

Zeitschrift für das gesamte  
**REDITWESEN**

77. Jahrgang · 1. Mai 2024

**9-2024**

**Digitaler  
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse  
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

WELTBANK CYBER-RESILIENZ KREDITGESCHÄFT 2.0 FRÜHJAHR  
UND WELTBANK **CYBER-RESILIENZ** KREDITGESCHÄFT 2.0  
2.0 **FRÜHJAHRSTAGUNG IWF UND WELTBANK** CY  
CYBER-RESILIENZ **KREDITGESCHÄFT 2.0** FRÜHJAHRSTAG  
STAGUNG IWF UND WELTBANK CYBER-RESILIENZ KREDITGES

„Private Markets – für Sparkassen und Genossen-  
schaftsbanken längst eine Selbstverständlichkeit“

Matthias Reicherter

Matthias Reicherter

## Private Markets – für Sparkassen und Genossenschaftsbanken längst eine Selbstverständlichkeit

Wer um die Jahrtausendwende das Gespräch mit Depot-A-Verantwortlichen bei deutschen Sparkassen und Genossenschaftsbanken über Alternatives beziehungsweise Private Markets zur Kapitalanlage suchte, stieß in vielen Fällen auf Unverständnis oder gar prinzipielle Vorbehalte. Als im Jahre 2000 das Unternehmen Golding Capital gegründet wurde, hatten Höchststände an den Börsen gerade für einen ersten Aktienboom in Deutschland gesorgt. Die Börse versprach für kurze Zeit „Wohlstand für alle“. Auch die realen Zinsen waren – selbst nach heutigen Maßstäben – ziemlich auskömmlich. Private Equity und Private Debt dagegen galt vielen damals als etwas für abgehobene Investmentbanker in New York oder London. Dabei waren Private-Equity-Unternehmen längst erfolgreich als Investoren in Deutschland tätig, und das in durchaus konservativen Bereichen wie etwa den damals in Mode gekommenen Public-Private-Partnerships.

Dennoch: Zu den eher konservativen Anlagestrategien von Sparkassen und Genossenschaftsbanken schien Private Equity in der Regel nicht zu passen. Es fehlte an Wissen, aber auch an Transparenz und In-house Track Record bei dieser damals noch wenig bekannten Assetklasse. Erträge aus dem Depot-A-Geschäft spielten noch eine unbedeutendere Rolle für die gesamte Geschäftsentwicklung als heutzutage. Es gab somit wenig Motivation, bei der Kapitalanlage Experimente zu wagen und vermeintliche Risiken einzugehen. Vorbehalte bezüglich regulatorischer Anforderungen trugen ihren Teil zur Zurückhaltung bei.

Doch das sollte sich bald ändern: Mit dem Platzen der Dotcom-Blase brachen im Jahr

2000 die Aktienkurse weltweit ein und die Welt steuerte spätestens mit den Terroranschlägen vom 11. September 2001 in eine Phase schwachen Wirtschaftswachstums und niedriger Zinsen, die einige Jahre anhielt.

Plötzlich wurden Alternativen gesucht und Private Markets – also Equity- und Debt-Produkte außerhalb öffentlicher Wertpapierhandelsplätze (Public Markets) – sowie Alternatives (Corporate Public Equity beziehungsweise Debt und Immobilien- oder Infrastruktur-Investments) erlebten einen Nachfrageschub – gerade auch von Kreditinstituten. Die 2005 von Franz Müntefering losgetretene „Heuschreckendebatte“ tat dem keinen nachhaltigen Abbruch. Ab der Mitte des Jahrzehnts zog die Weltwirtschaft im Zuge einer stark expandierenden Globalisierung wieder an. Die Banken schwammen in anlagebereiter Liquidität – vor allem die deutschen Landesbanken nach dem Ende der Gewährträgerhaftung – und Private Markets jedweder Art waren ein inzwischen etabliertes Anlageziel.

Allerdings wurde in manchen Segmenten nicht mehr so genau auf die Risiken geschaut, vor allem wenn es sich um den US-amerikanischen Subprime-Immobilienmarkt handelte. Wohlgermerkt: Corporate Private Equity und Debt war damals nicht der Auslöser. Doch der Grundstein für die nächste große Finanzkrise war gelegt. Sparkassen und Kreditgenossenschaften gehörten freilich weniger zu den direkt von der Subprime-Krise betroffenen Institutsgruppen, von Ausnahmen einmal abgesehen. Sie waren eher durch ihre Landesbanken beziehungsweise Spitzeninstitute in Mitleidenschaft gezogen.

Für viele der Primärbanken der beiden dezentralen Finanzverbände war die 2000er-Dekade das Jahrzehnt, in dem sie erste Erfahrungen mit Private-Equity- und Privat-Debt-Produkten in ihrem Depot-A-Portfolio gesammelt haben. Offenbar eine überwiegend positive Erfahrung, denn Private-Markets-Produkte gehören seither zum festen Kanon der Kapitalallokation zumindest für die meisten der größeren Häuser. Tendenz steigend: Eine vom CFIN Research Center for Financial Services in München durchgeführte Umfrage prognostiziert für das Jahr 2025 einen Anteil von 12 Prozent und für das Jahr 2030 von 16 Prozent an Alternative Assets im Depot A heimischer Banken. Das entspräche einer Verdopplung gegenüber 2021, dem Jahr der Umfrage.\*

### Phase I in den 2000ern: Portfoliofonds im Fokus

In dieser ersten Phase der Private-Markets-Entdeckung durch die Depot-A-Manager standen vor allem Zielfondsstrukturen im Mittelpunkt, also Portfoliofonds, die in Anteile an einzelnen Zielfonds investieren, welche ihrerseits wiederum in Private-Equity-Unternehmensbeteiligungen oder ähnliche illiquide Assets investieren. Im Privatkundengeschäft ist bei solchen Konstellationen auch von Dachfonds die Rede. Die Vorteile dieser Konstruktionen liegen darin, dass sie die hohen Anforderungen dieser Assetklasse durch ihre Komplexität, Illiquidität und Due-Diligence-Erfordernisse für kleinere institutionelle Investoren wie Sparkassen- und Genossenschaftsbanken-Eigendepots beherrschbar machen. Erfolgreiche Corporate-Private-



Equity-Investments erfordern zudem branchenspezifische Spezialkenntnisse. Die besten Private-Equity-Fondsmanager sind Spezialisten, die sich auf ein bestimmtes Segment konzentrieren – und oftmals auch nur einen begrenzten Zugang zu ihrem Fondsportfolio gewähren. Portfoliofonds sind eine Möglichkeit, angesichts der für die Investoren schier unüberschaubaren Produktvielfalt die Fondsmanager mit den besten Track Records in ihren jeweiligen Spezialsegmenten herauszusuchen und zu einem breit diversifizierten Portfolio zu kombinieren.

Diversifikation betrifft in diesem Zusammenhang übrigens nicht nur die Ebenen der Unternehmen, Branchen sowie Länder und Regionen, sondern auch eine zeitliche Dimension: Durch die Kombination unterschiedlicher Auflagejahre und Zyklusphasen der Unternehmen lässt sich der sogenannte J-Kurven-Effekt effektiv eindämmen: Demnach verlangt ein Private-Equity-Investment typischerweise erst einmal weitere Kapitalzuflüsse, ehe die Ertragskurve ins Positive dreht und das Investment den Break Even Point erreicht. Durch eine Aneinanderreihung mehrerer „J-Kurven“ kann dieser Effekt geglättet und das Ertragsprofil somit stabilisiert werden. Die sich aus der doppelten Fondsstruktur ergebenden höheren Kosten werden offenbar aus Sicht der Investoren von den Vorteilen überwogen. In der Tat stellt sich gerade für kleinere Investoren die Frage: Was wäre die Alternative?

Als bald stellte sich eine zweite Phase der Private-Markets-Allokation durch Depot-A-Manager ein. Die 2010er-Jahre begannen mit dem Abtragen der Banken-Altlasten aus der Finanzkrise sowie mit der Euro-Schuldenkrise. Es stellte sich eine lange Phase sinkender, am Ende extrem niedriger und sogar nominal teilweise negativer Zinsen ein. Die Notenbanken fluteten die Märkte mit Liquidität und das als bald in einer Phase relativ stabilen Wachstums. Die Folge war eine Inflation bei den Vermögenswerten: Aktien- und Anleihekurse, Immobilienpreise und auch die Preise an den Private Markets zogen deutlich an. Spiegelbildlich sanken die Cashflow-Renditen. Angesichts teils negativer Nominalzinsen waren Anleger

bereit, am Ende sogar real negative Renditen zu akzeptieren – in der Hoffnung auf weiterhin relativ niedrige Inflation und steigende Bewertungen.

### Phase II in den 2010er-Jahren: Auftritt der Secondaries

In dieser zweiten Phase stieg durch die Liquidität im Markt und durch den bestehenden Anlagenotstand das Transaktionsvolumen im Private-Markets-Segment enorm. Plötzlich entwickelte sich auch ein relativ liquider Zweitmarkt für Private-Markets-Investments, die Secondaries. Sie sind heutzutage kein Notinstrument mehr, sondern ein effizientes Werkzeug zur Portfoliosteuerung und zum Liquiditätsmanagement.

Das lag sowohl am Verkäufer- als auch Käuferinteresse: Warum eine Position lange halten, wenn man vorzeitig aussteigen, Gewinne erzielen und anderweitig reinvestieren kann? Und warum nicht nach günstigen Einstiegsangeboten mit bestehendem Track Record schauen? Angesichts der damals bestehenden Renditekompression war jeder Basispunkt bei der Rendite wertvoll. Auf diesen Secondary-Trend sind im Laufe der 2010er-Jahre praktisch alle institutionellen Investoren aufgesprungen: Gemäß Preqin-Daten haben sich die Assets unter Management bei Private Equity zwischen 2010 und 2020 um circa 150 Prozent auf 3,5 Billionen US-Dollar erhöht, davon die Secondaries jedoch um circa 250 Prozent auf 300 Milliarden US-Dollar. 2022 standen sogar schon 415 Milliarden US-Dollar zu Buche.

Von diesem Trend konnten gerade die Depot-A-Manager kleinerer Sparkassen und Kreditgenossenschaften profitieren: Er erlaubte einen Einstieg in Private-Markets-Segmente, die zuvor nur schwer zugänglich gewesen waren – und das mit einem kleinen Discount, welcher die Ankaufsrenditen in Zeiten von teils nominalen Negativzinsen halbwegs erträglich erschienen ließen. Hinzu kommt ein weiterer Vorteil: Secondaries-Investments haben einen Track Record. Die Negativphase der eingangs geschilderten J-Kurve ist



Dr. Matthias Reicherter



Managing Partner und Chief Investment Officer, Golding Capital Partners, München

Viele Primärbanken aus den beiden großen Verbänden haben laut Matthias Reicherter in der 2000er-Dekade erste Erfahrungen mit Private-Equity- und Private-Debt-Produkten in der Eigenanlage gesammelt. Diese Kategorie habe sich bewährt, wie eine vom CFIN Research Center durchgeführte Umfrage belege. So soll der Anteil dieser Produkte an den Alternative Assets in den Depot-A der deutschen Banken im kommenden Jahr auf 12 Prozent und bis zum Jahr 2030 auf 16 Prozent steigen. Im Jahr 2021, zum Zeitpunkt der Umfrage, lag dieser noch bei 8 Prozent. Reicherter zeigt die Entwicklungsphasen des Marktes auf und hebt dabei die Vorteile dieser Anlagekategorie hervor. Gerade im aktuellen Marktumfeld sieht er eine gute Gelegenheit für neue Institute, die sich diesen Produkten bislang noch nicht angenähert haben. (Red.)

unter Umständen bereits überstanden, die Due Diligence durch die damaligen Investoren ist „zur Wiedervorlage“ vorhanden, kurzum: Man kauft nicht mehr die Katze im Sack. Das kann auch ein Argumentationsvorteil von Depot-A-Managern gegenüber ihren Gremien sein.

### Phase III: Fonds-Investoren werden zu direkten Co-Investoren

Der Secondaries-Trend ist noch längst nicht zu Ende, im Gegenteil. Doch mit dem Eintritt in die 2020er-Jahre hat sich

das Umfeld nochmals gewandelt: Das Jahrzehnt startete mit einer weltweiten Pandemie und einer bis dato ungekannten globalen Reaktion darauf. Unmittelbar im Anschluss begann die Eskalation des Angriffskrieges Russlands gegen die Ukraine. Die Folge war ein abrupter Anstieg der Inflation in den wichtigsten Währungsräumen und eine entsprechende – lange nicht mehr für möglich gehaltene und für viele überraschend deutliche – Reaktion der großen Notenbanken: Plötzlich gibt es wieder Zinsen!

Nunmehr beobachten wir einen neuen Trend institutioneller Investitionstätigkeit in Private Markets: Co-Investitionen, die nach der Erwartung von Golding Capital Partners dieses Jahrzehnt – auch für Sparkassen und Genossenschaftsbanken – prägen werden. Dabei handelt es sich nicht um Fondsstrukturen, sondern der Investor beteiligt sich gemeinsam mit einem Private-Equity-Fonds direkt an einem Zielunternehmen.

Für die Investoren hat das den Vorteil, dass sie direkt und somit viel stärker in die Unternehmensentwicklung eingebunden

werden können. Sie sitzen sozusagen nicht mehr in der Kabine, sondern nehmen im Cockpit neben dem Piloten Platz. Der Investor kann zudem eine eigene und unabhängige Due Diligence vornehmen und somit seine Risiken besser und aktiver managen. Zugleich spart er sich die Kosten für das Fondsmanagement. Der Fondsmanager wiederum profitiert, indem er eine zu hohe Konzentration im Fondsportfolio vermeidet und gleichzeitig auch zusätzliches Kapital für größere Transaktionen mobilisieren kann.

Ein Co-Investment erfordert allerdings auch Kompetenz und Expertise aufseiten der Investoren sowie den Willen und die Kapazitäten, sich aktiv um die Beteiligungen zu kümmern. Das ist bei den Depot-A-Managern größerer Banken nach 25 Jahren Erfahrung mit Private-Equity-Investments heutzutage immer häufiger der Fall. Hinzu kommen die langjährige Zusammenarbeit mit dem jeweiligen Fondsmanager und das gewachsene Vertrauen, das für die enge Zusammenarbeit als Co-Investoren erforderlich ist. In jenen Fällen, wo entsprechende Kooperationen und Expertise noch nicht vorhanden sind,

bietet sich für Depot-A-Manager der Einstieg gerade im aktuellen Marktumfeld an – verbunden mit der Gelegenheit, Private-Markets-Produkte für kleinere institutionelle Investoren wie Sparkassen- und Genossenschaftsbanken-Eigendepots zugänglich zu machen.

Die Private-Markets- beziehungsweise Alternatives-Investment-Märkte sind in den vergangenen Jahren stark gewachsen, haben sich dabei weiter professionalisiert und ihre Strukturen diversifiziert. Die verschiedenen Herausforderungen und Krisen seither haben sie unbeschadet gemeistert. Auch die Depot-A-Manager deutscher Sparkassen und Genossenschaftsbanken haben diese Entwicklung begleitet und von ihr profitieren können. Man darf gespannt sein, welche Weiterentwicklung in den 2030er-Jahren auf uns wartet.

#### Fußnoten

\* [https://www.bvai.de/fileadmin/Themenschwerpunkte/Investoren\\_und\\_AlternativeInvestments/Leitfaeden\\_Whitepapers\\_Studien/20210218\\_Summary.pdf](https://www.bvai.de/fileadmin/Themenschwerpunkte/Investoren_und_AlternativeInvestments/Leitfaeden_Whitepapers_Studien/20210218_Summary.pdf)