: das Bermuda-Dreieck

Stellen Sie sich vor, Sie sind ein Private-Debt-Anbieter auf Kundensuche. Sie kaufen einen Lebensversicherer – ein «Match made in Heaven», da dieser langfristige, renditestarke Anlagen braucht. Nun bestücken Sie ihn mit Ihren eigenen Kreditprodukten. Da die Regulierung Grenzen setzt, gründen Sie zusätzlich einen Rückversicherer in einer Steueroase wie Bermuda. Dorthin transferieren Sie einen Teil der Risiken samt den Private-Debt-Anlagen. Das setzt beim heimischen Versicherer Eigenkapital frei, mit dem er prompt die nächste Tranche Ihrer Kredite kauft.

Um noch mehr Kapital zu hebeln, gründet der Versicherer eine Zweckgesellschaft (SPV). Diese sammelt über garantierte Anleihen frisches Geld von Pensionskassen ein, das ebenfalls in Private Debt fließt – und über Bermuda weitergemixt wird. Klingt unseriös? Keineswegs. Dieses Konstrukt ist im weltweit grössten Markt, den USA, staatlich genehmigt und die Norm. Fachbegriffe wie «Private Equity Sponsored Life Insurance» oder «Captive Reinsurance» verschleiern, dass Lebensversicherer zu reinen Private-Credit-Maschinen umfunktioniert werden.

Zwar bewegt sich dies im regulierten Rahmen, doch die Risiken sind beträchtlich. Droht dem Rückversicherer die Pleite, greift das sogenannte «Recapture-Risk»: Die illiquiden Risiken schlagen voll auf die Bilanz des Lebensversicherers durch. Er müsste die Anlagen in einen ohnehin kollabierenden Markt

hinein zwangsverkaufen. Statt Risikodiversifikation herrscht hier maximaler Leverage innerhalb desselben Systems. Das hat mit Lebensversicherung so viel zu tun wie Zitronenfalter mit Zitronen falten.

Haben Sie von dieser Sollbruchstelle schon gehört? US-Lebensversicherer halten derzeit ein verbrieftes Exposure von 2 Bio. \$ in solchen illiquiden Kreditformen auf ihren Bilanzen – darunter auch die berühmten CLOs. Spüren Sie, wie sich die Einzelrisiken langsam zusammenfügen?

Apokalyptische Reiter: Meister des Bermuda-Dreiecks aus amerikanischen Anlagen, privaten Krediten und Bermuda-Rückversicherung sind **Apollo und Athene**. Aber auch KKR und Global Atlantic sowie Blackstone und Resolution Life funktionieren nach dieser Schablone. Und zu den apokalyptischen Reitern gehört auch hier die **Aufsicht**, die in den USA passenderweise aufgesplittert ist in Gliedstaaten und Bund.

Ist das Bermuda-Dreieck ein grosses, unmittelbares Risiko?

Und ob! Nur schon eine Verwerfung in den Risikoaufschlägen in dieser monumentalen Arbitrage-Übung würde Schockwellen durch alle Märkte lostreten. Nicht zu denken an eine dabei entstehende Zunahme der Korrelation innerhalb der Konglomerate.

Ist das Bermuda-Dreieck eine kriminelle Vereinigung, eine Verschwörung?

Nein, es ist die logische, nachvollziehbare Entwicklung einer Struktur von **Anreizen**, die vom Regulator offensichtlich so gewollt ist, sonst hätte er sie nicht so gemacht.

Sollbruchstelle Nr. 5: die SRT-Finanzierungsschleife

Erhöht die Bankenaufsicht die Eigenkapitalanforderungen für KMU-Kredite, werden diese für Banken teurer. Die Lösung: Die Bank verbrieft das Risiko über sogenannte *Significant Risk Transfers* (SRT) und lagert es unbemerkt an die Private-Debt-Branche aus. Das schont das regulatorische Eigenkapital, steigert die Gesamtkapitalrendite (ROA) und treibt den Aktienkurs. Das Absurde: Den dafür nötigen Hebel (Leverage) leiht sich die Private-Debt-Branche oft bei genau den Banken, deren Risiken sie übernimmt – eine klassische Endlosschleife.

Kritiker wiegeln ab, die Volumina seien im Vergleich zum Gesamtmarkt zu gering für ein strukturelles Risiko. Doch Bloomberg beziffert die referenzierten SRT-Portfolios bereits auf 500 Mrd. €. Das spart den teilnehmenden Banken im Schnitt 43 Basispunkte Eigenkapital – viel Geld bei ohnehin hauchdünnen Kapitalquoten. Zudem boomt das Geschäft.

Zu den apokalyptischen Reitern gehört die Aufsicht, die tatenlos zusieht, sowie die US-Grossbank Wells Fargo, die trotz schwacher Tier-1-Ratio im Private-Credit-Geschäft vorn mitmischt. Mittlerweile prüfen Banken wie Société Générale oder Morgan Stanley SRTs sogar zur Absicherung von Krediten für Rechenzentren.

Sollbruchstelle Nr. 6: der KI-Infrastruktur-Boom

Allein 2026 investieren die vier Tech-Giganten (Amazon, Meta, Microsoft, Alphabet) rund 725 Mrd. \$ in Datenzentren – mehr als die inflationsbereinigten Kosten für das Manhattan-Projekt, den Marshall-Plan und das Apollo-Programm zusammen. In den nächsten Jahren sollen es je nach Schätzung gar 3 Bio. bis 5 Bio. \$ sein. Da dies die Cashflows der Hyperscaler bei weitem übersteigt, fluten Technologieunternehmen die Anleihenmärkte, weshalb die Kreditmärkte zunehmend mit den Tech-Aktien korrelieren. Hinter fast jeder Ausleihung stehen – oft über hochkomplexe Off-Balance-Sheet-Konstrukte – dieselben wenigen Hyperscaler. Knicken deren künftige Cashflows ein, gerät das gesamte System ins Wanken.

Die apokalyptischen Reiter im Überblick:

CoreWeave: Das Unternehmen baut oder least Rechenzentren und vermietet Rechenleistung. Dafür kauft es im grossen Stil Chips bei Nvidia. Das Geschäft ist enorm profitabel, aber auch hochgradig zyklisch. Die CoreWeave-Assets bestehen primär aus Nvidia-Chips, die sich technologisch rasant entwerten.

Oracle: Oracle ist zwar deutlich konservativer als CoreWeave, ist aber dennoch hoch riskant. Das Unternehmen kämpft gegen Amazon, Microsoft und Google und muss deshalb aggressiv sein im Pricing. Wegen der Preispolitik und der massiven Investitionen wird es bis nach 2030 negative Cashflows aufweisen. Das grösste Risiko von Oracle ist aber ihre hoch gehebelte Wette auf OpenAI.

OpenAI: Die grösste Wette der Finanzwelt. ChatGPT wird schätzungsweise 150 Mrd. \$ verbrennen, bevor das Unternehmen profitabel ist. Das ist eine Pulverisierung des

bisherigen Weltrekords, aufgestellt von Uber, die 32 Mrd. \$ verbrannt hat. Zum Vergleich: Amazon hatte 2 Mrd. \$ verbraten, man konnte es damals kaum fassen. OpenAI ist der grösste künstliche Nachfragegenerator im System, das Wachstum basiert auf spekulativen Vorabwetten statt gesicherter Nachfrage. Ein Scheitern würde das KI-Kartenhaus zum Einsturz bringen.

Nvidia: Stützt das System durch aggressives *Vendor Financing*, also Kredite und Beteiligungen an den eigenen Chip-Käufern. Das Unternehmen macht alles, um das System stabil zu halten. Kommt es bei Nvidia zu irgendeiner Enttäuschung, wackelt das System.

China: Könnte den Westen strategisch unterbieten, indem es Rechenleistung und LLMs drastisch günstiger oder kostenlos anbietet und so das Kartenhaus zum Einsturz bringt.

Ist der KI-Ausbau ein grosses, unmittelbares Risiko für die Finanzmärkte?

Kaum. Derzeit kann das Angebot die Nachfrage nach Rechenleistung kaum decken. Und solange dies so bleibt, läuft das System.

Fazit: Isoliert betrachtet wirken die sechs Risiken kontrollierbar – ihre wahre Sprengkraft liegt in ihrer unbemerkten Verflechtung.

Ist alles kein Problem?

Es ist Ihnen vielleicht aufgefallen, dass es Querverbindungen gibt. Es sind ähnliche Player, und es gibt Überlappungen. Probleme bei einer Sollbruchstelle könnten deshalb Stress bei einer anderen Sollbruchstelle auslösen. Das ist die Essenz **meines nächsten Artikels**. Er hat zu tun mit dem langsamen Übergang des Finanzmarktes in einen neuen Zustand, der gefährlicher ist als alles seit 2008. Ist er gar gefährlicher als 2008? Die Dimensionen sind jedenfalls grösser.

Wir alle leben in einem First-to-Default-Basket. Was das ist? Etwas Hochinteressantes! Genau darum geht es in meinem nächsten Artikel.

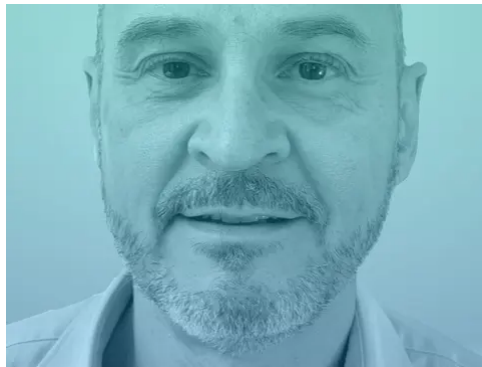
Und hier die versprochenen Ticker, die Sie in den kommenden Quartalen genau beobachten sollten: **OWL** (Blue Owl), **WFC** (Wells Fargo), **SPBDRLY** (Renditen von Leveraged Loans), **CRWV** (CoreWeave), **ORCL** (Oracle), **NVDA** (Nvidia) und (bald erhältlich) der Ticker für Futures-Kontrakte auf Rechenleistung.

P.S. Ich habe bei der Recherche zu dieser Serie Hunderte von interessanten Artikeln gelesen. Mein Favorit ist ein Beitrag des unvergleichlichen Finanzbloggers Arie van Gemeren, der den heutigen KI-Ausbau mit dem Glasfaserausbau in den späten Neunzigerjahren vergleicht.

Die Parallelen sind gespenstisch: Glasfasern wurden als so transformativ betrachtet wie KI heute, und wie heute lautete das Motto «The winner takes all», womit die massiven, schuldenfinanzierten Investitionen gerechtfertigt wurden. Die Folge waren massive Überkapazitäten.

Es war denn auch nicht die Idee, die nicht funktionierte, sondern die Kapitalstruktur. Die Nachfrage kam 2007 mit der Killer-Applikation iPhone tatsächlich, und das big time. Nur war das für die meisten damaligen Player zu spät, wegen der hohen Schulden hat fast niemand überlebt. Gewonnen haben andere, darunter Apple.

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: 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

**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



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.