

MEINUNG

Neue Anlagewelt: wie ein Flügelschlag eine Abwärtskaskade auslösen kann

Sechs scheinbar isolierte Finanzmarktrisiken von Private Debt bis zur künstlichen Intelligenz sind inzwischen so eng verwoben, dass ein Kreditereignis in einem Sektor alle anderen mit in den Abgrund reißen kann. Betroffen sind sämtliche Anlagen bis hin zu AAA-Anleihen.

Jürg Lutz

24.06.2026, 03.14 Uhr

Es muss im Herbst des Jahres 2002 gewesen sein, als ich fassungslos vor einer Bondliste sass, die für eine Reihe von Emittenten von in € denominierten Junk Bonds Preise um 0.5 für den Kauf und 1 für den Verkauf zeigte – Preise, wie ich sie so tief vorher und nachher nie mehr gesehen habe in meinem Leben.

Es handelte sich um Anleihen von heute längst vergessenen Kabel-, Telefon- und Hardwareproduzenten wie KPNQwest, GTS, Viatel, NTL, Telewest, Callahan, Versatel oder RSL. Es war der Schlusspunkt einer vorangegangenen Manie sondergleichen, die als TMT-Boom (Telecom, Media, Tech) in die Geschichte einging und die eine ganze Generation von Junk-Bond-Investoren arm gemacht hat, auch diejenigen im damals eilends neu aufgebauten europäischen Hochzinssegment.

Jeder Hype entwickelt seine eigene Sprache. Ich hatte viel gelernt über CLECS (Competitive Local Exchange Carriers), UMTS (Universal Mobile Telecommunications System), FIBER (Glasfaser) und LAST MILE, die

«letzte Meile» vom Verteilerknoten bis zur Haustür, das teuerste je gebaute Strassenstück der Weltgeschichte. Auch heute hantieren wir mit einer Plethora von neuen Ausdrücken wie KI, Datencenter, Hyperscaler, LLM, GPU und Token-Maxxing.

Überhaupt sind die Parallelen von damals zu heute geradezu gespenstisch.

Der von mehreren Playern betriebene, parallele Aufbau einer präzedenzlosen Infrastruktur in Erwartung nachhaltig exponentiell wachsender künftiger Erträge ist auch heute stark schuldenfinanziert. Ist die Glasfaser von damals das Rechenzentrum von heute?

Da ist die Folgefrage naheliegend, ob die Geschichte wieder in Tränen endet? Mit Preisen nahe null in Schuldtiteln der gesamten Wertschöpfungskette? Bei einem Ausverkauf von Aktien, Obligationen, Private Debt und einer Myriade von Special Purpose Vehicles, kurz SPV? Nein, ich rede nicht von Google, sondern von CoreWeave und anderen NeoClouds, von Blue Owl, KKR, Bermuda-Konstrukten, unzähligen Datencenter-SPV und gar von Firmen mit Investment-Grade-Rating wie Wells Fargo, Oracle oder Meta.

Absurd, sagen Sie, angesichts der akuten **Knappheit von Rechenleistung**?

Dies ist der fünfte Artikel in einer Serie zu einer neuen, veränderten Anlagewelt, mit der wir uns anfreunden müssen, ob wir wollen oder nicht (die Links zu den bisherigen Artikeln finden Sie weiter unten). In den ersten vier Artikeln habe ich die Bausteine ermittelt, die das Fundament darstellen für einen noch nicht ins Bewusstsein der Märkte geratenen Aufbau von **verborgenen Risiken**. Der Übergang von der alten Risikoarchitektur in die neue ist getrieben von der Anreizstruktur der

Finanzmarktanbieter (Teil 1 der Artikelserie), derjenigen der Investoren (Teil 2), der Eigentümer (Teil 3) und nicht zuletzt von der Aufsicht (Teil 4), die die Richtung der Transformation bestimmt.

Die Zunahme der Konzentration im Finanzmarkt, die Verstümmelung der noch gültigen Benchmarks, das Wachstum der Privatmärkte, die Neuverteilung der Wertschöpfung, die kommende (so meine These) Passivierung der öffentlichen und privaten Märkte in gemeinsame, allumfassende Benchmarks und ETF, all dies ist begleitet von und verwoben mit dem Aufbau von neuen Risiken.

Ich habe diese sechs neuen Risiken in Teil 4 konkretisiert, es sind:

1. Private Debt Exuberance
2. Private Equity und Software
3. Die CLO-Maschine
4. Das Bermuda-Dreieck
5. Die SRT-Finanzierungsschleife
6. Die grosse KI-Wette

Für sich alleine scheint jedes Risiko wahlweise begrenzt, eingedämmt und beherrscht. Die gute, alte Zeit isolierter, bewältigbarer Risiken ist nun aber vorbei. Nicht nur nehmen die einzelnen Risiken rasant zu. Dazu werden die Brandschneisen zwischen den Risiken immer mehr überwuchert durch brennbares Laub, ja die Wälder wachsen komplett zusammen.

Die Wucherungen zwischen den Risiken beherrschen nicht die Schlagzeilen der Finanzpresse, sie sind vielmehr dem Kleingedruckten zu

entnehmen. So finanziert beispielsweise **Private Debt** (Risiko 1) den KI-Ausbau (6) massgeblich mit, ist einer der Hauptabnehmer von SRT (5), investiert in CLO (3), lanciert und betreibt eigene CLO (sog. CFO), bestreitet das Fremdkapital für Software (2), kauft Lebensversicherer (4), stopft sie voll mit Private Debt, SRT und CLO/CFO und rückversichert sie in Bermuda. Private Debt wandert als Anlage in die Portfolios von Lebensversicherern, Pensionskassen, Asset Managern, Versicherungen und Banken. Mit Private Debt kaufen diese **Anleger** somit klassisches Direct Lending, aber auch CLO, SRT, Software, FABN (strukturierte Bermuda-Dreieck-Finanzierungen) und SPV aller Couleur. Alles schön verpackt.

Die **Asset Manager** lancieren gemischte Produkte mit Private Debt und CLO. Die **Banken** finanzieren Private Debt, rückversichern sich bei Private Debt mittels SRT, emittieren Leveraged Loans als Bausteine für CLO, halten selber CLO auf der Bilanz, finanzieren CLO vor, bündeln SRT für Software und Datacenter-Finanzierungen, finanzieren den KI-Ausbau, sind Gegenpartei für Absicherungen und Derivate im Reinsurance-Geflecht des Bermuda-Dreiecks, verhelfen den Asset Managern zu Leverage für ihre Anlagen in CLO und Private Debt.

Die **Rating-Agenturen** sind **zentral** bei der Finanzierung von Private-Debt-Vehikeln, im KI-Ausbau speziell mittels SPV, bei CLO und SRT-Konstrukten, bei der Finanzierung von Lebensversicherungen mittels FABN, bei der Konstruktion von Private-Debt-Produkten für Lebensversicherungen, beim Kreieren von Tranchenprodukten für Versicherer und Pensionskassen und bei Reinsurance-Strukturen. Sie ermöglichen mit speziellen Methoden (ARR) das Software Lending überhaupt erst. Und vergessen wir nicht: Sie werden von den Schuldnern bezahlt.

Die **Aufsicht** pusht gleichzeitig SRT, Private Debt, CLO, das Bermuda-Dreieck und gleich auch noch die Aufnahme dieser Konstrukte in die Portfolios von Versicherern, Banken und Pensionskassen über die Kapitaldeckungsbestimmungen.

Sie sind entschuldigt, wenn Ihnen schwindlig geworden ist.

Diese Aufzählung von Verbindungen ist lediglich das Resultat eines kurzen Brainstormings, es dürften Myriaden von mehr von weniger offensichtlichen Verstrebungen zwischen den Risiken existieren.

Im Finanzjargon spricht man von einem **First-to-Default-Basket**, wenn ein Investor verschiedenen Risiken ausgesetzt ist, die in einem Ausmass miteinander verbunden sind, dass bei einem Knall in einem der Risiken alle anderen Risiken ebenso betroffen sind.

Herkömmlicherweise ist ein First-to-Default-Basket ein Kreditderivat, ein strukturiertes Produkt. Der Käufer bezahlt eine Versicherungsprämie zur Absicherung gegen den Bankrott einer Reihe von Unternehmen, beispielsweise für fünf Jahre lautend auf UBS, SwissRe, Schindler und Novartis. Geht eines der Unternehmen bankrott, bezahlt der Versicherer dem Käufer den Schaden, und das Produkt verfällt. Game over. Emittiert werden diese FTDB mit Laufzeiten zwischen ein und fünf Jahren auf fünf bis zehn Unternehmen üblicherweise von Investmentbanken. Für den ersten Bankrott (genauer: Credit Event) während der Laufzeit ist der Käufer versichert, nicht weniger, nicht mehr.

Die wichtigste Regel des FTDB ist, dass mit dem ersten Bankrott das **gesamte** Gefüge zusammenbricht, will sagen, es zum Schadenfall kommt. Umgemünzt auf unsere Analogie des gesamten globalen Finanzmarktes

heisst dies, dass **wir uns als Investoren alle** in einem FTDB befinden, **wenn** gilt, dass bei einem Vertrauensverlust in einem Sektor sogleich das gesamte System abstürzt.

Ich glaube, **wir sind soweit**. Die besprochenen Verbindungen zwischen den Risiken sind breit und tief genug. Sie sind das Substitut für den Basket-Vertrag. Im Finanzprodukt ist der Basket legal definiert, in unserer Analogie der Anlagewelt wird das Exposure durch die Verflechtungen bestimmt: die Verbindungen **sind** der Basket-Mechanismus. Sie sind bidirektional und sorgen für schnelle Ansteckungen.

Das führt zu einer Reihe von Thesen, die es in sich haben.

These I: Die sechs Risiken im Basket sind genügend verästelt, um einen FTD-Basket zu begründen.

These II: Um es gleich zu sagen, **Sie** als Investor sind in diesem Konstrukt nicht der Käufer, sondern der **Verkäufer des Versicherungsschutzes**. Sie zahlen die Zeche, wenn ein Credit Event stattfindet. Ein Credit Event muss nicht ein Bankrott sein, ein Vorkommnis, das einen Vertrauensverlust auslöst, kann reichen.

These III: Heute braucht es mutmasslich noch **«viel»** für einen Credit Event. Das Vorbeben bei den Privatschulden von Softwareunternehmen hat gezeigt, dass das System noch genügend resistent ist, mittleren Schocks zu widerstehen. Es gab Spill-overs (fragen Sie Partners Group), aber das Gefüge hat gehalten.

These IV: Mit jedem Tag braucht es aber **weniger**, damit es kracht. Die Einzelrisiken wachsen schnell, die Verästelung ebenfalls, Pensionskassen, Versicherungen und Banken kaufen hinzu, die Aufsicht und die Rating-Agenturen spielen mit. Privatkunden dürfen bald auch Privatmarktanlagen kaufen, ein Kernpunkt der bereits publizierten Artikel dieser Reihe.

These V: Der potenzielle Schaden steigt. Mit den zunehmenden Risiken, den höheren Einsätzen und der wuchernden Verästelung steigt das Verlustpotenzial.

These VI: Mitgefangen, mitgehungen. Es reicht, **einem** der sechs Teilrisiken ausgesetzt zu sein. Bei einem Credit Event in einem anderen Risiko schwappt der Spill-over in die eigene Risikoklasse über. Es spielt irgendwann keine Rolle mehr, ob man eine Hyperscaler-Anleihe, einen CLO oder eine Private-Debt-Anlage, eine KI- oder Chip-Aktie oder eine BDC im Portfolio hält, mitgefangen ist mitgehungen.

These VII: Überraschung für risikoaverse Investoren. Denkt man diesen Prozess zu Ende, wird bei einem Credit Event irgendwann auch ein Investment in eine AAA-Anleihe beschädigt, **wie alles, das nur einen Hauch von Finanzrisiko** trägt, wenn maximale Risikoaversität herrscht. Für Anleger gibt es kein Entrinnen.

These VIII: Chaos-Theorie. Sind die Einzelrisiken genügend gross und die gegenseitigen Abhängigkeiten stark genug, genügt ein Flügelschlag eines Schmetterlings, eine Rating-Herabstufung hier, eine enttäuschende Finanzaahl da, ungenügendes Wachstum dort, um einen Systemabsturz zu verursachen.

These IX: Wir schauen auf die **falschen Risiken**. Zentral werden das **Korrelations- und das Liquiditätsrisiko** sein. Das Risiko hoher Kursschwankungen, das heute im Zentrum des Finanzmarketings steht, sowie das ebenfalls häufig genannte Solvabilitätsrisiko werden zweitrangig.

These X: Die **Risikospreads sind systematisch zu tief**. Wer Exposure aufbaut in einem der Teilrisiken, beispielsweise mit dem Kauf einer Anleihe eines Hyperscalers, ist den anderen fünf Risiken ebenfalls ausgesetzt. Darum heisst es Korrelationsrisiko. Dieses wird heute **kaum gebührend vergütet**, das wahre Gesamtrisiko also nicht korrekt mit Prämien gedeckt. Datacenter-Finanzierungen, CLO oder Lebensversicherer-Finanzierungen sind alles Spread-Produkte. Steigen die Spreads auf der Finanzierungsseite, sind sie kommerziell nicht mehr tragbar.

These XI: Höhere Risikoprämien bedeuten **tieferer Preise**.

Aus Sicht der Regierungen, der Aufsicht und der Notenbanken gibt es nur eine Losung: **Ein solcher Fall muss verhindert werden**. Es ist kein Geld da für eine teure Sanierung des Finanzsystems wie 2009.

Wie wir im folgenden Teil dieser Artikelserie sehen werden, haben die Finanzmarktanbieter und die Aufsicht in den vergangenen Jahren versucht, die Risiken einzudämmen. Sie haben den Erwartungswert der globalen Risikoverteilung reduziert. Zu einem hohen Preis, denn sie haben die Tail-Risiken erhöht.

Damit kommen wir zum verblüffenden Fazit dieser Artikelreihe: **Wir leben in einer Tranche**.

Tönt nach «Matrix». Matrix ist Fiktion, die Tranche ist Realität. **Um was geht es?** Das ist Thema des kommenden Artikels.

P.S. Wenn Sie in Multi Barrier Reverse Convertibles investiert haben, haben Sie bereits Erfahrung mit einem First-to-Default-Mechanismus gemacht. Ebenso, mindestens der Idee nach, mit Cat Bonds, Bonus- und Autocall-Zertifikaten oder CoCo- und AT1-Bonds. Sie kassieren die Prämie und halten still. Das Konzept ist weiter verbreitet, als man meint. Es bietet Risikoprämien, die konventionelle, weniger komplexe Produkte immer weniger bieten können. Allerdings gehen damit auch neue Risiken einher.

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.