

Die nächste Anlagewelt

Meinung Private Equity und Private Debt sind für Anbieter höchst rentabel. Entsprechend gross ist der Anreiz, auch jene Investoren in diesen Markt zu locken, die bisher abseits standen. Ein erster Schritt dazu ist die Verschmelzung kotierter und privater Anlagen in den Benchmarks.

JÜRGEN LUTZ

Die Indizes sind verzerrt, ungenügend diversifiziert und werden durch den wachsenden Privatmarkt zunehmend herausgefordert. Mindestens ebenso wichtig: Anleger in kotierten Aktien bleiben von einem grossen Teil jenes Wachstums ausgeschlossen, das sich inzwischen vermehrt in den Privatmärkten abspielt. Ein Hinweis von Morningstar genügt, um die Dimension zu zeigen: Allein im amerikanischen Privatmarkt gibt es derzeit 795 Unternehmen mit einer Bewertung von jeweils mehr als einer Milliarde Dollar.

Die Richtung ist klar: In den grossen Anlage-Benchmarks kommt es zu einer Verschmelzung öffentlicher und privater Märkte. Alle sollen alles kaufen dürfen. Oder am Ende sogar müssen?

Zwar fliehen Retail-Investoren derzeit gerade aus semiliquiden Strukturen des Privatmarkts – etwa aus Produkten von Blue Owl, Blackstone oder KKR. Doch das dürfte nur ein Zwischenspiel sein. Die Anbieter werden daraus lernen und nach eleganten Lösungen suchen, um die offensichtliche Inkongruenz zwischen Liquidität und Illiquidität zu entschärfen.

Der letzte Wachstumstopf

Hinweise darauf liefern drei Zahlen. Die erste: 14 Billionen Dollar. So gross ist jener Teil des amerikanischen Vorsorgemarkts, der gemäss Bloomberg bislang kaum von Private Equity und Private Debt erschlossen ist. Gemeint ist der Bereich der «Defined Contributions», also jener Vorsorgegelder, die Beschäftigte in den USA eigenverantwortlich anlegen können. Demgegenüber stehen die «Defined Benefits», bei denen der Arbeitgeber die Anlageentscheide trifft.

Das Vehikel trägt einen eigentümlichen Namen: 401(k). Für Banker ist es ein verheissungsvoller Markt. Dorthin drängen die etablierten Privatmarktanbieter ebenso wie Nachzügler – oft traditionelle Vermögensverwalter unter

erheblichem Margendruck – und auch Banken, die längst eigene, privatmarktähnliche Anlageinstrumente entwickelt haben. Sie alle suchen hier neue Ertragsquellen. Man sollte sich nichts vormachen: Was in den USA eingeführt wird, erreicht mit zeitlicher Verzögerung meist auch Europa.

Die zweite Zahl: 19000. So viele Private-Equity-Fonds gibt es allein in den USA. Somit gibt es in den USA inzwischen mehr Private-Equity-Fonds als McDonald's-Filialen.

Die dritte Zahl: 75 Milliarden Dollar. So viel nahm der Börsengang von SpaceX ein – der grösste IPO der Geschichte. Die Emission bewertete das Unternehmen mit rund 1,8 Billionen Dollar, ehe die Aktie bereits in den ersten Handelstagen deutlich zulegte. Was lange als überzogene Vision galt, ist damit Realität geworden. Und SpaceX dürfte nicht der letzte Gigant sein, der den Sprung aufs Parkett wagt: Auch OpenAI oder Anthropic gelten als mögliche Kandidaten für einen Börsengang.

All diese Zahlen weisen in dieselbe Richtung: Der Privatmarktsektor ist zu gross geworden, um neben den öffentlichen Kapitalmärkten ein Nischendasein zu führen. Die Trennlinie zwischen den öffentlichen und den privaten Kapitalmärkten beginnt zu verschwimmen.

Die alten Käufer sind satt

Im Juni 2025 übertrafen laut Standard & Poor's weltweit 62 Prozent der Pensionskassen ihre Zielallokation in Private Equity. Das ist bemerkenswert. Versicherungen, Pensionskassen, Family Offices und Staatsfonds – also jene Investoren, die den Boom der Privatmärkte bislang getragen haben – sind weitgehend investiert. Und mehr noch: Viele sind ernüchtert.

Zu stark war zuletzt die Performance öffentlicher Aktienmärkte. Private Equity hat in der Breite unterdurchschnittlich abgeschnitten, gleichzeitig blieben die Rückflüsse an die Investoren hinter den Erwartungen zurück. Die höheren Zinsen verschärfen das

Problem zusätzlich. Hinzu kommt, dass die Unterschiede innerhalb der Anlageklasse enorm geworden sind: Einige wenige Fonds erzielten spektakuläre Resultate, viele andere hingegen enttäuschten deutlich.

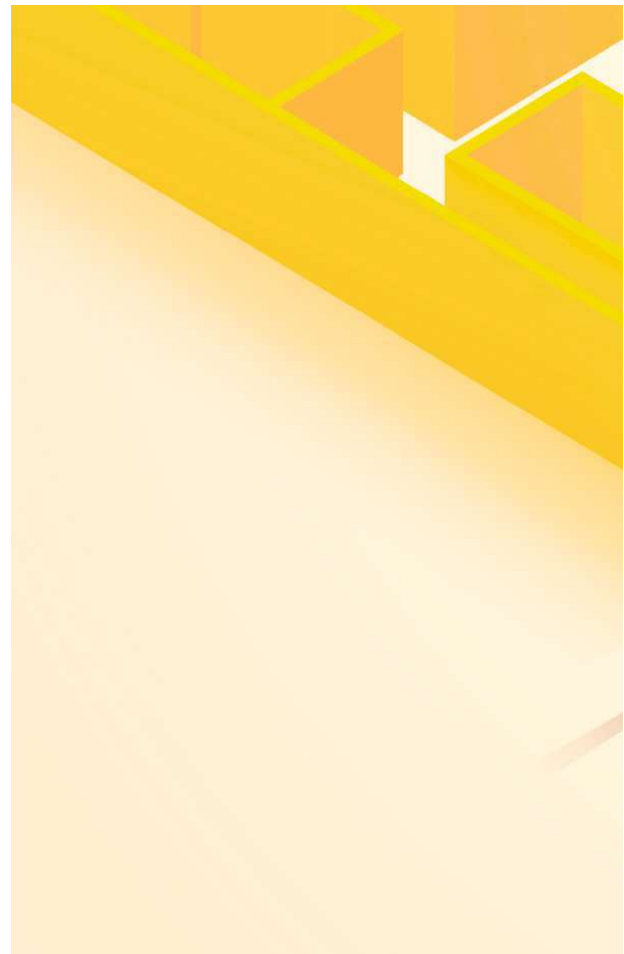
Doch gerade diese grosse Streuung relativiert den Aussagekraft der Durchschnittsperformance. Untersuchungen zeigen, dass die Renditeverteilung im Private-Equity-Markt stark positiv verzerrt ist: Die wenigen Ausreisser nach oben treiben den Durchschnitt, während eine grosse Zahl von Fonds unterdurchschnittliche Resultate erzielt. Oder anders gesagt: Die durchschnittliche Performance suggeriert Erträge, die ein erheblicher Teil der Investoren in der Praxis nie erreicht.

Die Ernüchterung überrascht daher nicht. Entsprechend gross ist inzwischen der Bestand an Beteiligungen, die von den Private-Equity-Gesellschaften nicht verkauft werden können. Um Absreiber oder Notverkäufe zu vermeiden, werden diese Positionen zunehmend in sogenannte Continuation Funds ausgelagert – also in Vehikel, mit denen bestehende Beteiligungen künstlich verlängert werden.

Der Index als Schleuse

Nur wenn sich die für ETFs massgebenden Indizes verändern, lassen sich die grössten Anlageströme in die gewünschte Richtung lenken. Die dafür nötigen Vehikel – bestehende oder noch zu schaffende – werden kommen. Der Anreiz für findige Finanzanbieter ist zu gross.

Der Ärger mit abwandernden Retail-Investoren, die sich aufgrund eines Grundlagenirrtums in semiliquiden Private-Debt-Gefässe verirrt haben und bei der ersten Irritation ihr Geld wieder abziehen, dürfte durch eine stabilere, wachsende Schar passiver Anleger abgelöst werden. Diese werden von tiefen Gebühren und kompetitiver Performance angezogen und vereinnahmen bereits heute mehr Kapital als aktiv gemanagte Fonds in öffentlichen Anla-



Die neue Anlagewelt verspricht mehr Möglichkeiten – und verlangt mehr Orientierung.

Viele Firmen wachsen im Privatmarkt und kommen erst spät, schwer und teuer an die Börse.

gen. Und ja: Die Gebühren für solche gemischten ETFs dürften höher ausfallen. Anleger werden sie bezahlen. Man sollte die Marketingabteilungen der Anbieter mit ihren farbigen Charts vergangener Zeiträume nicht unterschätzen.

Science-Fiction? Kaum. Bereits heute entstehen ETFs und Indizes für gemischte Anlagen, also für öffentliche und private Märkte. Die wichtigsten Indexanbieter sind aktiv: MSCI mit dem «MSCI All Country Public + Private Equity Index» und Morningstar mit dem «Modern Market 100 Index». Es sind erste, noch ungelungene Versuche einer kommenden gewaltigen und folgenreichen Benchmark- und ETF-Iteration.

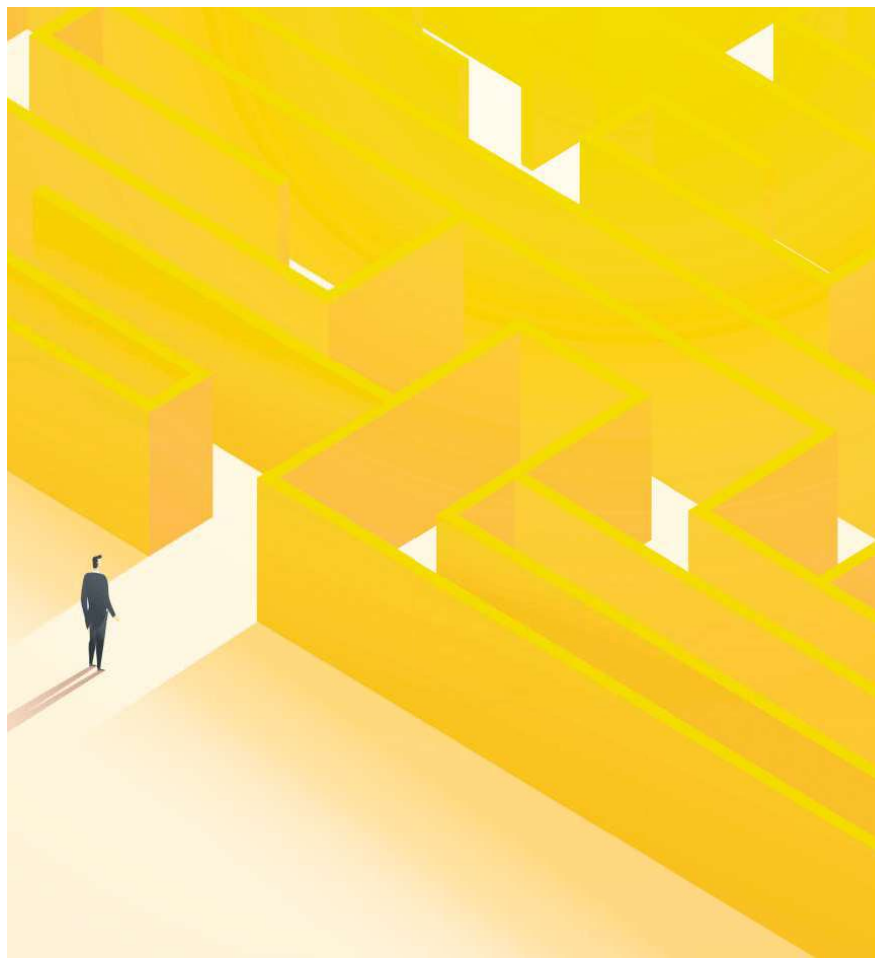
Und hier eine interessante Grafik. Sie stammt aus dem Marketingmaterial von Morningstar und soll belegen, dass «moderne» Anlagen die «veralteten», rein öffentlichen Indizes schlagen.

Im Chart von Morningstar (siehe rechts) sieht man den herkömmlichen Index für US-Large-, -Mid- und -Small-Cap-Aktien (schwarze Linie). Hätte man nicht nur in öffentliche Unternehmen investiert (orange Linie), sondern zusätzlich in die zehn grössten Privatfirmen, hätte sich eine deutliche Outperformance ergeben. Mit Betonung auf «hätte». Denn aus mehreren Gründen ist diese Darstellung nur halbseriös. Doch man sollte sich auf ein kommendes Bombardement der Finanzmarktanbieter gefasst machen.

Was der Markt nicht zeigt

Eigentlich sind Konstrukte wie der Nasdaq, der S&P 500 oder der MSCI World seltsame Massstäbe für die Wertschöpfung eines Landes oder einer Region. Mehr als 90 Prozent aller Unternehmen mit einem Umsatz von über 100 Millionen Dollar sind nicht kotiert – bei einem Universum von rund 20000 solchen Firmen. Das ist ein enormes Potenzial.

Nvidia, Apple, Coca-Cola, ja der ganze S&P 500, bildet nur einen Ausschnitt der amerikanischen Wirtschaft



ab. Auf die Unternehmen im Index entfallen lediglich 21 Prozent der Beschäftigten in der amerikanischen Privatwirtschaft. Und: Ein grosser Teil der Zukunft findet in öffentlichen Indizes gar nicht statt. Venture-Capital-Investoren finanzieren derzeit rund 5000 KI-Unternehmen – mehr Firmen, als in den USA kotiert sind. Viele davon sind kaum bekannt, weisen aber bereits erstaunliche Bewertungen auf. Ähnliches gilt für Biotech und Fintech.

Länderindizes sind damit heute kaum repräsentativer für eine Volkswirtschaft als zu Zeiten, als alle auf den Dow Jones Industrial Average blickten. Man kann die Argumentation auch umdrehen: Privatmarktanlagen könnten

die engen, hoch bewerteten öffentlichen Indizes ausweiten – und sie damit auch repräsentativer machen.

Privat, aber mit Preisschild

Damit Privatmarktanlagen über ETFs investierbar werden, braucht es Veränderungen. Vor allem müssen sie Preissignale liefern. Denn ohne Preis gibt es keine Performance-Daten. Der Sekundärmarkt für Private Debt und Private Equity ist bereits im Entstehen – und damit werden Privatmarktanlagen weniger «privat».

Insbesondere Apollo, der führende Anbieter von Private Debt, hat dies erkannt und treibt die Entwicklung

voran. Sehr zum Missfallen vieler etablierter Privatmarktanbieter, die in ihrer lukrativen, verschwiegene und intransparenten Nische lieber unter sich bleiben möchten.

Zweitens braucht es mehr Sekundärtransaktionen. Auch sie machen Privatmarktanlagen weniger «privat», und der Umfang solcher Wiederverkäufe wächst stetig. Drittens braucht es mehr Transparenz. Bereits heute wird über ein regelmässiges Reporting für alle Unternehmen ab einer gewissen Umsatzgrösse nachgedacht – und damit auch für den Hauptthrust der möglichen Privatmarkt-Targets.

Hinzu kommt, dass die Verträge im Direct Lending wohl noch zu wenig

standardisiert sind. Genau hier liegt ein Vorteil der Leveraged Loans, die ebenfalls oft fälschlicherweise dem Privatmarkt zugerechnet werden. Dabei handelt es sich um ein standardisiertes liquides Produkt verbriefter Firmenkredite, meist mit Rating einer Agentur. Auch sie könnten es in den kommenden Melting Pot schaffen. Selbst derivative Instrumente auf Privatmarktanlagen werden bereits konstruiert.

Nicht jede Anlageform im Bereich Private Markets ist kompatibel mit dem hier skizzierten Vorgehen einer Passivierung von Private Equity und Private Debt. Doch die Branche ist enorm anpassungsfähig. Man muss nur die Anreize wirken lassen: Allein im vergangenen Jahr wurden 41 Evergreen Funds für Private Debt lanciert – genau aus den genannten Gründen.

Späte Gäste, hohe Preise

Viele Unternehmen durchlaufen ihr stärkstes Wachstum heute im Privatmarkt – und kommen erst spät, schwer und teuer an die Börse. Blickt man auf die potenziellen Jumbo-Börsengänge dieses Jahres, drängt sich ein unschönes Bild auf: Manche dieser Neuankömmlinge wirken nicht nur aufgebläht, sondern zugleich ausgezehrt – zumal minimale Gewinne auf stratosphärische Bewertungen treffen.

Dabei sprechen wir längst nicht mehr nur von Unicorns, also privaten Unternehmen mit einer Bewertung von mindestens einer Milliarde Dollar. Die neue Fauna heisst Decacorns, mit mehr als 10 Milliarden Dollar Bewertung, oder Hectocorns, mit mehr als 100 Milliarden. Und wie nennt man private Unternehmen mit einer Bewertung von mehr als einer Billion Dollar? Kilocorns?

Es besteht die reale Gefahr, dass der öffentliche Markt zum Atomendlager wird. Anleger, die ETFs für öffentliche Aktien halten, könnten in diesem Jahr von überirdisch bewerteten Neuzugängen kalt erwischt werden. Firmen, deren Wert nach dem Börsengang in sich zusammenfallen könnte wie ein Soufflé, das zu lange im Ofen war. Wann gab es das schon, dass eine ohnehin miserable Diversifikation eines Index durch zusätzliche Eintritte weiter verschlechtert wird? Verkehrte Welt.

Wenn man sich etwa die Aufwertungen ansieht, die in Finanzierungsrunden kurz vor möglichen Börsengängen vorgenommen werden – SpaceX ist ein Beispiel –, kann einem um die Endabnehmer im öffentlichen Markt angst und bange werden. Die Shortseller dürften mit gewetzten Messern auf diese Börsengänge warten.

Wer kassiert am Ende?

ETF-Anleger sind treu, stabil, akzeptieren jeden noch so zweifelhaften Titel im Index – und sie sind sparsam. Für Anbieter ist vor allem Letzteres ein Problem. Die Gesetzgebung in den USA war bisher so ausgestaltet, dass hohe Gebühren im 401(k)-Bereich nur schwer durchsetzbar waren. Das naheliegende Gegenmittel heisst Lobbying. Die Gebühren dürften deshalb steigen.

Wer davon profitieren wird, ist eine der interessantesten Fragen der kommenden Jahre. Sind es die heutigen Privatmarkt-Titanen? Grosse Vermögensverwalter mit Distributionskraft? Die Banken mit ihren Produkten? Oder die etablierten ETF-Anbieter?

Viele Anbieter erhalten vermeintlich eine letzte neue Chance. Doch man muss kein Prophet sein, um zu vermuten, dass die Mehrzahl von ihnen zermalmt werden könnte, wenn die Nischen zusammengeführt werden. Schon heute gibt es eine ungesunde, ja toxische Konzentration: bei Banken, Vermögensverwaltern und Privatmarktanbietern, aber auch auf der Nachfrageseite, bei Staatsfonds, Pensionskassen und Versicherungen. Dieser Konzentrationsgrad könnte sich noch einmal sprunghaft erhöhen.

Die Normalisierung beginnt

Kokolores wie IRR, die «Internal Rate of Return», versteht der ETF-Anleger nicht. Die – sagen wir: kreativ berechneten – Performance-Zahlen der Private-Equity-Anbieter kann er mit einem Finanzrechner kaum nachvollziehen.

Absurditäten wie Performance Fees von 20 Prozent versteht der ETF-Anleger zwar. Akzeptieren dürfte er sie aber kaum. Dafür ist er nicht so konditioniert wie der institutionelle Anleger, der sich quartalsweise geisseln lässt.

Und wie steht es denn um das Private-Debt-eigene Raritätenkabinett aus PIK, LME und weiteren Konstruktionen zur künstlichen Reduktion von Ausfällen? PIK steht für «Payment in Kind», LME und meint klamme Schuldner, die ihre Coupons nicht bar bezahlen, sondern – sehr überspitzt formuliert – auf dem Bierdeckel anschreiben lassen. LME steht für «Liability Management Exercise», also halbseidene Transaktionen für halbtote Schuldner.

Die Antwort auf diese Fragen steht noch aus. Es ist allerdings kaum anzunehmen, dass die Branche freiwillig auf solche Kunstgriffe verzichten wird. Das Beharrungsvermögen der Anbieter sollte man nicht unterschätzen. Denn niemand hat etwas davon, wenn das Kartenhaus zusammenfällt, bevor auch der letzte Privatanleger investiert ist.

Was heisst das? Die Privatmarktanbieter müssen «normaler» werden. Sonst wird es nichts mit dem Wachstum in den amerikanischen 401(k)-Pensionsplänen, dem letzten grossen Wachstumstopf. Die Prognose: Immer weniger Anbieter werden immer grösser, viele andere zombifizieren und sterben ab. Das Gebührensterben geht weiter. Gleichzeitig sitzen immer weniger Akteure am Tisch. Die Konzentration nimmt zu – und mit ihr die «Too big to fail»-Problematik sowie die Risiken.

Die Frage, wem dies auf Anbieterseite nützt, ist interessant. Die wichtigste Frage lautet jedoch: Wie wird es dem Anleger dabei ergehen?

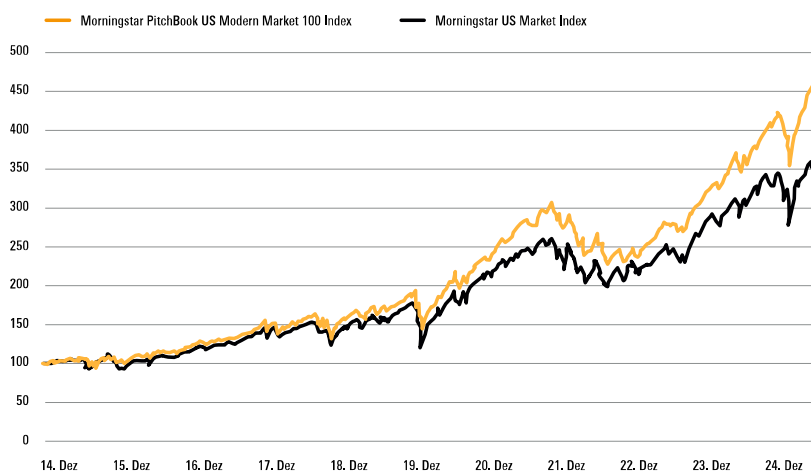
Meinung Jürg Lutz ist Anleihspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist.

the market
NZZ

Dieser Artikel ist zuerst auf themarket.ch erschienen. Die Finanzplattform richtet sich an Anleger und ist eine Firma der NZZ-Gruppe.

Privatmarktanlagen könnten die engen öffentlichen Indizes ausweiten – und sie repräsentativer machen.

Entwicklung des Modern Market 100 Index im Vergleich mit dem Morningstar US Market Index



Zeitraum: 31. Dezember 2014 bis 31. August 2025.

Quelle: Morningstar