

Swiss Finance Institute Roundups

Private Markets am Scheideweg – Wachstum, Spannungen und Ausblick

Editorial



Private Markets sind rasant gewachsen und spielen heute eine wichtige Rolle im globalen Finanzsystem. Die Gespräche mit dieser Expertenrunde zeigen, wie sich diese Märkte angesichts sinkender Liquidität, sich nur langsam anpassenden Bewertungen und zunehmender Regulierung entwickeln. Einigkeit besteht darin, dass Private Markets nicht mehr automatisch eine Outperformance liefern und ihre Risiken oft unterschätzt werden. Für Anleger, die lange Haltefristen und begrenzte Transparenz akzeptieren, bleiben sie jedoch nach wie vor interessant. Künftiger Erfolg wird weniger von Finanz-Engineering abhängen als von sorgfältiger Analyse, einer stimmigen Anreizstruktur zwischen Manager und Anlegenden sowie realistischen Renditeerwartungen in einem reiferen und wettbewerbsintensiveren Umfeld.

Wir wünschen Ihnen eine informative und zum Nachdenken anregende Lektüre.

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'F.' followed by a cursive 'degeorge'.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Autoren



Pascal Böni

Pascal Böni ist Chief Executive Officer und Verwaltungsratspräsident von Remaco Advisory Services, wo er unternehmerisch tätige und investierende Personen bei strategischen Finanzentscheidungen berät. Er ist ausserdem Professor of Finance und Private Markets an der Universität Tilburg, wo er das Tilburg Institute for Private Markets leitet, sowie akademischer Direktor der MBA- und Master-Studiengänge im Bereich Finanzierung an der Universität Basel. Er hat an der Tilburg University in Finance promoviert.



Stefan Pomberger

Stefan Pomberger ist Mitgründer, Managing Director und Leiter von cosmo funding, der von Vontobel lancierten digitalen Finanzierungsplattform, die Investierende und Emittenten zusammenführt. Zudem sitzt er in den Verwaltungsräten der STANA Holding, einem privaten Family Office, und der Swiss Marketplace Lending Association. Er hat an der Johannes Kepler Universität Linz in Finance promoviert.



Rüdiger Fahlenbrach

Rüdiger Fahlenbrach ist SFI Senior Chair und Professor of Finance an der EPFL, der Eidgenössischen Technischen Hochschule in Lausanne. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in Corporate Finance, Corporate Governance sowie der Rolle von Private Equity und Venture Capital auf Kapitalmärkten. Er ist Research Member des European Corporate Governance Institute und Vorsitzender des Scientific Advisory Board des Halle Institute for Economic Research (IWH). Er hat an der University of Pennsylvania in Finance promoviert.



Vesa Pursiainen

Vesa Pursiainen ist SFI Faculty Member und Associate Professor of Finance an der Universität St. Gallen. Seine Forschung umfasst Private Equity, Behavioral Finance, Startup-Finanzierung, Finanzentscheidungen privater Haushalte sowie Corporate Finance. Bevor er nach St. Gallen kam, forschte er an der Universität Zürich und am Imperial College London und war in der Finanzindustrie bei Oaktree Capital Management sowie J.P. Morgan tätig. Er hat an der University of Hong Kong in Finance promoviert.



Andreas Nicoli

Andreas Nicoli ist Leiter Private Equity bei der Zürcher Kantonalbank. Er spielte eine Schlüsselrolle beim Aufbau des Swisscanto Switzerland Growth Fund und des Swisscanto World Carbon Solutions Fund. Beide Produkte richten sich an qualifizierte Anleger und bieten Zugang zu nicht kotierten Wachstums- und Buyout-Unternehmen in der Expansionsphase. Parallel zu seiner Banktätigkeit war er Mitgründer von Focuswater, der ersten Schweizer Vitaminwasser-Firma, bei der er bis zur Übernahme durch Rivella als Chief Financial Officer (CFO) und Verwaltungsrat tätig war. Er hält ein Lizentiat in Wirtschaftswissenschaften (lic. oec. publ.) der Universität Zürich mit Schwerpunkt Finance & Banking, und ist CFA-Charterholder.

Diese Version ist die Übersetzung der Originalversion in englischer Sprache. Die Originalversion ist unter <https://www.sfi.ch/rndp-pm25> abrufbar.

Ein Lagebild: Grösse, Reichweite und Fehlwahrnehmungen

Wo beginnen und enden die Private Markets?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Die Grenzen zwischen Private und Public Markets verschwimmen zunehmend. Üblicherweise umfassen Private Markets alle Anlagestrategien ausserhalb der börslich gehandelten Märkte – etwa Private Equity, Private Credit, Venture Capital, Immobilien und Infrastruktur. Ausgeschlossen sind demgegenüber börsennotierte Aktien, liquide Anleihen und andere börsengehandelte Instrumente. Hybride Strukturen, wie Business Development Companies im Bereich Private Credit oder semi-liquide Private-Equity-Fonds für Privatanleger, lassen allerdings die Grenzen verschwimmen. Das erschwert die Asset-Allokation, weil Grösse, Risiko und Rolle der Private Markets im Portfolio je nach Abgrenzung stark variieren. Für politische Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger gilt ebenfalls: Unklare Definitionen verkomplizieren die Risikoanalyse und erschweren eine einheitliche Anwendung regulatorischer Vorschriften.

Was ist das Standardvehikel in Private Markets und wie fliessen Kapital und Gebühren durch dieses Vehikel?

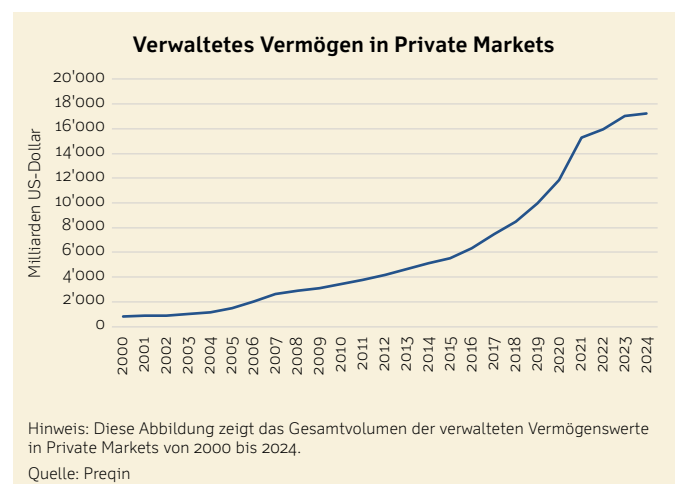
► **Vesa Pursiainen:** Das Standardvehikel in den Private Markets ist der klassische Leveraged-Buyout-(LBO)-Fonds, ein geschlossener Fonds mit begrenzter Laufzeit. Die Investoren, die als Limited Partners (LPs) bezeichnet werden, geben zu Beginn Kapitalzusagen ab. Der Fondsmanager und Entscheidungsträger, der General Partner (GP), ruft dieses Kapital im Zeitverlauf ab, um Akquisitionen zu finanzieren. Nach dem Fundraising ist der Kapitalpool fix; ein freier Ein- oder Ausstieg ist für Investorinnen und Investoren nicht möglich. Die Kapitalflüsse durchlaufen mehrere Phasen: Erstens die Fundraising-Phase, in welcher der GP Zusagen der LPs einwirbt. Zweitens die Investitionsphase, in der die LPs Kapitalabrufen (Englisch: Capital calls) nachkommen, während der GP in Portfoliounternehmen investiert. Drittens die Management- oder Wertsteigerungsphase, in der der GP eng mit den Portfoliounternehmen zusammenarbeitet, um deren Betrieb und Performance zu verbessern. Viertens wird beim Ausstieg der Wert realisiert – etwa über Börsengänge (Englisch: Initial Public Offerings oder IPOs) oder über Verkäufe an andere Fonds oder strategische Käuferinnen und Käufer. Schliesslich erfolgt bei der Liquidation die Ausschüttung der Erlöse an die LPs.

► **Andreas Nicolli:** Gebühren und Anreizmechanismen werden auf die Fondsstruktur aufgesetzt. Managementgebühren werden während der Fundraising-, Investitions- und Managementphase auf das zugesagte Kapital erhoben, und typischerweise auf das investierte Kapital während der Desinvestitions-Phase. Diese Gebühren decken Betriebskosten, Due-Diligence-Kosten, und Portfoliomanagementkosten ab, sind jedoch nicht als Haupteinnahmequelle des General Partner (GP) gedacht. Die Interessensangleichung mit den Limited Partners (LPs) erfolgt vor allem über den Carried Interest, also den

Gewinnanteil des GP, sobald die Rendite des Fonds eine bestimmte Schwelle (Englisch: Hurdle rate) überschreitet. Diese Struktur belohnt erfolgreiche Exits und starke Performance, kann aber auch Spannungen erzeugen, wenn GPs grössere Fonds auflegen, als sie sinnvoll investieren können, oder schwächere Deals eingehen, nur um Kapital nicht ungenutzt zu lassen.

Wie gross sind die Private Markets, und wie lassen sie sich mit Public Markets vergleichen?

► **Pascal Böni:** Die privaten Märkte sind in den vergangenen 20 Jahren stark gewachsen, bleiben aber deutlich kleiner als die öffentlichen Märkte. Laut Preqin liegt das gesamte verwaltete Vermögen (Englisch: Assets under Management oder AUM) bei etwas über 17 Billionen US-Dollar. Davon entfällt der grösste Anteil auf Private Equity mit 11 Billionen US-Dollar, gefolgt von Immobilienvermögen mit etwas über 2 Billionen US-Dollar und Private Credit mit knapp unter 2 Billionen US-Dollar. Die Branche ist geografisch weiterhin stark konzentriert: Mehr als die Hälfte dieser AUM befindet sich in Nordamerika, und jeweils etwas über 20 Prozent in Europa und Asien. Trotz des Wachstums waren die jüngsten Fundraising-Trends etwas verhalten. Das globale Private-Equity-Fundraising ist drei Jahre in Folge zurückgegangen – von 1.4 Billionen US-Dollar im Jahr 2021 auf knapp unter 1 Billion US-Dollar im Jahr 2024. "Dry Powder", also zugesagtes, aber noch nicht abgerufenes Kapital, bleibt jedoch stabil bei 25 bis 30 Prozent der AUM, was darauf hindeutet, dass Kapital weiterhin kontinuierlich investiert wird.

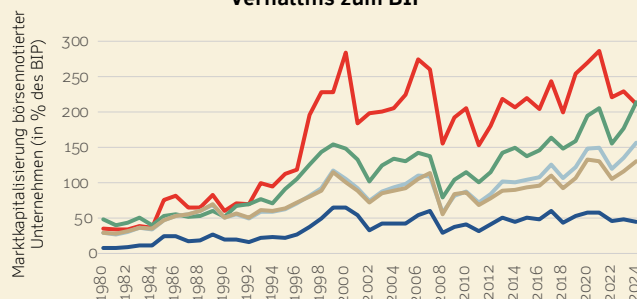


► **Stefan Pomberger:** Die Standardzahlen zu den Private Markets konzentrieren sich üblicherweise auf Private Equity, Private Credit, Venture Capital und Real Assets. Das Bild ändert sich jedoch dramatisch, je nachdem, wie Immobilien behandelt werden. Zählt man das gesamte Universum der nicht kotierten Immobilien und die damit verbundene Kreditfinanzierung zu Real Assets bzw. Private Credit, ändert sich die Grösse der Private Markets deutlich. In der Schweiz bleibt der am SIX Swiss Exchange kotierte Anleihenmarkt ein wichtiger Referenzpunkt für Investoren und Emittenten. Im Jahr 2024 wurden nahezu CHF 80 Milliarden an neuen Anleihen emittiert; Kapital floss dabei sowohl an inländische als auch an ausländische Emittenten. Gleichwohl macht dieser öffentliche Markt nur einen Bruchteil der Gesamtfinanzierung aus. Mehr als 90 Prozent der Finanzierung erfolgt weiterhin privat – angeführt von hypothekarisch besicherten Krediten, gefolgt von kurzfristigen Kreditlinien an Unternehmen und Finanzinstitute, Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften einschliesslich staatsnaher Unternehmen sowie Krediten an vermögende private Kundschaft und kleine und mittlere Unternehmen.

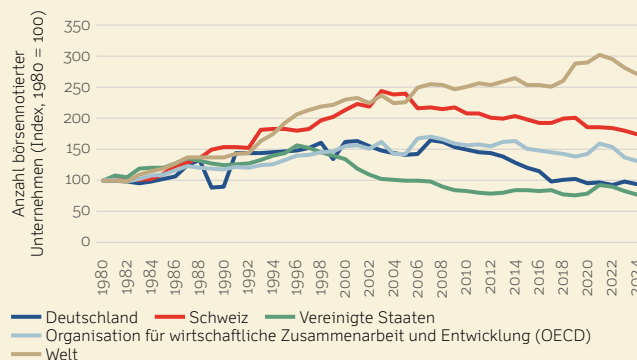
Wie gross sind die öffentlichen Märkte und wie haben sie sich im Vergleich zu den privaten Märkten entwickelt?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Die Grösse der öffentlichen Märkte hängt davon ab, wie man sie misst. Einerseits ist die Anzahl der börsennotierten Unternehmen stetig gesunken und die Marktkonzentration hat zugenommen. Andererseits ist die aggregierte Marktkapitalisierung börsennotierter Aktien im Verhältnis zum BIP in den vergangenen 25 Jahren deutlich gestiegen. Auch die Motivation für einen Börsengang hat sich verschoben. Früher dienten IPOs primär der Kapitalaufnahme zur Wachstumsfinanzierung. Seit der globalen Finanzkrise 2008 fungieren sie häufiger als Liquiditätsereignis für Frühinvestoren und Mitarbeitende denn als Vehikel zur Kapitalaufnahme, da in den Private Markets bereits grosse Kapitalpools bereitstehen. Der Börsengang von Amazon im Jahr 1997 mit einer Marktkapitalisierung von etwas mehr als 550 Millionen US-Dollar beschaffte dem Unternehmen neues Kapital und ermöglichte Anlegern den Zugang zu einem Wachstumsunternehmen in einem frühen Stadium. Im Gegensatz dazu ging das Datenanalyseunternehmen Palantir im Jahr 2020 über eine Direktnotierung an die Börse und hatte am Ende seines ersten Handelstages eine Marktkapitalisierung von etwa 20 Milliarden US-Dollar. Da keine neuen Aktien ausgegeben und keine Mittel aufgenommen wurden, diente das Listing vor allem dazu, bestehenden Anteilseignern und Mitarbeitenden Sekundärmarktliquidität zu verschaffen, nicht aber der Finanzierung künftigen Wachstums. Diese Verschiebung hat die für Publikumsinvestoren verfügbaren Wachstumschancen begrenzt. Verstärkt wird die Verschiebung durch M&A-Aktivitäten: Zahlreiche börsennotierte Unternehmen – insbesondere in kapitalintensiven Industriesektoren – werden privatisiert und von der Börse genommen.

Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen im Verhältnis zum BIP



Börsennotierte Unternehmen an heimischen Börsen



Hinweis: Diese Abbildung zeigt die Marktkapitalisierung börsennotierter inländischer Unternehmen in Prozent des BIP und die Anzahl börsennotierter Unternehmen zum Jahresende, indiziert auf 1980 = 100, von 1980 bis 2024, einschliesslich ausländischer Unternehmen, die ausschliesslich an der jeweiligen Börse notiert sind.

Quelle: Weltentwicklungsindikatoren (World Development Indicators, WDI) der Weltbank

Welchen Einfluss hat das Niveau des "Dry Powder" auf die Dynamik der privaten Märkte?

► **Andreas Nicoli:** Laut S&P erreichte das Private-Equity-Dry-Powder 2023 mit rund 2.7 Billionen US-Dollar seinen Höchststand, bevor es 2024/2025 wieder leicht zurückging. Hohe Dry-Powder-Bestände signalisieren sowohl Marktstärke als auch zukünftiges Wachstumspotenzial; zugleich erhöhen sie den Druck auf GPs, das Kapital innerhalb der Fondslaufzeit zu investieren. Dieser Druck kann zu stärkerem Wettbewerb, schwächeren Deals und geringeren Renditen führen. Anders als frei verfügbare Barmittel an öffentlichen Märkten ist Dry Powder nicht liquide: Es spiegelt LP-Kapitalzusagen wider, die über die Zeit abgerufen werden – ein Zeichen von Vertrauen, aber auch ein potenzieller Belastungsfaktor, wenn attraktive Transaktionen rar sind.

Wie werden private Vermögenswerte bewertet und wie glaubwürdig sind diese Zahlen?

► **Vesa Pursiainen:** GPs stützen sich typischerweise auf interne Bewertungsmodelle, um ihre Portfoliounternehmen zu überwachen und zu bewerten. Das eröffnet ihnen einen gewissen Ermessensspielraum. Bei extern berichteten Werten agieren GPs oft zurückhaltend: Abwertungen werden tendenziell vermieden, weil sie Verluste implizieren und LPs zu Abschreibungen in ihren Portfolios zwingen würden. Gleichzeitig scheuen sie davor zurück, Vermögenswerte zu offensiv aufzuwerten, um keine überzogenen Erwartungen zu wecken, falls sich bei der Veräusserung nur niedrigere Erlöse realisieren lassen. Als Folge sind Bewertungen träge. Die auf dem Papier ausgewiesenen Zahlen glätten Schwankungen und schaffen Stabilität, spiegeln die Realität aber mitunter nur teilweise wider. Am Ende zählt der tatsächlich zufließende Cashflow bei der Liquidation, wenn Vermögenswerte verkauft werden und die Bewertungen am Markt den Praxistest bestehen.

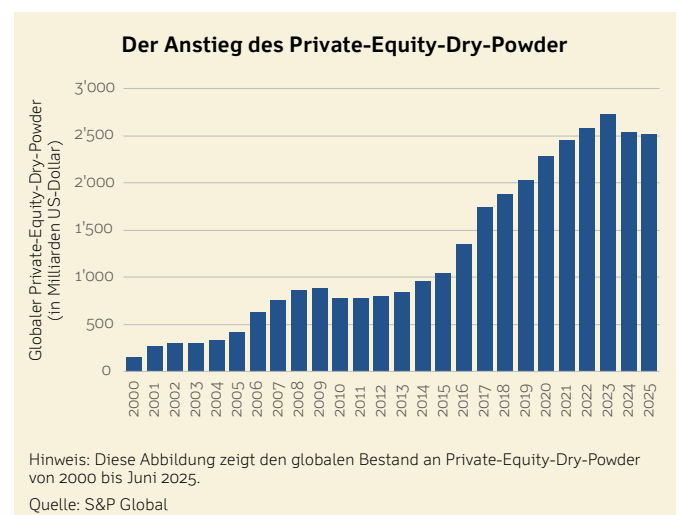
► **Pascal Böni:** Die Bewertung privater Vermögenswerte ist alles andere als trivial – und die Herausforderungen unterscheiden sich zwischen Eigen- und Fremdkapital. Kreditinstrumente sind leichter zu bewerten: Weil ihr Wert durch vertragliche Rückzahlungspläne nach oben begrenzt ist und teils durch Sicherheiten unterlegt ist, liegen ihre Preise in der Regel eng um den Nennwert. Eigenkapitalbewertungen sind deutlich unsicherer: Sie hängen von Annahmen zu Wachstum und Exit-Perspektiven ab und sind damit besonders anfällig für Fehler oder auch Manipulation, insbesondere rund um Fundraising-Zyklen. Zwar hören wir regelmässig von hoch profitablen Private-Equity-Transaktionen, doch die durchschnittlich erwartete langfristige Rendite in US Dollar von Private Equity liegt derzeit bei 11 Prozent und ist damit nur geringfügig attraktiver als die von Private Credit, die bei 9 Prozent liegt. Berücksichtigt man die Volatilität der Renditen, schneidet Private Credit im Vergleich vorteilhafter ab.

Ist die niedrige ausgewiesene Volatilität real – oder handelt es sich nur um verzögerte Bewertungen?

► **Vesa Pursiainen:** Die in den Private Markets ausgewiesene geringe Volatilität spiegelt grösstenteils gutachterbasierte (appraisal-basierte) Bewertungen wider, nicht echte Resilienz. Weil Bewertungen nur in grösseren Abständen angepasst werden, werden kurzfristige Schocks geglättet. Das erzeugt den Eindruck von Stabilität und könnte einige Investorinnen und Investoren dazu verleiten, Risiken zu unterschätzen, aber die meisten LPs verstehen die Mechanik. Für manche Investorinnen und Investoren sind geglättete Bewertungen sogar willkommen, weil Portfolios dadurch stabiler erscheinen. In

der Realität reagieren private Vermögenswerte jedoch ebenso sensibel auf makroökonomische und finanzielle Rahmenbedingungen wie ihre öffentlichen Gegenstücke. Ein Unternehmen von der Börse zu nehmen macht es nicht stabiler, so wie eine Börsennotierung ein bislang privat gehaltenes Unternehmen nicht per se riskanter macht.

► **Stefan Pomberger:** Die Volatilität in den Private Markets erinnert an die Ausfallwahrscheinlichkeiten, wie sie früher, vor der Einführung von Credit Default Swaps (CDS), aus historischen Ausfalltabellen abgeleitet wurden. Damals basierten die Ausfallwahrscheinlichkeiten auf statischen Ratings, nicht auf gehandelten Instrumenten mit dynamischem Angebot und Nachfrage. Die gemeldete Volatilität sah deshalb niedrig aus, und die tatsächliche wurde unterschätzt. Das Aufkommen von CDS veränderte das Bild, indem es die Liquidität erhöhte und die Märkte transparenter und in normalen Zeiten leichter abzusichern machte, sie aber auch anfälliger für starke Ausschläge in Stressphasen wurden. Heute könnten die Private Markets in einer ähnlichen Lage sein: Sie wirken vor allem deshalb stabil, weil der Handel begrenzt ist, bleiben aber anfällig für plötzliche Neubewertungen, wenn in Stressphasen Liquidität benötigt wird.



Haben die Private Markets eine belastbare Krisenbilanz – oder steht das Urteil noch aus?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Private Equity wirkt in Krisen oft stabil, da die Bewertungen nicht zum Marktwert erfolgen. Das verschleiern jedoch, dass die Positionen stark gehebelt sind und fragiler sein können als in öffentlichen Märkten. Nach dem Platzen der Dotcom-Blase 2000–2002 brachen die Renditen so stark ein, dass selbst Investoren wie CalPERS (California Public Employees' Retirement System) ihre Engagements in Teilen dieser Anlageklasse infrage stellten. In der Globalen Finanzkrise 2008 zeigte sich der Hauptstress in den sogenannten "hung deals": Banken hatten die Finanzierung grosser Buyouts zugesagt, konnten die Schulden nach dem Einfrieren der Kreditmärkte aber nicht mehr syndizieren und blieben auf dem Risiko sitzen. Risikokapital ist ebenfalls nicht immun. Scheinbare Ruhe sollte nicht als geringeres Risiko missverstanden werden.

► **Stefan Pomberger:** Die Erfolgsbilanz ist bislang nicht schlüssig. Selbst im Private Credit, wo Stress schneller sichtbar wird als bei Eigenkapital, gibt es noch keinen vollständigen Krisen-Benchmark. Zunehmend Sorge bereitet die Tendenz, Laufzeiten zu verlängern, um Verluste nicht ausweisen zu müssen. De facto wird das Problem damit vertagt. In den Niedrigzinsjahren getätigte Transaktionen wirken im heutigen Hochzinsumfeld, in welchem Staatsanleihen oft höhere Renditen bieten als ältere Private-Credit-Engagements, deutlich weniger attraktiv. In den USA sind Verlängerungen und stille Neuverhandlungen gängige Instrumente, um Liquiditätsdruck zu managen. Die Schweiz bildet jedoch eine Ausnahme mit geringeren Zinserhöhungen, niedrigeren Verschuldungsquoten und weit verbreiteten langfristigen Festzinsstrukturen, die die Risiken bisher begrenzt haben.

Welchen Fehleinschätzungen unterliegen Investorinnen und Investoren bei den Private Markets?

► **Andreas Nicoli:** Ein hartnäckiger Mythos lautet, dass private Markets immer eine bessere Performance erzielen als ihre öffentlichen Pendanten. Eine Outperformance ist jedoch nicht über alle Zeiträume hinweg konsistent. Private Markets können langfristig zwar eine Prämie erzielen, unterliegen aber dennoch zyklischen Schwankungen. Top-Tier-GPs haben historisch starke Renditen erzielt, während die Durchschnittsperformance nachgelassen hat, je mehr Kapital zufließt und je mehr die Deal-Aktivität sich abschwächt. Weitere Irrtümer sind, dass die ausgewiesene Volatilität das reale Risiko abbildet, dass Gebühren und Lock-ups geringfügig sind oder dass alle Investorinnen und Investoren Zugang zu den führenden Managern haben.

► **Pascal Böni:** Viele Anlageverantwortliche nehmen an, Private Credit stehe in direkter Konkurrenz zu Bankkrediten. In Wirklichkeit ergänzen sich beide eher. Die meisten Mid-Market-Unternehmen stützen sich heute auf beides: Banken stellen die Kernfinanzierung, während Private-Credit-Fonds einspringen, wenn Regulierung Banken daran hindert, weiterzugehen. Banken selbst vergeben häufig Kredite an Business Development Companies, also börsennotierte Kreditfonds, da deren risikobereinigte Renditen und Gebührenstrukturen attraktiver sind als die direkte Kreditvergabe an Unternehmen.

► **Stefan Pomberger:** Missverständnisse gibt es auch bezüglich öffentlicher Märkte. Die Marktkapitalisierung auf Basis des letzten Handelspreises ist ein schlechter Indikator für den Wert eines gesamten Unternehmens. Die Tiefe der Orderbücher zeigt, warum. Nur ein Bruchteil der Aktien wechselt tatsächlich zu diesem Preis den Besitzer. Auch die Liquidität wird häufig überschätzt. Selbst bei börsennotierten Unternehmen ist nur ein Teil des Eigenkapitals tatsächlich frei handelbar. Saudi Aramco illustriert diesen Punkt. Obwohl das Unternehmen gemessen an der Marktkapitalisierung zu den grössten Unternehmen der Welt zählt, befinden sich über 97 Prozent seiner Aktien nach wie vor fest in den Händen des Staates beziehungsweise staatlicher Fonds.

Die Logik der Private Markets: Theorie, Anreize und Realität

Warum existieren Private Markets überhaupt?

► **Pascal Böni:** Jedes Unternehmen beginnt als privates Unternehmen. Der Börsengang der Niederländischen Ostindien-Kompanie im Jahr 1602 war das erste Mal, dass ein einzelnes Unternehmen über handelbare Aktien Kapital von Hunderten von Investorinnen und Investoren einsammelte, zur Finanzierung des riskanten Übersee-handels. Das war die Geburtsstunde der öffentlichen Märkte. Sie entstanden, um Vorhaben zu finanzieren, deren Ressourcenbedarf die Möglichkeiten einer kleinen Gruppe von Kaufleuten überstieg. Heute sind die Private Markets jedoch so weit entwickelt, dass sie selbst Kapital in dieser Grössenordnung bereitstellen können. Viele Unternehmen können sich heute substanzielle Beträge in Private Markets beschaffen und müssen gar nicht mehr an die Börse gehen. Private Markets bieten damit eine vollwertige Alternative für Unternehmen, welche die Governance-, Transparenz- und Marktdruck-anforderungen einer Börsennotierung vermeiden wollen. Zugleich stellen sie eine Ergänzung zu den öffentlichen Märkten für diejenigen dar, die sich für einen Börsengang entschieden haben.

► **Andreas Nicoli:** Private Märkte existieren, wie alle anderen Märkte, um Angebot und Nachfrage zusammenzubringen. Investorinnen und Investoren suchen Rendite, und Unternehmen mit Finanzierungsbedarf suchen Partner. Aber nicht jedes Unternehmen qualifiziert sich für eine traditionelle Bankfinanzierung. Banken konzentrieren sich auf sicherere, standardisierte Kreditnehmer und unterliegen regulatorischen Beschränkungen. Private Märkte springen ein, wo Bankkredite nicht verfügbar sind, sei es, weil Unternehmen zu klein, zu riskant oder zu spezialisiert sind. Der Zielkonflikt ist struktureller Natur. Private Markets sind weniger liquide, bilateraler und beziehungsorientierter als öffentliche Märkte. Dies schafft Raum für massgeschneiderte Finanzierungen und eine engere Überwachung sowie für Wertschöpfung, bringt aber auch längere Sperrfristen und weniger Transparenz für Aussenstehende mit sich.

► **Vesa Pursiainen:** Private Markets können mitunter besser geeignet sein, langfristiges, stabiles Kapital und flexible Deal-Strukturen bereitzustellen. Sie erlauben es Investorinnen und Investoren, die Finanzierung auf die Bedürfnisse des Unternehmens zuzuschneiden, stärkere Anreize für Management und Mitarbeitende zu setzen, Firmen enger zu begleiten und Zugang zu externen Ressourcen und Expertise zu schaffen. Diese Eigenschaften sind besonders wertvoll in Turnarounds, also strategischen Transformationen, die neue Ansätze erfordern, oder in Hochwachstumsphasen, in denen skaliert und professionalisiert werden muss. Der Preis für Investorinnen und Investoren ist Illiquidität: Ihr Kapital ist über lange Zeiträume gebunden, und sie haben keinen Einfluss auf den Zeitpunkt ihrer Investitionen. Die von Private-Market-Fonds erhobenen Gebühren sind ebenfalls sehr hoch, auch wenn ihre Nettoperformance weiterhin wettbewerbsfähig ist.

► **Stefan Pomberger:** Ein Börsengang wurde über weite Teile des 20. Jahrhunderts zum dominanten Wachstumspfad für Unternehmen und erreichte seinen Höhepunkt während des Dotcom-Booms um 2000. Dank der starken Ausweitung privater Finanzierung konnten seither viele Firmen deutlich länger oder sogar dauerhaft privat bleiben. Manche Unternehmen haben wegen der attraktiven Rahmenbedingungen der Private Markets ihre Börsennotierung sogar wieder aufgegeben. Berkshire Hathaways Übernahmen von GEICO (Autoversicherer) und BNSF Railway (eines der grössten Güterbahnnetze Nordamerikas) veranschaulichen diese Dynamik. Bei beiden handelt es sich um grosse, transformative Transaktionen, die auf Private Markets ausserhalb der Reichweite von Publikumsaktionärinnen und -aktionären durchgeführt wurden. Für Investorinnen und Investoren hat die Unzufriedenheit mit den öffentlichen Märkten – sei es aufgrund ihrer Volatilität, des begrenzten Zugangs zu Wachstumschancen oder der zunehmenden Konzentration – die Attraktivität privater Vermögenswerte weiter erhöht. Durch den Verbleib in Privatbesitz können Unternehmen Offenlegungspflichten umgehen und die Kontrolle behalten, während sie gleichzeitig auf tiefes, langfristiges Kapital zurückgreifen können. Öffentliche und private Märkte existieren daher nebeneinander und bieten jeweils das, was der andere nicht bieten kann.

Was sind die wichtigsten Hebel der Wertschöpfung und wie viel davon stammt aus dem Finanz-Engineering?

► **Vesa Pursiainen:** Wertschöpfung im Bereich Private Equity lässt sich über drei Haupthebel denken. Erstens Wachstum: Umsatzsteigerung durch geografische Expansion, neue Produkte oder effizientere Vertriebs- und Preisgestaltung. Zweitens Margenausweitung: Effizienz erhöhen, Kosten senken oder Strategie und Geschäftsportfolio so anpassen, dass die Profitabilität steigt. Drittens Multiple-Expansion: Unternehmen zu niedrigen Bewertungsmultiplikatoren kaufen und später zu höheren veräussern. Zwar hängen Bewertungen von Marktbedingungen ab, doch kann der GP das Geschäft teilweise aktiv in Sektoren mit höheren Multiples lenken und damit Einfluss nehmen. Roll-up-Strategien ermöglichen zudem, kleinere Unternehmen zu niedrigen Multiples zu kaufen, zu bündeln und als grösseres Unternehmen zu einem höheren Multiple zu verkaufen. Finanz-Engineering und Hebelwirkung sind zwar relevant, schaffen jedoch für sich genommen keinen Wert. Sie erleichtern effiziente Investitionen und setzen Anreize für operative Massnahmen, die sich dann in einem oder mehreren der drei Hebel niederschlagen. Die relative Bedeutung der drei Komponenten hat im Zeitverlauf variiert. Einige Daten deuten darauf hin, dass die Margenausweitung – der wichtigste Indikator für operative Verbesserungen, die Private-Equity-Fonds in der Vergangenheit erzielen konnten – in den letzten Jahren deutlich abgenommen hat. Dies dürfte widerspiegeln, dass der Wettbewerb in der Branche zugenommen hat, wodurch die einfachen Effizienzgewinne immer schwerer zu finden sind.

Ist die Illiquiditätsprämie real – und ist sie dauerhaft?

► **Andreas Nicoli:** Investorinnen und Investoren erwarten in der Regel höhere Renditen als bei liquideren und ausgereifteren Anlageklassen, wenn sie ihr Kapital binden und die höheren Risiken von Private Equity eingehen. Diese Erwartung wird oft als verlässliche "Illiquiditätsprämie" bezeichnet. Die Realität ist jedoch weniger eindeutig. Historisch gilt, dass Überrenditen und Anomalien tendenziell verschwinden, sobald sie allgemein erkannt sind, insbesondere in einem günstigen finanziellen Umfeld. Wenn es tatsächlich eine Illiquiditätsprämie gibt, dürfte sie sich verringern, wenn mehr Kapital den gleichen Chancen nachjagt. Es als feste strukturelle Renditequelle zu betrachten, kann daher irreführend sein. Im Laufe der Zeit sollten private Märkte im Durchschnitt höhere Renditen erzielen als öffentliche, um Opportunitätskosten und zusätzlichen Risiken auszugleichen. Dieses Ergebnis ist jedoch nicht automatisch gegeben und hängt oft eher von Marktzyklen, der Qualität der Manager und dem Anlagehorizont ab als allein von der Illiquidität. Kurz gesagt: Illiquidität ist eine Eigenschaft bestimmter Investitionen, keine Anlageklasse an sich.

Bieten Private-Credit-Fonds einen eindeutigen Mehrwert – oder verlagern sie lediglich das Risiko?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Private-Credit-Fonds steigen oft in Bereiche ein, aus denen sich Banken aus Regulierungsgründen zurückgezogen haben, wie beispielsweise die Kreditvergabe an mittelständische Unternehmen. Sie bieten zwar den dringend benötigten Zugang zu Kapital, ihr Risikoprofil ähnelt jedoch häufig dem von Leveraged Loans oder Hochzinsanleihen, wobei zusätzlich höhere Gebühren anfallen. Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass Nichtbanken in der Regel risikoreichere oder spezialisiere Kreditnehmende bedienen und das Kreditangebot ausweiten, wenn sich Banken aufgrund strengerer Vorschriften zurückziehen. Die Konditionen für Direktkredite (Englisch: direct lending) können in hohem Masse individuell gestaltet werden und weniger strenge Auflagen enthalten. Dies impliziert andere Formen von Monitoring und Risikotransfer, anstatt einen Eins-zu-Eins-Ersatz für Bankkredite. Der spezifische Mehrwert von Private Credit liegt vor allem in der Geschwindigkeit der Kreditvergabe und Strukturierungsflexibilität. Die Exponierung bleibt jedoch zyklisch und kreditsensitiv, und das Risikoprofil unterscheidet sich für Investoren nicht grundlegend von Bankkrediten.

► **Pascal Böni:** Private-Credit-Fonds sind keine verkappten Banken. Sie spielen für verschiedene Interessengruppen eine eigenständige Rolle. Für Anlegende bieten Vehikel wie Business Development Companies attraktive Dividendenrenditen in einem diversifizierten,

börsenkotierten Format. Für Banken bieten sie eine indirekte Möglichkeit, Kapital an mittelständische Kreditnehmer in einem weniger restriktiven regulatorischen Umfeld zu vermitteln. Für Unternehmen schaffen sie flexible und massgeschneiderte Finanzierungsmöglichkeiten, wenn traditionelle Kredite nicht verfügbar sind. Die Branche ist rasant gewachsen und verwaltet mittlerweile ein Vermögen von fast 2 Billionen US-Dollar. Im Vergleich dazu hat der US-amerikanische Markt für Leveraged Loans ein Volumen von 1.5 Billionen US-Dollar und der US-amerikanische Markt für Hochzinsanleihen ein Volumen von 1.7 Billionen US-Dollar. Dieser Vergleich zeigt, dass Private Credit mehr tut, als nur Bankrisiken zu recyceln: Es ergänzt die Kreditvergabe der Banken und schafft einen Mehrwert.

► **Andreas Nicoli:** Private-Credit-Fonds bieten flexible Finanzierungen für Kreditnehmende, die möglicherweise nicht für traditionelle Bankkredite in Frage kommen. Diese Fonds investieren gezielt Ressourcen in die Überwachung einzelner Kredite – ein Aufwand, der für regulierte Banken kostspielig sein kann. In einigen Fällen ziehen es Banken daher vor, indirekt über diversifizierte Private-Credit-Plattformen Kredite zu vergeben. Die Marktdynamik ist von Land zu Land unterschiedlich. In der Schweiz unterhalten Regional- und Kantonalbanken enge Beziehungen zu kleinen und mittleren Unternehmen und vergeben oft direkt Kredite. Private-Credit kommt eher für risikoreichere oder kapitalintensive Unternehmen in Frage. Beide Modelle können nebeneinander bestehen.

Inwieweit können börsenkotierte Portfolios die Renditen von Private Equity nachbilden?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Portfolios aus börsenkotierten Unternehmen können einen Teil des Renditeprofils von Private Equity nachbilden, indem sie sich auf Faktoren wie Small-Cap-, Value- und Leverage konzentrieren. Untersuchungen zeigen, dass ein signifikanter Teil der Private-Equity-Performance auf solche systematischen Faktoren zurückzuführen ist, so dass sorgfältig zusammengestellte börsenkotierte Portfolios für die Allokation oder das Benchmarking nützlich sein können. Gleichzeitig ist die Nachbildung nie vollständig. Solche Benchmark-Strategien können weder den Zeitpunkt von Kapitalabrufen und Ausschüttungen widerspiegeln, noch können sie die aktive Eigentümerschaft, den Einfluss auf die Unternehmensführung, operative Veränderungen, die Hebelwirkung und die Strukturierung erfassen, die Private Equity auszeichnen. Für Anlegende bietet die Replikation auf öffentlichen Märkten zwar niedrigere Gebühren und tägliche Liquidität, aber auch höhere Tracking-Errors. Private Equity bleibt für diejenigen interessant, die direkte Einflussnahme auf Unternehmen und die der Illiquidität zugeschriebenen Vorteile schätzen.

Hält Outperformance an, wenn Private Equity Firmen sehr gross werden?

► **Stefan Pomberger:** Private Equity ist keine homogene Branche. Die Spanne reicht von kleinen Boutiquen mit einer Handvoll Fachleuten, die einige hundert Millionen US-Dollar verwalten, bis hin zu Mega-Fonds, die Tausende von Mitarbeitenden beschäftigen und mehr als eine Billion US-Dollar an verwaltetem Vermögen betreuen. Am unteren Ende agieren Manager unternehmerischer, da ihre Fähigkeiten, ihr Urteilsvermögen und ihr persönliches Engagement ein überproportionales Gewicht haben. Fehler sind entsprechend teuer. Grosse Häuser hingegen haben ihre Fähigkeiten bereits unter Beweis gestellt und finanzielle Stärke aufgebaut, um Rückschläge zu verkraften. Der Einfluss einer einzelnen Partnerin oder eines einzelnen Partners wird durch einen grösseren Pool an Talenten verwässert, und die Performance des Unternehmens hängt mehr von institutionellen Prozessen als von individueller Brillanz ab. Anlegende sollten verstehen, wen sie unterstützen. Die Kapitalzusagen dauern ein Jahrzehnt oder länger, und die Nachhaltigkeit der Performance hängt nicht nur von der Grösse eines Unternehmens ab, sondern auch davon, ob Strategie und Anreize über die Zeit mit denen der Anlegenden im Einklang bleiben.

Wie zinssensitiv sind Private Markets Strategien – und wie stark hängen sie von Makrozyklen ab?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Private Strategien sind aufgrund ihrer Abhängigkeit von Fremdkapital und diskontierten Cashflow-Bewertungen in hohem Masse dem Zinsniveau ausgesetzt. Steigende Zinsen erhöhen ihre Finanzierungskosten, senken die Bewertungen von Vermögenswerten und drücken die Exit-Multiples, was sich alles direkt auf ihre Renditen auswirkt. Die akademische Evidenz zeigt, dass Buyout-Leverage und Buyout-Pricing eng mit aggregierten Diskontsätzen und Kreditbedingungen korrelieren. Wenn Aktienrisikoprämien und Credit Spreads sinken, nehmen die Transaktionsaktivitäten und Bewertungen zu, und wenn Kredite günstig sind, steigen die Verschuldung und die Einstiegsmultiplikatoren. Kurz gesagt: Die Performance von Private Equity ist eng mit dem allgemeinen makroökonomischen Finanzierungsumfeld verbunden und nicht davon isoliert.



Sind die üblichen Fonds-Performance-Multiples und Kennzahlen aussagekräftige Indikatoren?

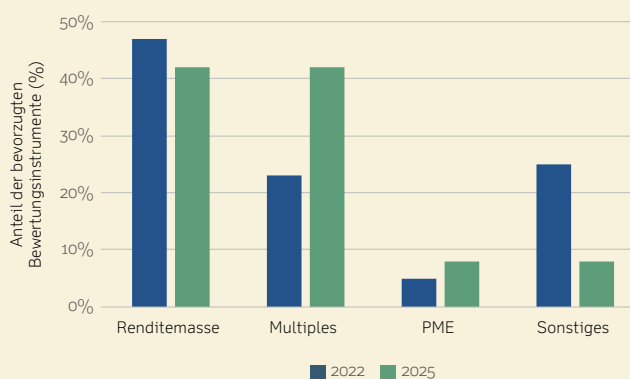
► **Rüdiger Fahlenbrach:** Verhältnisbasierte Kennzahlen wie Distributed to Paid-In Capital (DPI) oder Total Value to Paid-In Capital (TVPI) bieten einen praktischen Überblick über die Performance. Als Leitfaden für die Anlagestrategie sind sie jedoch bei weitem nicht ausreichend. Rein zeitbasierte Kennzahlen wie der interne Zinsfuss (Englisch: Internal Rate of Return oder IRR) sind ebenfalls anfällig für Verzerrungen, da sie durch frühe Exits aufgebläht werden können und auf unrealistischen Annahmen über Reinvestitionen zum gleichen Zinssatz beruhen. Diese Multiples und Kennzahlen beschreiben die Kapitalflüsse durch einen Fonds, sagen jedoch wenig über Risiko, Liquidität oder tatsächlich erwirtschaftete ökonomische Renditen aus. Deshalb haben Alternativen wie das Public Market Equivalent (PME; ein Vergleich mit einem öffentlichen Marktindex bei identischem Cashflow-Timing) oder Direct Alpha an Bedeutung gewonnen, weil sie die Private Market Performance realistischer gegenüber öffentlichen Märkten messen.

Lösen PME- und Direct-Alpha-Benchmarking-Tools das Problem wirklich?

► **Vesa Pursiainen:** PME und Direct Alpha sind wertvolle Instrumente und oft aussagekräftiger als IRR oder Fonds-Multiples. Dennoch haben sie ihre Grenzen. Beide erfordern die Auswahl eines Referenzindex, und kein einzelner Index passt perfekt zu einem Private-Equity-Fonds oder dem breiteren Markt. Der S&P 500 beispielsweise unterscheidet sich von typischen Buyout-Zielen in Bezug auf Sektorkomposition, Unternehmensgrösse, Verschuldungsgrad und geografische Präsenz. Andere Benchmarks weisen ähnliche Schwächen auf. Das begünstigt "Benchmark-Shopping", bei dem die Performance je nach gewähltem Vergleichsmassstab günstiger erscheint. Ein pragmatischer Ansatz besteht daher darin, die Performance gegen mehrere Indizes zu testen und auf Konsistenz zu achten. Wichtig ist auch, dass diese Kennzahlen keine potenzielle Illiquiditätsprämie erfassen.

► **Stefan Pomberger:** Die Zuverlässigkeit von Multiples und Kennzahlen in Private Markets ist von Natur aus begrenzt. Informationen kommen zeitverzögert, und GPs verfügen über einen erheblichen Ermessensspielraum, wann und wie sie berichten. Standardkennzahlen erfassen weder Liquidität noch Risiko, so dass Anlegern keine wirklich guten Methoden zur Bewertung der tatsächlichen wirtschaftlichen Renditen zur Verfügung stehen. Keine einzelne Kennzahl kann ein so komplexes Universum abbilden. Im Kreditbereich liefern Ratings nützliche Benchmarks, aber Aktieninvestitionen in nicht börsennotierte Unternehmen erfordern eine tiefergehende Analyse. Marktmacht, Skalierbarkeit, Governance und das Ausmass der Eigenbeteiligung können ebenso wichtig sein wie die gemeldeten Zahlen. Letztendlich ist Finanzierungslehre eine Sozialwissenschaft, in der Ergebnisse nicht nur Geschäftspläne und Kennzahlen widerspiegeln, sondern auch Zyklen, Anreize und mitunter einfach Glück. Investoren, die sich zu sehr auf die wichtigsten Kennzahlen verlassen, laufen Gefahr, die breiteren Dynamiken zu übersehen, die letztlich die Renditen prägen.

Fonds-Performancebewertung: Renditemasse, Multiples und Vergleich mit öffentlichen Märkten (Public Market Equivalents, PME)



Hinweis: Diese Abbildung zeigt das bevorzugte Bewertungsinstrument in den Jahren 2022 und 2025. Renditemasse erfassen die Performance unter zeitlicher Gewichtung und berücksichtigen die Abfolge von Kapitalabrufen und Ausschüttungen (zum Beispiel interner Zinsfuss, IRR). Multiples zeigen das Verhältnis des geschaffenen Werts zum eingesetzten Kapital und ignorieren das Timing (zum Beispiel Ausschüttungen im Verhältnis zum eingezahlten Kapital, Distributions to Paid-In Capital, DPI, oder Gesamtwert im Verhältnis zum eingezahlten Kapital, Total Value to Paid-In Capital, TVPI). Der Vergleich mit öffentlichen Märkten (Public Market Equivalents, PME) stellt die Performance privater Märkte direkten Börsenbenchmarks gegenüber. "Sonstiges" bezieht sich auf Instrumente, die in keine dieser Kategorien fallen.

Quelle: McKinsey & Company

Was braucht es, um die Komplexität zu durchdringen und sinnvoll zu investieren?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Private Markets sind inhärent komplex. Eigene Programme erfordern tiefe Expertise und erhebliches Kapital. Einige institutionelle Investoren, wie die Abu Dhabi Investment Authority, haben grosse interne Private-Equity-Teams aufgebaut, während andere, insbesondere der norwegische Staatsfonds (Norwegian Government Pension Fund Global), sich aufgrund von Bedenken hinsichtlich Gebühren und Intransparenz dafür entschieden haben, sich von Private Equity Investitionen fernzuhalten. Selbst bei einem Anlagevolumen von einer Billion US-Dollar sind private Märkte also nicht automatisch eine passende Anlagestrategie. Für Privatanlegende sind die Herausforderungen noch grösser. Öffentliche Märkte profitieren von Aufsichtsbehörden wie der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) oder der US-Börsenaufsichtsbehörde (SEC), die strenge Offenlegungsstandards durchsetzen. In den Private Markets fehlt eine gleichwertige Aufsicht. Investierende haben entsprechend weniger Transparenz. Strengere und einheitlichere Berichtsstandards wären ein erster Schritt, um die Komplexität zu verringern und Private Markets einem breiteren Publikum zugänglich zu machen.

► **Pascal Böni:** Anlegende, die an Live-Kurse und sofort ausgeführte Transaktionen in öffentlichen Märkten gewöhnt sind, sehen sich in den Private Markets einer anderen Realität gegenüber. Hier werden Bewertungen durch Berichtsverzögerungen und ermessensbedingte Verzerrungen geprägt, und manche Transaktionen kommen gar nicht zum Abschluss. Auch die Gebührenstrukturen sind weniger

transparent als bei einfachen, kostengünstigen Anlageinstrumenten wie börsengehandelten Fonds (ETFs). Das nötige Verständnis – und die Überzeugung, Kapital in diesem Umfeld sinnvoll einzusetzen – entsteht nur mit Zeit und Erfahrung. Das kann man nicht von heute auf morgen erwerben.

► **Andreas Nicoli:** Ausbildung, Geduld und Beständigkeit sind unerlässlich. Ein langer Zeithorizont ermöglicht es GPs, sich auf Wertschöpfung statt auf kurzfristige Schwankungen zu konzentrieren, und regelmässige Kapitalzusagen über Fondsjahrgänge hinweg helfen LPs, Wiederanlageeffekte über Zyklen zu nutzen. Öffentliche und private Märkte unterscheiden sich in ihrer Struktur und lassen sich nicht durch dieselbe Brille betrachten. Anlegende müssen die unterschiedlichen Fondstypen verstehen, da sich geschlossene, offene, Evergreen-, semi-liquide und Continuation-Strukturen jeweils anders verhalten. Auch Gebühren, Steuern und Konzentration beeinflussen die Ergebnisse. Für Privatanlegende erfordert der Trend zur Demokratisierung das Bewusstsein, dass Private-Equity-Fonds nicht mit einem Index-ETF vergleichbar sind. Selbst innerhalb des Private Equity Universums variieren die Strategien stark. Eine Mega-Buyout-Plattform kann Hunderte von stabilen Unternehmen umfassen, während sich ein Venture-Fonds auf wenige Start-ups in der Frühphase konzentriert. Aufgrund dieser Unterschiede ist es wichtig zu verstehen, in welche Art von Vehikel man investiert. Portfoliodiversifikation kann helfen, weil alternative Anlagen gering mit öffentlichen Märkten korrelieren. Allerdings erfordern sie einen langen Anlagehorizont und ausreichende Liquiditätsreserven.



Die aktuelle Lage: Liquiditätsstress und Bewertungszweifel

Schlagen Private-Market-Fonds die öffentlichen Märkte noch, und falls ja, über welchen Zeitraum?

► **Vesa Pursiainen:** Ob Private-Market-Fonds eine Überrendite gegenüber öffentlichen Märkten erzielen, hängt davon ab, wen man fragt, welche Daten man nutzt, welchen Zeitraum man betrachtet und welche Benchmarks man wählt. In manchen Phasen scheint Private Equity höhere Renditen erzielt zu haben. Insgesamt lagen die realisierten Nettoerträgen jedoch meist nahe an denen börsennotierter Aktien. Das gilt besonders in den letzten Jahren, da die Branche gereift ist und die Kapitalflüsse zugenommen haben. Diese Vergleiche berücksichtigen zudem die Risikounterschiede nicht vollständig – weshalb die Formulierung, "die öffentlichen Märkte zu schlagen", etwas irreführend ist.

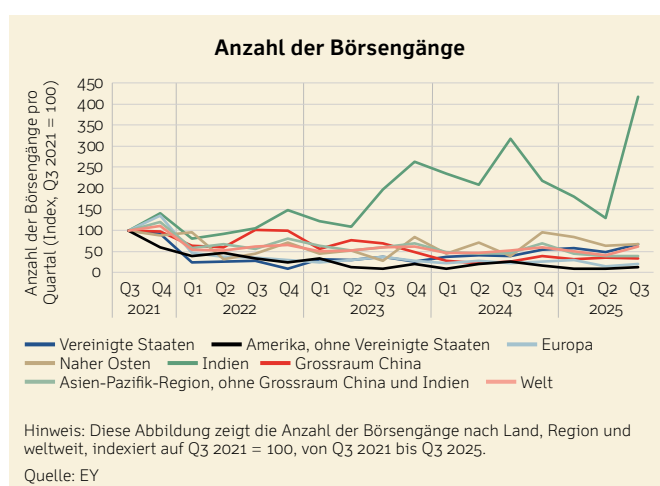
► **Rüdiger Fahlenbrach:** Untersuchungen unter Verwendung cashflow-gewichteter Benchmarks zeigen, dass die Outperformance von Private Equity episodisch war und sich auf bestimmte Jahrgänge und Strategien konzentrierte. Buyouts, die vor Mitte der 2000er Jahre in den Vereinigten Staaten aufgelegt wurden, schlugen die öffentlichen Märkte oft um mehrere Prozentpunkte pro Jahr. Venture Capital schnitt in den 1990er Jahren deutlich überdurchschnittlich ab, in den 2000ern jedoch unterdurchschnittlich. Neuere wissenschaftliche Studien kommen zu dem Schluss, dass die Private Market Renditen, aggregiert betrachtet, nicht von breiten öffentlichen Benchmarks zu unterscheiden sind, insbesondere wenn sie auf kapitalgewichteter Basis gemessen werden. Die Resultate bleiben stark gestreut: Top-Fonds liefern weiterhin attraktive Renditen, doch die Persistenz hat mit dem Wachstum der Branche nachgelassen. Die Vorstellung einer universellen "Prämie für Private Markets" ist daher übertrieben, da die Performance stark von der Auswahl der Manager und dem Markt-Timing abhängt.

Warum hat die Liquidität abgenommen, und was zeigt die aktuelle Lage?

► **Vesa Pursiainen:** Die Liquidität hat stark abgenommen, da Exits ins Stocken geraten sind und Ausschüttungen verlangsamt wurden. LPs warten länger auf Rückflüsse, während ihr Kapital gebunden bleibt – das erschwert zugleich GPs das Einwerben neuer Fonds. Auf der GP-Seite enthalten die Portfolios Vermögenswerte, die die Manager gerne verkaufen würden, aber es gibt kaum Käuferinnen und Käufer, die bereit sind, die von den Managern geforderten Preise zu zahlen. Eine Reihe sich überschneidender Schocks hat die Verlangsamung begünstigt: die COVID-19-Pandemie, Lieferkettenstörungen, Inflation, steigende Zinsen, Energie- und geopolitische Krisen sowie Unsicherheiten in der Handelspolitik. Alle diese Faktoren haben Exits verzögert.

► **Stefan Pomberger:** Regulatorische und geldpolitische Verschiebungen haben die Liquidität neu geordnet. Reformen nach der Krise, etwa Basel III, lenkten Banken in Richtung sichererer Kreditvergabe und überliessen riskantere Finanzierungen Private-Credit-Fonds. Extrem niedrige Zinsen animierten Investorinnen und Investoren zur Renditesuche; seit 2022 hat der Zinsanstieg diese Dynamik umgekehrt. Die Finanzierungskosten sind sprunghaft gestiegen, die Deal-Aktivität hat sich verlangsamt, und die Liquidität in den Private Markets ist zurückgegangen. Bislang bleiben Ausfallraten noch begrenzt, doch einzelne Sektoren stehen international unter Druck.

► **Andreas Nicoli:** Die Liquidität hängt von Fusionen und Übernahmen sowie von Börsengängen ab, die beide selten geworden sind. Die Ausschüttungen vieler Fonds liegen nahe Null, sodass LPs keine Rückflüsse hatten, um die Kapitalabrufe neuer Fonds zu bedienen. Auch die geopolitische Unsicherheit hat die Kaufbereitschaft gedämpft. Das Fundraising hat sich verlangsamt, und es stellen sich Fragen, ob GP-Bewertungen realistisch sind. Das Ergebnis ist eine Warteschleife. Nach einem enttäuschenden Jahr 2024 herrscht vorsichtiger Optimismus, dass die zweite Hälfte des Jahres 2025 eine Erholung bringen könnte. Die IPO-Märkte sind wieder angelaufen, und mehr Sponsor-Exits könnten folgen.



Lehnen Investoren von GPs initiierte Continuation Funds ab?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Continuation Funds ermöglichen es GPs, ein oder mehrere Portfoliounternehmen aus einem auslaufenden Fonds in ein neues Vehikel zu überführen, wodurch bestehenden Investorinnen und Investoren Liquidität geboten und gleichzeitig das Engagement in als attraktiv angesehenen Vermögenswerten verlängert wird. Diese Fonds werfen Fragen hinsichtlich Interessenkonflikten auf, da der GP auf beiden Seiten des Geschäfts steht und dessen Bewertung, Gebühren und Konditionen beeinflusst. Zur Adressierung dieser Probleme werden zunehmend Fairness Opinions, unabhängige Berater und kompetitive Bieterprozesse herangezogen. Wo diese Sicherungen schwach sind, gibt es von einigen LPs Gegenwehr. Sie ziehen es vor, ihre Anteile zu verkaufen, anstatt sie in den Continuation Fund zu übertragen. Marktberichten zufolge liegen die Übertragungsquoten zwischen 20 und 40 Prozent. Im Vergleich zu den Alternativen – wie der Verlängerung der Laufzeit eines Fonds, die alle LPs zum Verbleib zwingt, oder dem Verkauf an einen anderen Sponsor, der das Engagement vollständig beendet – können Continuation Funds einen Mittelweg bieten und eine Wahl zwischen Liquidität und fortgesetzter Beteiligung ermöglichen.

► **Vesa Pursiainen:** Die Reaktionen der Investorinnen und Investoren sind gemischt. Einige LPs akzeptieren Continuation Funds als pragmatische Lösung in einem Marktumfeld mit wenigen Exits. Andere LPs befürchten, Continuation Funds signalisieren schwächere Opportunitäten oder aufgeblähte Bewertungen. Die meisten LPs würden nach wie vor konventionelle Exits bevorzugen, selbst wenn das niedrigere Preise als die aktuellen Buchwerte bedeutet. Continuation Vehikel schaffen zudem neue Interessenkonflikte, was Skepsis nährt, ob sie tatsächlich im besten Interesse der LPs sind.

► **Andreas Nicoli:** Die Beweggründe für Continuation Funds sind vielfältig. Sie können Lösungen bieten, wenn Exits schwierig sind oder wenn ein Unternehmen unter der Leitung desselben GPs weiteres Wachstumspotenzial hat. Zugleich verlängern sie aber die Fondslaufzeit und binden Investorinnen und Investoren länger als erwartet. Gegenwind entsteht vor allem dann, wenn diese Vehikel eher wie Instrumente zur Verzögerung wirken als zur echten Wertschöpfung – ein Hinweis darauf, wie wichtig eine klare Interessensangleichung zwischen GPs und LPs ist.



Passen sich die Bewertungen sektorübergreifend der Realität an?

Pascal Böni: Bewertungen stehen im Zentrum der aktuellen Debatte über die Private Markets. Die Herausforderung besteht darin, dass die gemeldeten Bewertungen der wirtschaftlichen Realität hinterherhinken, da private gutachterbasierte Wertansätze sich tendenziell langsamer anpassen als Marktpreise an der Börse. Diese Trägheit hat Abwertungen verzögert. Doch da Exits rar bleiben und sich die Finanzierungsbedingungen verschärfen, verringert sich die Kluft. Die Aufsichtsbehörden sind aufmerksam geworden. Die US-Börsenaufsichtsbehörde (SEC) hat die Bewertungs- und Berichterstattungspraxis privater Fonds hinterfragt und davor gewarnt, dass die gemeldeten Zahlen zu optimistisch sein könnten. Der sowohl durch die Marktbedingungen als auch durch die Aufsicht der Regulierungsbehörden entstandene Druck spricht dafür, dass sich die Bewertungen weiter den Preisen auf den liquiden Märkten annähern werden.

Was signalisieren die Manager in ihren Investorenbriefen?

Pascal Böni: Investierendenbriefe der grössten Private-Market-Manager zeigen ein schwächeres Fundraising. Im Jahr 2000 betrug der durchschnittliche Fundraising-Zyklus für Private Equity und Private Credit sieben bzw. zwölf Monate. Heute ist er im Durchschnitt mehr als dreimal so lang und liegt bei beeindruckenden 23 bzw. 29 Monaten. Die Deal-Aktivität ist in den vergangenen vier Jahren deutlich zurückgegangen. Entsprechend wird Kapital vorsichtiger eingesetzt, Exits dauern länger, und die Erträge aus Management-Gebühren sind zurückgegangen. Zugleich signalisieren

Manager, dass die Bedingungen herausfordernd bleiben, bis die Finanzierungskosten sinken und die Liquidität sich verbessert. Die konsistente Botschaft lautet Resilienz statt Optimismus. Die Unternehmen betonen ihre Grösse, Diversifikation, und ihr langfristiges Kapital als Puffer, aber sie sind nicht immun gegen den Konjunkturzyklus. Bemerkenswert ist etwa, dass State Street, einer der weltweit grössten Vermögensverwalter, mit Apollo, einem führenden Private-Equity-Haus, einen Private-Credit-ETF aufgelegt hat, wobei Apollo selbst Liquidität einspeist, um Handelbarkeit zu signalisieren. Das zeigt den Druck auf die Manager und ihre Bereitschaft, neue Vehikel zu schaffen, um Kapital anzuziehen.

Zeitaufwand für die Kapitalbeschaffung in privaten Kreditfonds



Hinweis: Diese Abbildung zeigt die durchschnittliche Fundraising-Dauer für private Kreditfonds von 2000 bis Oktober 2025.

Quelle: Preqin

Private Markets im Umbruch: Privatanlegende und künftiges Wachstum

Warum öffnen Manager die Private Markets gerade jetzt für Privatanlegende?

► **Vesa Pursiainen:** Forderungen nach einem breiteren Zugang sind nicht neu. Neu sind der Kontext und das politische Umfeld. Die öffentlichen Märkte sind stärker konzentriert, mit weniger Börsennotierungen und Wachstumschancen, während die Private Markets in Grösse und Umfang zugelegt haben. In einigen Regionen sind die politischen Rahmenbedingungen inzwischen privatanlegendenfreundlicher, was den Zugang praktikabler macht.

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Das Timing lässt sich sowohl durch Angebotsseite also auch Nachfrageseite erklären. Auf der Angebotsseite zwang der "Denominator-Effekt" 2022 viele Institutionen zu Kürzungen, weil die fallenden öffentlichen Märkte das relative Gewicht privater Anlagen erhöhten, und die Private Markets Allokationen so an ihre Obergrenzen brachten. Dieser Druck hat mit der Erholung der öffentlichen Märkte nachgelassen, aber auf der "Zähler"-Seite ist es problematischer geworden. Ausschüttungen haben sich verlangsamt, während Kapitalabrufe weiterlaufen, so dass LPs negative Nettocashflows und Liquiditätsengpässe verzeichnen. Auf der Nachfrageseite suchen Vermögensverwalter und Altersvorsorgeplattformen nach Diversifikation und Rendite. Asset Manager haben darauf mit Evergreen- und Intervallfonds reagiert, die den Einstieg erleichtern und in begrenztem Masse Liquidität bieten. Diese Vehikel ändern jedoch nicht die Grundtatsachen: Private Markets Vermögenswerte bleiben illiquide, intransparent und kostspielig. Der Retail-Vorstoss verlagert diese Lasten auf Privatanlegenden, anstatt sie zu beseitigen.

► **Pascal Böni:** Private Markets sind bereits mit Kapital überschwemmt, wie die Milliarden an Dry Powder zeigen, die sich während eines Jahrzehnts starken Wachstums und niedriger Zinsen angesammelt haben. Die bekanntesten Erfolge der Branche, wie beispielsweise Blackstones LBO von Hilton Hotels im Jahr 2007, der trotz des Ausbruchs der globalen Finanzkrise letztlich einen Gewinn von 14 Milliarden US-Dollar einbrachte, veranschaulichen das Gewinnpotenzial. Solche Deals sind jedoch Ausnahmen und selten für alle zugänglich. Die Demokratisierung kommt eindeutig Managern, Banken und Portfoliounternehmen zugute, aber ob Privatanlegende über einen Zeitraum von zehn Jahren attraktive risikobereinigte Renditen nach Abzug der Gebühren erzielen werden, ist deutlich unsicherer.

Wer profitiert vom Zugang für Privatanleger und wer trägt die Risiken?

► **Vesa Pursiainen:** Am meisten profitieren die Private-Markets-Manager, insbesondere Private-Equity-Fonds. Zuflüsse von Privatanlegern bedeuten mehr Gebühreneinnahmen und potenziell eine neue Kapitalquelle, die den Liquiditätsdruck mindern kann. Für Privatanlegende sind die Vorteile weniger klar. Sie könnten von mehr Diversifikation profitieren und Zugang zu neuen Anlageklassen erhalten, möglicherweise mit attraktiven Risiko-Rendite-Profilen. Doch die Kosten sind hoch, und Privatanlegende sehen sich häufig mit mehr Gebührenebenen konfrontiert als institutionelle Investoren. Die Transparenz ist geringer und die Komplexität höher. Diese Faktoren sprechen für Vorsicht. Gleichwohl sollten Zugangsbeschränkungen nur dann auferlegt werden, wenn es dafür triftige Gründe gibt. Privatanlegende haben bereits Zugang zu spekulativen Produkten in anderen Märkten, einschliesslich hoch gehebelter Devisengeschäfte oder digitaler Assets mit fragwürdigen Renditeaussichten. Es ist nicht ersichtlich, warum Private Equity riskanter sein sollte als einige dieser Produkte.

► **Pascal Böni:** Die entscheidende Frage lautet, ob diese Ausweitung den Anlegenden oder der Branche nutzt. Wenn Private Equity verlässlich eine starke Outperformance erzielen würde, müssten Manager ihre Investorenbasis nicht erweitern. Die Öffnung des Zugangs gerade jetzt könnte darauf hindeuten, dass das Wachstum bei traditionellen Institutionen seinen Höhepunkt erreicht hat. Für Manager bedeuten Zuflüsse von Privatanlegenden eine Ausweitung des verwalteten Vermögens und eine Verlängerung des Zyklus; für Privatanlegende sind die Vorteile weitaus unsicherer.

Gibt es eine wirksame Möglichkeit, Investitionen in privaten Märkten abzusichern?

► **Andreas Nicoli:** Absicherungen gibt es auch auf privaten Märkten, aber nicht in der Grössenordnung und so ausgefeilt wie in öffentlichen Märkten, wo Futures und Optionen auf Blue-Chip-Aktien wie Apple mit Tausenden von Laufzeiten und Ausübungspreisen gehandelt werden. Diese Vielfalt existiert bei privaten Vermögenswerten schlicht nicht. Grundsätzlich kann man Markt-, Zins- oder Sektorrisiken durch an Börsen gehandelte Derivate absichern, aber die Mechanismen unterscheiden sich. Da Private-Market-Bewertungen gutachterbasiert erfolgen, kompensieren Absicherungen die Verluste selten eins zu eins. Am wichtigsten ist, dass es für das Liquiditätsrisiko faktisch keine Absicherung gibt, ausser durch Portfoliodiversifikation.

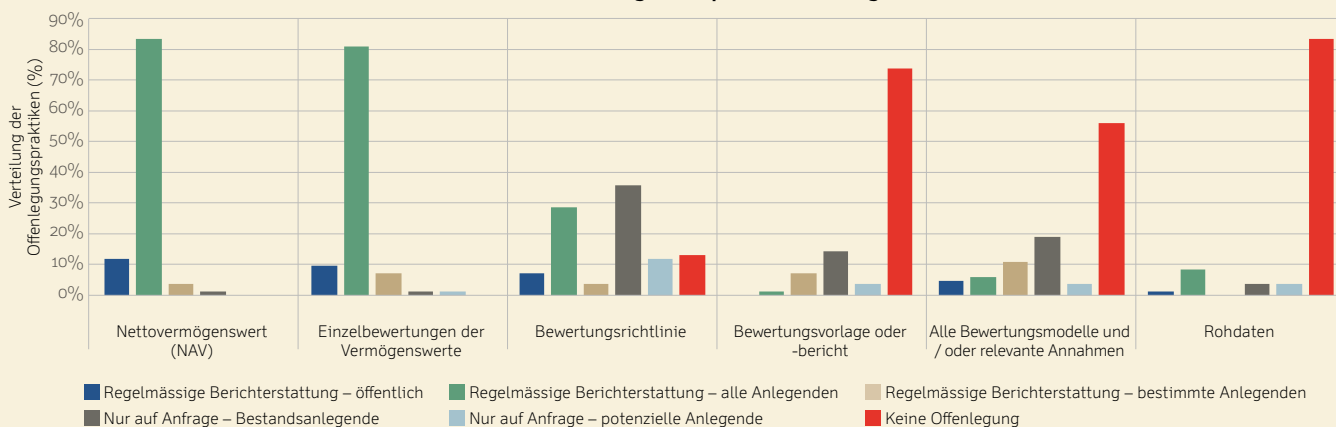
► **Stefan Pomberger:** Private Markets verfügen nicht über die robuste Hedging-Infrastruktur ihrer öffentlichen Pendanten, aber es gibt einige praktikable Alternativen. Syndizierung, also die Zusammenarbeit mit anderen Häusern, um Risiken zu teilen und die Exponierung gegenüber einem einzelnen Unternehmen, Sektor oder einer Region zu begrenzen, ist die wirksamste. Grosse Syndikate bieten zudem Informations- und Skalenvorteile. Darüber hinaus bleibt Diversifikation das wichtigste Instrument. Investitionen über mehr Unternehmen zu streuen und Drittparteien zu beteiligen, verteilt Risiken gleichmässiger, auch wenn sie dadurch nicht verschwinden.

Welche Reformen könnten die Interessenangleichung stärken und das Vertrauen der Anlegenden erhöhen?

► **Andreas Nicoli:** Weil Privatmärkte langfristig, illiquide und intransparent sind, ist Vertrauen zwischen GPs und LPs entscheidend. Eine transparente Gebührenstruktur und sicherzustellen, dass die wichtigsten Entscheidungstragenden mit eigenem Kapital beteiligt sind, sind bewährte Mittel, um zentrale Spannungsquellen zu entschärfen. Angemessene Management-Gebühren, die sich an Kosten und Leistung orientieren, können Manager dazu motivieren, Ergebnisse zu optimieren. Die wahre Performance eines Fonds lässt sich nur über seinen gesamten Lebenszyklus beurteilen, daher müssen GPs konsistent und klar berichten. Reputation und Vertrauen hängen von der Kommunikation ab.

► **Pascal Böni:** Anlegende sollten sich zunächst klar darüber werden, warum sie überhaupt in Private Markets investieren möchten. Private Equity ist besonders anspruchsvoll: Bewertungen können verzerrt sein, Renditeschätzungen sind unsicher, und Liquidität ist schwer einzuschätzen. Private Credit ist mit seinen variablen Kupons und klaren Rückzahlungsplänen meist transparenter und bietet einen teilweisen Inflationsschutz. Dennoch investieren institutionelle Anlegende, insbesondere Pensionsfonds, stark in Private Equity, oft unter dem Einfluss von Narrativen, die von der Branche selbst geprägt sind. Eine stärkere Interessensangleichung zwischen LPs und GPs erfordert eine transparentere, datengestützte Berichterstattung, damit Entscheidungen auf Fakten statt auf Überzeugungsarbeit beruhen. Am wichtigsten ist, Fonds anhand risikoadjustierter Renditen zu beurteilen, etwa PME oder Direct Alpha, nicht anhand potenziell irreführender Kennzahlen wie IRR oder Multiples.

Daten- und Bewertungstransparenz für Anlegende



Hinweis: Diese Abbildung zeigt Indikatoren der Transparenz gegenüber Anlegenden, darunter Nettovermögenswert (NAV), Einzelbewertungen der Vermögenswerte, Rohdaten sowie Bewertungsrichtlinien, -konzepte und -modelle.

Quelle: Britische Finanzaufsichtsbehörde (Financial Conduct Authority, FCA)

Was passiert mit Private Credit, wenn Banken wieder stärker in die Kreditvergabe einsteigen?

► **Vesa Pursiainen:** Bei Private Credit gibt es eindeutig ein Element der regulatorischen Arbitrage. Strengere Vorgaben haben bestimmte Kredite für Banken unattraktiver gemacht. Private-Credit-Fonds mit grösserer Flexibilität und anderem Risikoappetit sind eingesprungen und haben teils attraktive Renditen erzielt. Würden Bankregulierungen gelockert, käme es wieder zu mehr Überschneidungen, doch solche Änderungen sind derzeit nicht absehbar.

Was wäre, wenn US-Altersvorsorgevermögen stärker in Privatmärkte flosse, und welche Lehren lassen sich aus rentenpolitischen Debatten ziehen?

► **Pascal Böni:** US-Vorsorgeanleger lassen sich grob in drei Gruppen einteilen. Klassische leistungsorientierte Pensionsfonds (Englisch: Defined benefit pension plans), wie zum Beispiel CalPERS mit über 500 Milliarden US-Dollar in AUM, investieren bereits stark in Private Markets. Arbeitgebendenbasierte und beitragsorientierte Pläne (Englisch: Defined contribution pension plans), wie etwa 401(k)s, wachsen schnell, haben aber weiterhin nur begrenzten Zugang zu Private Markets. Individuelle Altersvorsorgekonten (Englisch: individual retirement accounts oder IRAs) unterliegen bei Private Markets Zulassungsvorschriften und stossen bei Liquidität und Bewertung an Grenzen. Von den drei Gruppen sind IRAs der grösste Pool, gefolgt von Defined-Contribution- und Defined-Benefit-Plänen. Würde mehr Geld gerade aus diesen neueren Kanälen, insbesondere IRAs und 401(k)s, Private Markets zufließen, sanken die Durchschnittsrenditen wahrscheinlich, weil attraktive Deals begrenzt sind. Die Hauptlast würden wohl Privatanlegende tragen. Die zentrale Lehre: Kapazitätsgrenzen sind real, ungeachtet der von der Branche gepflegten Narrative.

► **Andreas Nicoli:** Einfache Angebots-/Nachfragelogik spricht dafür, dass grössere Zuflüsse ohne mehr hochwertige Deals den Druck auf Durchschnittsrenditen erhöhen würden. Der Markt würde vermutlich weitere Teilnehmer anziehen, wodurch sich der Abstand zwischen erfahrenen GPs und neuen Anbietern vergrössert. Positiv wäre, dass mehr Wettbewerb Transparenz verbessern und Gebühren komprimieren könnte. Mit der Zeit entstünde ein neues Gleichgewicht, und Anleger müssten beurteilen, ob die erwarteten Renditen die Risiken rechtfertigen.

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Das Kernproblem ist die Eignung.

Vorsorgesparrer verlassen sich oft auf Standardoptionen und erfassen die Risiken illiquider Anlagen nicht vollständig. Lange Bindungsfristen, unsichere Cashflows und hohe Gebühren stehen ihrem Liquiditätsbedarf im Ruhestand entgegen. Evergreen- und Intervallfonds bieten zwar Rücknahmen, halten aber Vermögenswerte, die sich nicht schnell veräussern lassen. In Stressphasen kann der Zugang für Anleger eingeschränkt werden. Auch die Regelwerke unterscheiden sich. In den USA haben Leitlinien des Department of Labor einen gewissen Anteil von Private Equity Anlagen in Defined-Contribution-Plänen ermöglicht, werfen aber Bedenken zum Investierendenschutz auf, während Europas revidiertes ELTIF-Regime klarere Schutzmechanismen bietet. Ohne robuste Schutzmassnahmen droht die Gefahr, dass Illiquidität und Intransparenz gerade auf jene Sparer verlagert werden, die damit am wenigsten umgehen können.

Wie verändern die grössten Private-Market-Manager die Branchenlandschaft?

► **Stefan Pomberger:** Die Private Markets zeigen zunehmend eine "Winner-takes-all"-Dynamik, bei der Mega-Fonds die Branche dominieren. Der wirtschaftliche Grund dafür ist einfach. Die Markteintrittsbarrieren sind extrem hoch. Da sich diese Investitionen über lange Lebenszyklen erstrecken, dauert es Jahrzehnte, um Fähigkeiten unter Beweis zu stellen und Reputation aufzubauen. Das begünstigt etablierte Anbietenden und macht den Sektor strukturell oligopolistisch. Kleinere Akteure können sich zwar weiterhin Nischenbereiche erschliessen, aber insgesamt scheint eine Konsolidierung unvermeidlich. Was wir im Bankwesen und in der Vermögensverwaltung gesehen haben, wo Fusionen die heutigen globalen Giganten hervorgebracht haben, dürfte sich in Private Markets ähnlich abspielen.

Sind Privatanlegende wirklich bereit für Private Markets?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Auf dem Papier wirken Private Markets wie die ultimativen Langfristanlagen und damit attraktiv für Privatanlegende, die für den Ruhestand planen. In der Praxis ist es komplizierter. Der Zugang zu den attraktivsten Deals ist meist beschränkt. Für Privatanlegende erfolgt der Einstieg typischerweise über Fund-of-Funds-Strukturen. Diese bieten Diversifikation, fügen aber mehrere Gebührenebenen hinzu und schmälern die Nettorenditen. In vielen Fällen bleiben breit diversifizierte, kostengünstige ETFs das effektivere Vehikel für Privatanlegendenportfolios.

► **Pascal Böni:** Selbst im Private Credit, der oft als einfacher als Private Equity angesehen wird, sind die Herausforderungen real. Risiken und Renditen zu schätzen ist komplex, und obwohl die Durchschnittsperformance über der von Hochzinsanleihen liegen kann, ist die Streuung gross. Anlegende überbetonen häufig das oberste Quartil. In der Praxis ist, vor allem ohne ausgeprägte Kompetenz bei der Manager-Selektion, die Wahrscheinlichkeit, im unteren Quartil zu landen, genauso hoch. Die Renditedifferenz zwischen den besten und schlechtesten Fonds kann in einem einzelnen Jahr über 50 Prozentpunkte betragen. Für Privatanlegende sind die Ergebnisse höchst ungewiss und weit entfernt von der oft versprochenen konstanten "Prämie".

Fazit: Neu kalibrieren, reformieren oder auf Erholung setzen?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Die wissenschaftlichen Erkenntnisse deuten darauf hin, dass die Nettorenditen auf den Private Markets bescheidener sind, als es die Branchennarrative suggerieren, und dass die Performance mit der Reifung der Anlageklasse schrittweise zu öffentlichen Benchmarks konvergiert. Daraus folgt, dass wir unsere Erwartungen neu kalibrieren müssen. Reformen bei Transparenz und Governance erscheinen ebenfalls notwendig, zumal anhaltende Bedenken über Gebührenintransparenz und Interessenkonflikte bei GP-geführten Transaktionen bestehen. Eine zyklische Erholung ist zwar möglich, wenn sich die Finanzierungsbedingungen lockern, doch die Geschichte zeigt, dass Leverage und Bewertungen Zyklen folgen, die sich nicht zwingend in strukturelle Zugewinne übersetzen. Neukalibrierung und Reformen sollten daher Vorrang vor der blossen Hoffnung auf eine Erholung haben.

► **Stefan Pomberger:** Der Weg nach vorn ist nuancierter als ein simples Erfolgs-oder-Misserfolgs-Narrativ. Turbulenzen sind unvermeidlich. Einige Deals werden scheitern, und nicht alle Jahrgänge werden liefern. Stressereignisse könnten die Standardisierung beschleunigen und zusätzliche Regulierung auslösen, insbesondere bei einem systemischen Schock. Gleichzeitig sorgt die schiere Menge an nicht investiertem Kapital dafür, dass Private Markets aktiv bleiben. Für Anlegende mit langem Horizont bleiben sie ein glaubwürdiger und attraktiver Weg, sofern die Erwartungen der Anlegenden realistisch bleiben und Anlegende der Resilienz den Vorrang geben.





Swiss Finance Institute

Mit Unterstützung seiner Gründer – der Schweizer Bankenbranche, der Schweizerischen Eidgenossenschaft sowie führender Schweizer Universitäten – fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv Forschung und Lehre auf Weltniveau im Bereich Banking und Finance in der Schweiz. Durch die Verbindung von akademischer Exzellenz mit Praxiserfahrung trägt das SFI zur Stärkung des Schweizer Finanzplatzes bei.

Herausgeber und Kontakt

Dr. Cyril Pasche
Senior Director Publications and Topic Development
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

