

ADOBE STOCK

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 Haupttharst 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 verbrieft 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 Finanzierungsgrundungen 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 Privatmarkt-anbietern, 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» 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 Transfusionen 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.

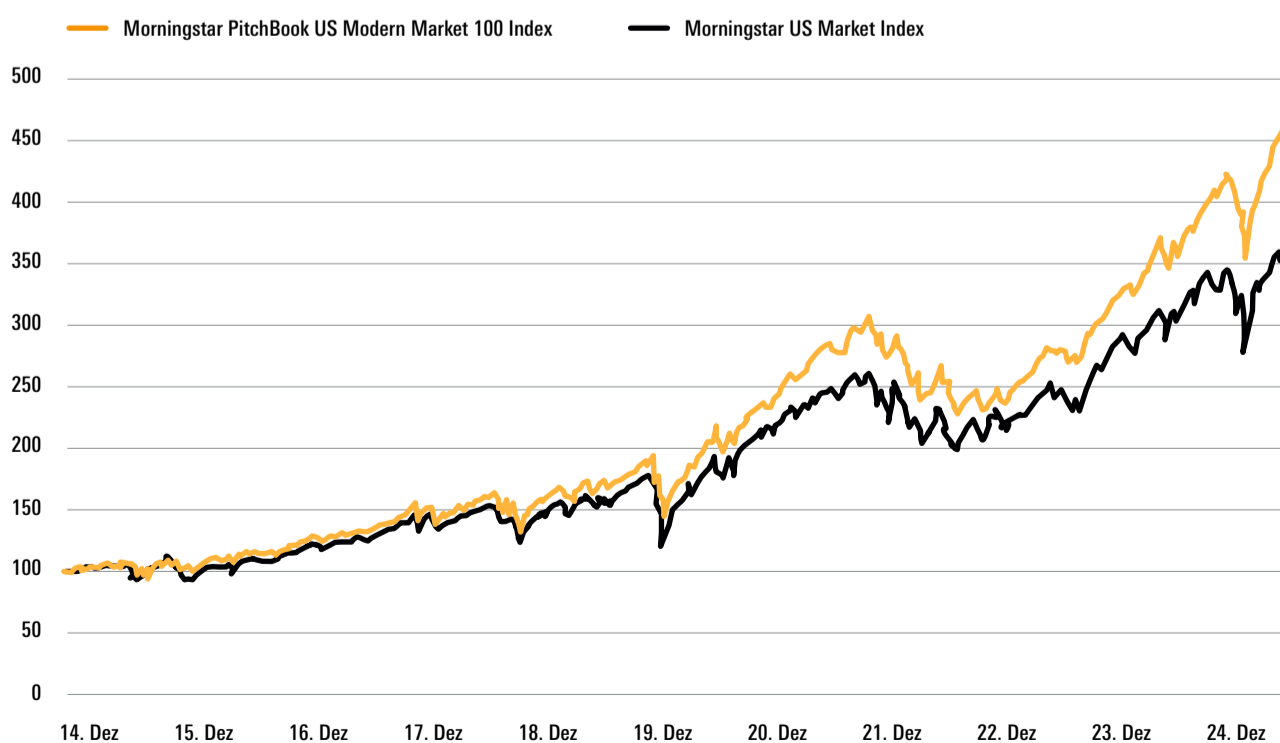
Die Frage, wem dies auf Anbieterseite nützt, ist interessant. Die wichtigste Frage lautet jedoch: Wie wird es dem Anleger dabei ergehen?

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.

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



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

Quelle: Morningstar