

«Risiken reduzieren mittels Investitionen im Sekundärmarkt»

Infrastruktur ist der heimliche Star in den Portfolios vieler Pensionskassen – aber nur bei richtiger Strategiewahl, sagt Marc Wicki, CEO von SFP Infrastructure Partners. Er zeigt die Pros und Contras verschiedener Ansätze.

Susanne Kapfinger: Infrastrukturinvestitionen liegen bei institutionellen Anlegern derzeit voll im Trend. Was sind die Gründe?

Marc Wicki: In unsicheren Zeiten suchen Pensionskassen nach stabilen, langfristigen Erträgen, die über vertraglich gesicherte Cashflows – etwa aus Stromnetzen oder Glasfasertrassen – erhöhte Vorhersehbarkeit und «Downside Protection» bieten. Gleichzeitig treiben grosse Themen wie Energiewende, Digitalisierung und Erneuerungsbedarf öffentlicher Bauten das Interesse an dieser Assetklasse.

Wie hoch ist der Portfolioanteil an Infrastruktur derzeit bei Pensionskassen?

Viele Kassen streben aktuell ein Ziel von etwa 3 bis 5 Prozent an, wobei die regulatorische Obergrenze nach BVV2 bei 10 Prozent liegt. Für diese Anleger gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten: die Primärmarkt-Strategie – also Direktinvestitionen oder Beteiligungen an Fonds, die insbesondere im aktuell nachgefragten Energy-Transition-Sektor zu einem guten Teil Projekte neu entwickeln – oder die Sekundärmarkt-Strategie. Bei letzterer investiert man in bereits bestehende, operative Infrastrukturaktiva.

Worin liegt der Unterschied?

Der Unterschied beider Ansätze liegt vor allem im Risikoprofil und dem Zeithorizont.

Können Sie ein Beispiel geben?

Stellen Sie sich vor, Sie wollen ein Haus beziehen. Der Primärmarkt ist, als ob Sie den Architekten beauftragen, Land zu kaufen und den Hausbau zu überwachen – mit allen Risiken von Planungsänderungen, Baustellenproblemen und Kostenexplosionen. Der Sekundärmarkt hingegen ist, als ob Sie ein fertig gebautes, bereits bewohntes Haus kaufen, bei dem Sie alle Rechnun-



Marc Wicki, Partner und CEO SPF Infrastructure Partners. Bild: SPF

gen der letzten Jahre einsehen können und genau wissen, dass das Dach dicht ist. Sie schneiden die riskante Entwicklungsphase und das «Blindpool Risiko» beim Portfolioaufbau einfach heraus.

Was heisst das für eine Pensionskasse, die planbare Erträge und eine stabile Portfoliosteuerung benötigt?

Im Sekundärmarkt kaufe ich keinen Businessplan, sondern ein operatives Asset. Ich sehe die historischen Cashflows, kenne die Kunden, das regulatorische Umfeld und das Management. Damit schneide ich die gesamte Entwicklungs- und Bauphase – die riskanteste Phase eines Infrastrukturprojekts – komplett heraus. Ich übernehme ein fertiges Haus, bei dem allenfalls noch der Anbau geplant ist. Zudem investiere ich nicht in einen Blind Pool, sondern kann mir gezielt ein diversifiziertes Portfolio aus bereits bestehenden Fonds oder Einzelassets zusammenstellen. Das ermöglicht eine schnelle Kapitalplatzierung und frühe Erträge, oft innerhalb von zwei Jahren.

«Es gibt fundamentale Unterschiede bei den Gebührenstrukturen.»

Das klingt überzeugend. Warum sollte dann überhaupt jemand den anspruchsvolleren Weg von Direktinvestitionen respektive einer Primärmarkt-Strategie gehen?

Der Primärmarkt hat seine Berechtigung und bietet vor allem zwei grosse Chancen: potenziell höhere Renditen und Kontrolle. Wer ein Projekt auf der grünen Wiese – sprich Greenfield – entwickelt und erfolgreich durch die Bauphase bringt, schafft dabei erheblichen Wert. Die Risikoprämie ist entsprechend höher. Ein Direktinvestor oder ein primärer Fonds kann zudem das Projekt von Grund auf nach seinen Vorstellungen gestalten, die Technologie wählen und das operative Team einsetzen. Für sehr grosse, erfahrene institutionelle Investoren mit eigenem Team kann das attraktiv sein.

Und welche Risiken sind mit diesen Direktinvestitionen verbunden?

Die Risiken sind erheblich und oft unterschätzt. Ich kann Ihnen ein paar nennen. Zum Entwicklungs- und Bau-Risiko gehören beispielsweise Verzögerungen, Kostenüberschreitungen und technische Probleme. Eine Baustelle bleibt nie im Budget. Die Investition kommt zudem mit einem J-Kurven-Effekt. Das heißt: Bevor die Wertschöpfung in den zugrunde liegenden Vermögenswerten realisiert wird, sind die Cashflows in der Regel negativ. Das drückt die interne Rendite – die IRR – und ist für Anleger mit kurzfristigen Allokationszielen schwer zu managen.

Gibt es weitere nennenswerte Risiken?

Auch die Portfolio-Konzentration ist ein grosses Risiko. Ein primärer Fonds baut sein Portfolio langsam auf. Bis zur vollen Diversifikation können fünf bis sieben Jahre vergehen. In der Zwischenzeit trägt der Anleger ein hohes Klumpenrisiko. Hinzu kommt das Manager-Risiko, indem man stark auf die Fähigkeiten des Fondsmanagers wettet, Versprechen umzusetzen. Die Verkaufsunterlagen sind ja nur Prognosen.

Wie schneidet der Sekundärmarkt bei diesen Risiken ab?

Das Bau- und Entwicklungsrisiko ist bereits abgeschlossen und die J-Kurve ist abgeflacht oder nicht mehr existent. Wir steigen in laufende Erträge ein. Durch den Kauf von Portfolios oder Fondsanteilen erreichen wir sofort eine breite Diversifikation über Sektoren, Regionen und Assets. Das Manager-Risiko bleibt zwar, aber ich bewerte einen Manager anhand seiner historischen Performance mit genau diesen Assets, nicht anhand seiner Zukunftsversprechen.

Gibt es auch Nachteile im Sekundärmarkt?

Klar. Der offensichtlichste Nachteil

ist der Verzicht auf die Gründerrente. Wir zahlen für ein etabliertes Asset einen marktgerechten Preis und partizipieren nicht an der Wertschöpfung aus der Pionierphase.

Welchen spezifischen Risiken begiegt man im Sekundärmarkt?

Ein spezifisches Risiko ist das Bewertungsrisiko. Die Bewertung von nicht-börslichen Infrastrukturaktivitäten ist komplex, sie basiert auf DCF-Modellen, Wertmultiplikatoren und Annahmen. Wir müssen sehr genau prüfen, ob der geforderte Preis fair ist. Zudem ist der Markt intransparent und intermediär. Ohne ein starkes Netzwerk zu Banken und spezialisierten Vermittlern bekommt man die attraktiven Transaktionen nicht zu Gesicht. Der Zugang zu den Top-Quartilen-Assets ist hart umkämpft.

Pensionskassen stehen unter dem Druck der Öffentlichkeit und müssen Kosten rechtfertigen. Gibt es Unterschiede in der Gebührenstruktur?

Gebührenstrukturen unterscheiden sich fundamental, indem Interessen unterschiedlich ausgerichtet werden. Ein grosser Unterschied besteht insbesondere zwischen offenen und geschlossenen Strukturen. Closed-End-Fonds erheben ihre Managementgebühren typischerweise auf dem Investitionswert der Anlagen, der als Berechnungsbasis während der gesamten Haltedauer stabil bleibt. Dagegen berechnen viele Open-End-Fonds oder Evergreen-Vehikel ihre Managementgebühren auf den laufend neu ermittelten Inventarwert – sprich NAV.

Das sollte ja kein Problem sein.

Nein. Es schafft aber einen Anreiz, die Bewertungen zu optimieren, um höhere Gebühren zu kassieren, unabhängig davon, ob dieser Wert am Markt je erzielt wird. Das kann zu Interessenkonflikten führen, be-

sonders in stressigen Marktphasen, wenn Liquidität benötigt wird.

Wie verhält es sich bei den Performancegebühren?

Unser verwendetes Closed-End-Fondsmodell im Sekundärmarkt mit 10-jähriger Laufzeit berechnet die Performancegebühr respektive Carried Interest erst am Ende. Sie basiert also auf tatsächlich realisierten Gewinnen beim Verkauf. Der Manager wird so zum Partner des Anlegers. Bei dem Open-End-Fondsmodell dagegen werden Performancegebühren periodisch auf Basis von mitunter blass temporären Buchwertsteigerungen ausbezahlt.

Für welchen Anlegertyp ist welche Strategie nun die richtige?

Neben anderen, bewährten Ansätzen, stellt die Sekundärmarkt-Strategie für die meisten mittelgrossen Pensionskassen einen pragmatischen und sicheren Weg dar. Direktinvestitionen im Primärmarkt sind dagegen eher etwas für spezialisierte, grosse Player mit eigenem Due-Diligence-Team, sehr langem Anlagehorizont und der Bereitschaft, höhere Risiken für die Chance auf überdurchschnittliche Renditen einzugehen.

SFP Infrastructure Partners AG ist ein spezialisierter Investment Manager, der sich ausschliesslich auf Infrastructure Secondaries fokussiert. Das Unternehmen wurde von drei ehemaligen Partners Group Spezialisten mit langjähriger Erfahrung im Infrastruktursektor gegründet. SFP Infrastructure Partners ist Teil der Swiss Finance & Property Group, einer Real-Assets-Plattform mit Sitz in Zürich, die über CHF 13 Mrd. Assets unter Management und mehr als 120 Mitarbeitende hat.