



Willi Nef, CFA

Leiter Asset Management / CIO
Mitglied der Direktion

Private Markets sorgen für Unruhe

Private Markets decken ausserbörsliche Direktinvestitionen in Private Equity, Private Credit, Private Infrastructure sowie Private Real Estate ab. Aufgrund von Liquiditätsengpässen bei Private-Credit-Vehikeln gerieten Branchengrössen wie Partners Group, Blackstone oder KKR jüngst in unruhiges Fahrwasser. Vor diesem Hintergrund hat die Alpha RHEINTAL Bank per Ende Mai den vollständigen Rückzug aus den Private Markets beschlossen, da die Risiken in diesem Marktsegment steigen und es an der nötigen Transparenz fehlt.

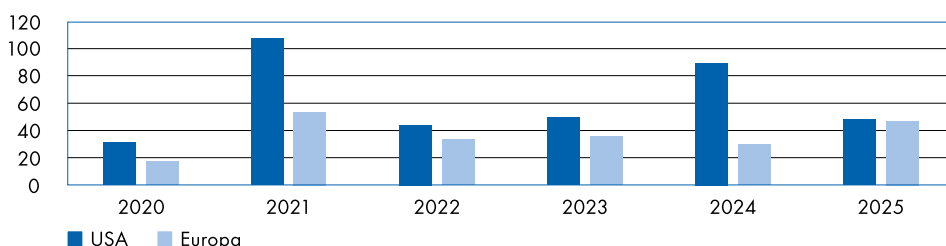
Der Markt für die private Kreditvergabe (Private Credit) abseits regulierter und transparenter Börsen erlebte durch das anhaltend niedrige Zinsumfeld in den vergangenen Jahren einen beispiellosen Aufschwung. Er lockte mit dem Versprechen stabiler Renditen weit über dem klassischen Zinsniveau. Dieser Mehrertrag wird jedoch durch den vollständigen Verzicht auf Markttransparenz, unabhängige Ratings und eingeschränkter Liquidität teuer erkauft. Während börsennotierte Anleihen sekundlich durch Angebot und Nachfrage fair bewertet werden, bestimmen im Private-Credit-Sektor die Kreditgeber den Wert ihrer vergebenen Kredite weitgehend selbst. Der Zusammenbruch der US-Softwareunternehmens Medallia im Frühjahr 2026 offenbarte, wie dieses System kollabiert, sobald die Realität diese Modellrechnungen einholt.

Wie funktionieren Investitionen in Private Credit?

Wer in Private Credit investiert, vergibt über eine Private-Market-Gesellschaft wie beispielsweise Partners Group, Blackstone, KKR oder Hamilton Lane einen Kredit an ein Unternehmen, der nicht an der Börse gehandelt wird. Die Kreditvergabe erfolgt somit nicht über den klassischen Bankenweg, sondern direkt über einen meist nicht kotierten Fonds, den eine Private-Market-Gesellschaft verwaltet (Schattenbankensystem). In den allermeisten Fällen handelt es sich um risikobehaftete Kredite, die bei einer Verbriefung als standardisierte Anleihen im High-Yield-Bereich anzusiedeln wären.

Der Markt für Private Credit verzeichnete in den letzten Jahren ein starkes Wachstum, insbesondere durch den Zuwachs bei Privatanlegern. Während das von Kreditfonds in den USA eingeworbene Kapital im Jahr 2025 im Vorjahresvergleich zurückging, sammelten europäische Fonds im gleichen Zeitraum nach einem zuvor schwachen Jahr wieder 22.3% mehr Mittel ein.

Jährliche Mittelzuflüsse in Fonds im Bereich Private Credit für Privatanleger (in USD Mrd.)



Quelle: Börsen-Zeitung, April 2026

Marktmeinung:

- Die US-Notenbank, unter der neuen Führung von Kevin Warsh, wird in diesem Jahr eine Zinserhöhung vornehmen.
- Die EZB hat im Juni den Leitzins um 25 Basispunkte auf 2.25% erhöht. Wir rechnen mit einer weiteren Zinserhöhung im Juli.
- Die Jahresteuern in der Schweiz notierte im Mai unverändert bei 0.6%. Auch wenn seit Kriegsausbruch die Preise bei gewissen Dienstleistungen gestiegen sind, kann die SNB eine abwartende Haltung einnehmen.
- Mit SpaceX glückte am 12.06.2026 der grösste Börsengang der Geschichte. Das Unternehmen erreichte eine Bewertung von fast USD 1800 Mrd.
- Annäherungen zwischen den USA und dem Iran sorgen jeweils für Erleichterung an den Finanzmärkten, während die Spannungen im Nahen Osten – wie prognostiziert – aufgrund geopolitischer Abhängigkeiten zugunsten diplomatischer Lösungen in den Hintergrund treten. Solange der KI-Boom die Märkte prägt und von realen Gewinn- und Umsatzsteigerungen getragen wird, bleibt die aktuelle Rallye gerechtfertigt.

Funktionsweise im Detail und der Fall Medallia

Doch wie funktioniert Private Credit im Detail? In diesem Marktsegment wird Fremdkapital auf mehreren Ebenen eingesetzt. Die Kreditfonds nehmen ihrerseits Darlehen bei Banken oder Hedgefonds auf (Fund Leverage), um ihr Investitionsvolumen künstlich zu erhöhen und die Eigenkapitalrendite zu maximieren. Durch diese mehrschichtige Verschuldungsstruktur und den Einsatz komplexer Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicle, kurz SPV) steigen die Systemrisiken. Zudem sind die finanzierten Unternehmen oft selbst hochverschuldet. Als Paradebeispiel gilt der Fall Medallia: Das Unternehmen stand bei einem Konsortium mehrerer Private-Market-Gesellschaften mit USD 3 Mrd. in der Kreide. Solche Kredite landeten vermehrt in sogenannten Evergreen-Fonds, die auch für Privatanleger zugänglich sind. Bei einer jährlichen Bar-Zinslast von rund USD 300 Mio. und einem operativen Gewinn von lediglich USD 200 Mio. erwirtschaftete Medallia ein reales Cashflow-Defizit von USD 100 Mio. Anstatt den Ausfall einzugestehen, wurden die Schulden über sogenannte "Payment-in-Kind" (kurz PIK) weitergeführt. Die Kreditschuld wird dabei einfach aufgebläht; das Darlehen wächst auf dem Papier, ohne dass echtes Geld fließt. Die Fondsverwalter kassieren auf dieses künstlich aufgeblasene Volumen weiterhin die vollen Management-Gebühren – bezahlt in echtem Bargeld durch die Privatanleger.

"Hebel-Schichttorte"

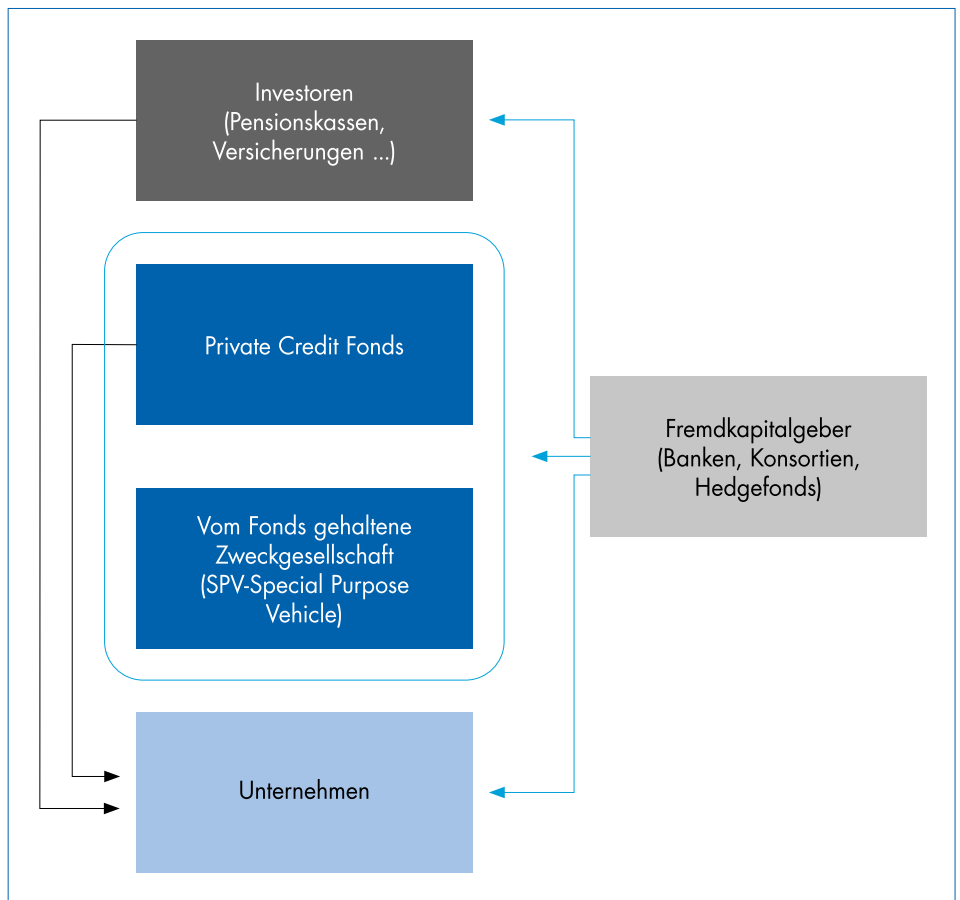
Die Risiken im Private Credit sind oft weit aus grösser, als sie auf den ersten Blick erscheinen. Das zeigt der Fall des britischen Finanzunternehmens MFS, welches im Februar 2026 infolge eines massiven Betrugsskandals zusammenbrach. Nach der Finanzkrise 2008 dürfen Banken riskanten Firmen durch verschärfte Eigenkapitalvorschriften nicht mehr ohne Weiteres Geld leihen. Stattdessen finanzieren sie Private-Credit-Fonds über hochkomplexe Back-Leverage-Strukturen. Dabei hat die HSBC gemäss Financial Times bis zu 80% des Kreditwerts zur Verfügung gestellt. Als MFS kollabierte, war das Eigenkapital des Fonds sofort komplett verloren und die Bank blieb auf einem Verlust von USD 400 Mio. sitzen. Es entstand also ein weitaus grösserer Schaden als bei Banken, die direkt investiert waren.

Warum ist das gefährlich? Der Grund ist, die "Hebel-Schichttorte", also ein mehrstufiger Leverage. Die erste Ebene des Leverage bilden

Gestapelte Verschuldung über mehrere Ebenen

Im Private Credit arbeiten Investoren, Fonds und Unternehmen oft gleichzeitig mit Schulden. Dadurch entsteht ein System mit mehreren übereinanderliegenden Verschuldungsschichten.

Nicht nur einer ist verschuldet – alle sind gleichzeitig verschuldet!



Quelle: IMF Global Financial Stability Report (Chapter 2 The Rise and Risks of Private Credit), April 2024

die hochverschuldeten Unternehmen. Die zweite Ebene sind die Fonds über SPVs, welche die Kredite bündeln. Die dritte Ebene ist die Banken-Ebene. Dieser mehrstöckige Leverage oder Hebel ist für die Aufsichtsbehörden und Investoren weder überschaubar noch addierbar.

Das Risiko wird auf den Privatanleger abgewälzt

Besonders kritisch ist, dass Risiken oft gezielt weitergegeben werden. Schwache oder problematische Kredite werden aus institutionellen Anlagen entfernt und in Fonds für Privatanleger verschoben. Während Grossinvestoren ihre Verluste damit begrenzen können, tragen private Anleger häufig das volle Risiko.

Hinzu kommt, dass auch Banken indirekt stark involviert sind. Durch diese mehrstufigen Finanzierungen entstehen komplexe Abhängigkeiten, die nur schwer zu durchschauen sind und im Ernstfall zu erheblichen Verlusten führen können.

Systemisches Risiko und der blinde Fleck unserer Zeit

Die Fälle Medallia und MFS zeigen, dass die Probleme im Private-Credit-Markt keine Einzelfälle sind, sondern Teil eines grösseren, intransparenten Systems. Viele riskante Kredite werden von grossen Anbietern in Fonds gehalten, deren genaue Portfoliostruktur weder für die Öffentlichkeit noch für Regulatoren kaum einsehbar ist. Diese Intransparenz führt inzwischen zu spürbaren Reaktionen am Markt.

Ratingagenturen haben bereits erste Fonds auf Ramsch-Niveau herabgestuft, weil immer mehr Kredite ausfallen. Gleichzeitig schwindet das Vertrauen der Anleger. Aktien von Private-Markets-Anbietern werden trotz solider Geschäftszahlen mit grossen Abschlägen gehandelt.

Während in der globalen Finanzkrise 2008 das systemische Risiko im hochregulierten Bankensektor lag, hat es sich heute in die unregulierten, intransparenten Private Markets respektive in das unüberschaubare

Schattenbankensystem verschoben, was eine effektive Kontrolle verunmöglicht. Dass international Regulatoren diesen unquantifizierbaren Gesamt-Leverage weitgehend im Dunkeln belassen und sich primär mit klassischen Bankenkenntzahlen beschäftigen, ist der eigentliche blinde Fleck unserer Zeit, der uns noch lange beschäftigen wird.

Mögliche Ansätze zur Liquiditätsbeschaffung

Private Credit Fonds können Vermögenswerte wie Kredite oder Beteiligungen an institutionelle Investoren oder Hedgefonds veräussern, um Liquidität zu schaffen. Diese Notverkäufe erfolgen jedoch oft mit Abschlägen auf dem Buchwert und belasten die Rendite. Ausserdem ist das Interesse auf der Käuferseite nicht unlimitiert.

Alternativ können Positionen an langfristige Investoren wie Pensionskassen oder Versicherungen übertragen werden. Dabei erweist sich die Bewertung als äusserst schwierig, da diese Anlagen nicht öffentlich gehandelt werden. Wer soll eher bevorteilt werden? Der Käufer oder der Verkäufer?

Eine weitere Möglichkeit besteht darin, bestehende Portfolios über den Anleihenmarkt zu refinanzieren. Dabei werden Fondsanteile gebündelt und als CFO-Anleihen (Collateralized Fund Obligations) an Investoren verkauft, wie es beispielsweise Blackstone mit einer Anleihe über USD 2 Mrd. plant. Diese Methode generiert Liquidität, ohne die zugrunde liegenden Anlagen direkt liquidieren zu müssen. Der Markt für solche Transaktionen könnte stark wachsen und in diesem Jahr ein Volumen von über USD 30 Mrd. erreichen. Allerdings sind diese Strukturen komplex, kostspielig und verlagern die Risiken letztlich nur auf den klassischen Anleihemarkt. Es bleibt abzuwarten, wie euphorisch die Anleihegläubiger dieses Angebot annehmen werden.

Konsequenzen der Alpha RHEINTAL Bank

Als Alpha RHEINTAL Bank legen wir allergrössten Wert auf absolute Transparenz, tägliche Liquidität und die Möglichkeit, systemische sowie unternehmensspezifische Risiken zuverlässig erfassen zu können. Die

zunehmenden Rücknahmebeschränkungen bei Evergreen-Strukturen in Private Markets verdeutlichen, dass der Versuch fehlschlägt, illiquide Privatmarktanlagen mit einer künstlichen Liquidität auszustatten. Deshalb hat die Alpha RHEINTAL Bank konsequent alle Investitionen in Private Markets veräussert. Wir setzen ausschliesslich auf liquide Anlagen mit klaren Marktpreisen. Unser ultimatives Ziel ist und bleibt es, das Vermögen unserer Kundinnen und Kunden bestmöglich zu schützen und Risiken nur dann einzugehen, wenn diese transparent, kalkulierbar und sinnvoll sind.

Ihr Willi Nef

Handwritten signature of Willi Nef.

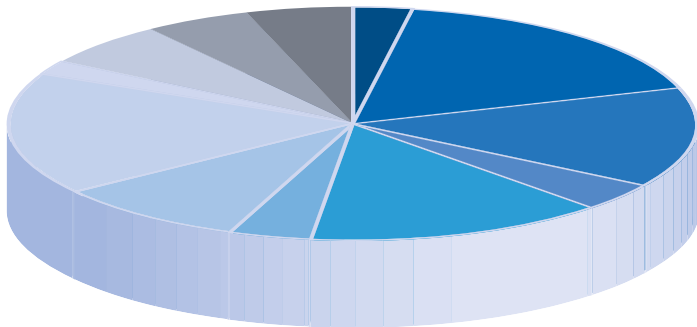
Anmerkung zu den Quellen:
Die in diesem Beitrag verwendeten Daten und Marktanalysen basieren unter anderem auf der Publikation The Vanishing Footnote von Nick Nemeth (April 2026) sowie auf verschiedenen aktuellen Berichten der Financial Times.

Alpha Vermögensverwaltungs-Muster-Portfolio

ANLAGESTRATEGIE AUSGEWOGEN REFERENZWÄHRUNG SCHWEIZER FRANKEN

Die Strategie richtet sich an Anleger mit einem Anlagehorizont von 5 bis 10 Jahren. Reales Kapitalwachstum und regelmässiges Einkommen stehen im Vordergrund. Ein Anleger mit dieser Strategie nimmt erhöhte Vermögensschwankungen in Kauf und ist risikobereit. Wir halten aktuell eine Aktienquote von 52%. Die Liquiditätsquote haben wir auf 3% reduziert. Die Obligationen-Quote reduzierte sich ebenfalls

auf 35%. Bei den alternativen Anlagen sind wir mit je 5% in Gold sowie in Immobilien investiert. Die Private Equity-Quote haben wir Ende Mai liquidiert. Unsere CHF-Quote beträgt neu 88%, mit 6% sind wir in USD und mit 4% in EUR investiert, sowie mit 2% in diversen Währungen. Aus dieser Strategie resultierte vom 01.01.2026 bis 30.05.2026 eine Performance von 4.99%.

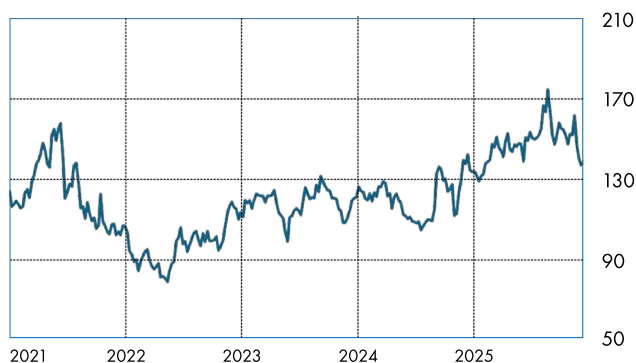


Liquidität CHF	3.0%	Aktien Europa	9.0%
Investment Grade CHF	17.0%	Aktien USA	17.0%
Investment Grade Global	14.0%	Aktien Global	2.0%
High Yield Global	4.0%	Aktien Schwellenländer	6.0%
Aktien CH Large Caps	14.0%	Immobilien CHF	5.0%
Aktien CH SmallMid Caps	4.0%	Gold	5.0%

Aktie im Fokus

Medacta Group

Medacta vertreibt orthopädische Implantate. Das Unternehmen versorgt Patienten dabei mit künstlichen Gelenken oder auch Wirbelsäulenimplantaten. Es wurde 1999 als Familienunternehmen gegründet, 2019 folgte dann die Kotierung an der SIX Swiss Exchange. Medacta hat am 13. März 2026 ihre Zahlen zum Geschäftsjahr 2025 präsentiert und dabei erneut mehr verdient. Der Umsatz stieg bei konstanten Wechselkursen um 18.5% und hat damit die eigene Zielvorgabe leicht übertraffen. Laut Management haben alle Regionen und Sparten zum Wachstum beigetragen. Das um Sonderaufwendungen bereinigte operative Ergebnis stieg um 19.1% auf knapp EUR 191 Mio. Die entsprechende Marge erhöhte sich von 27.1% auf 27.9%. Die Margenausweitung war laut Management das Ergebnis von Effizienzsteigerungen und geringeren Kosten, vor allem im Bereich Vertrieb und Marketing. Unter dem Strich blieb ein Nettoergebnis von annähernd EUR 95.5 Mio. übrig, was um 31% über dem Vorjahreswert liegt. Für das laufende Geschäftsjahr 2026 stellt das Tessiner Unternehmen zu konstanten Wechselkursen ein Umsatzwachstum von 10% bis 14% in Aussicht. Die Betriebsgewinn-Marge soll ebenfalls zu konstanten Wechselkursen um etwa 50 Basispunkte über dem Wert von 27.9% zu liegen kommen. Medacta hat erneut mit den Zahlen überzeugt, entsprechend waren die Aktien nach den Zahlen und dem Ausblick gesucht. Der starke operative Cashflow von EUR 152.7 Mio. und die deutliche Erhöhung der Dividende auf CHF 1.10 unterstreichen die gute Performance. Auf dem aktuellen Kursniveau ist ein Einstieg interessant.



Interessante Anlagemöglichkeit

8.60% p.a. ZKB Callable Barrier Reverse Convertible auf Amrize 19.06.2026 - 21.06.2027

Barrier Reverse Convertibles sind derivative Finanzinstrumente. Sie können Kursschwankungen unterliegen. Weitere Informationen finden Sie in der Broschüre "Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten".

Coupon	8.60% p.a.
Laufzeit	19.06.2026 - 21.06.2027
Barrierebeobachtung	12.06.2026 - 14.06.2027
Ausübungspreis	CHF 42.6933
Barriere	CHF 27.7507 (65% des Ausübungspreises)
Callable	per 14.12.2026 und 12.03.2027
Val. Nr.	156.045.173
Stückelung	CHF 1'000.00
Kurs am 16.06.2026	101.83%
Leadmanager	Zürcher Kantonalbank AG, Zürich

Barrier Reverse Convertibles zeichnen sich durch attraktive Couponszahlungen aus. Ausserdem weisen die Zertifikate eine Barriere auf. Wenn der Basiswert während der Barrierenbeobachtung niemals die Barriere berührt oder durchbricht, wird - zuzüglich zum Coupon - der Nennwert zurückbezahlt. Berührt oder durchbricht der Basiswert jedoch während der Barrierenbeobachtung die Barriere, wird - zuzüglich zum Coupon - wie folgt zurückbezahlt:

1. Wenn die Schlussfixierung des Basiswerts höher oder gleich wie der Ausübungspreis ist, wird der Nennwert zurückbezahlt.
2. Wenn die Schlussfixierung des Basiswerts tiefer als der Ausübungspreis ist, erfolgt die physische Lieferung der festgelegten Anzahl Basiswerte; dabei werden Nachkommastellen nicht kumuliert und in bar abgegolten.

Unser Anlageteam berät Sie sehr gerne und freut sich auf Ihren Anruf unter Telefon +41 (0) 71 747 95 24

RECHTLICHE HINWEISE: Bei dieser Publikation handelt es sich um Werbung. Die Informationen in dieser Publikation stammen aus Quellen, welche wir für zuverlässig erachten. Trotzdem können wir weder für ihre Vollständigkeit noch Richtigkeit garantieren. Die unverbindlichen Richtkurse können je nach Marktlage rasch ändern. Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments zu. Für tagesaktuelle handelbare Volumen und Preise kontaktieren Sie bitte Ihren persönlichen Anlageberater. Diese Information ist weder ein Angebot noch eine persönliche Empfehlung. Diese Publikation kann nicht die persönlichen Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Anlegers berücksichtigen. Sollten Ihnen bei Entscheidungen, die auf Basis dieser Publikation gefällt werden, irgendwelche Zweifel aufkommen, wenden Sie sich bitte an Ihren persönlichen Anlageberater. Die vorliegende Publikation ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch Personen bestimmt, die Jurisdiktionen unterstehen, nach welchen die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Publikation rechtswidrig ist, namentlich zufolge Nationalität, steuerlichen Ansässigkeit oder Wohnsitz. Darüber hinaus darf in dieser Publikation erwähnte Finanzinstrumente nicht Personen angeboten, verkauft oder ausgeliefert werden, denen dies - insbesondere aufgrund ihrer Nationalität oder Ansässigkeit - nicht erlaubt ist. Um Interessenkonflikte zu vermeiden, können wir Sie zu den Aktien der Alpha RHEINTAL Bank AG nicht beraten. Ferner prüfen wir weder die Angemessenheit noch die Eignung dieser Aktien für Sie. Eine Haftung für allfällige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen. Wir weisen Sie darauf hin, dass es sich vorliegend um risikobehaftete Finanzinstrumente handelt, aus denen im schlimmsten Fall ein Totalverlust resultieren kann. Weitere Unterlagen (wie Risikobroschüre, Prospekte und/oder Basisinformationsblätter, sofern vorhanden) können Sie gerne bei uns beziehen.