

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 eleganteren 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 Aussagewert der Durchschnittsperformance. Untersuchungen zeigen, dass die Renditeverteilung im Private-Equity-Markt stark positiv verzerrt ist: Einige wenige 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 Abschreiber 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 semiliquide 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 Zeitreihen 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