

Evergreen, Closed-End und Secondaries

Wie Infrastruktur ins Portfolio passt

Infrastruktur ist als Anlageklasse etabliert, doch der Zugang bleibt anspruchsvoll. Für Pensionskassen ist zentral, welches Vehikel zur eigenen Risikofähigkeit, zum Liquiditätsbedarf und zur Renditeerwartung passt.

Autoren: **Heinrich Flückiger und Marc Wicki**

Infrastruktur als Anlageklasse hat sich in den letzten zehn Jahren von einer Nischenanlage zu einem festen Bestandteil institutioneller Portfolios entwickelt. Für Schweizer Pensionskassen ist sie aufgrund stabiler Cashflows, inflationsindexierter Erträge und ihres Charakters als Sachwertanlage besonders geeignet.

Zugleich stärkt sie die Diversifikation, da ihre Renditen nur gering mit Aktien und Anleihen korrelieren. Langfristige Analysen zeigen, dass Portfolios mit Alternativenanlagen, einschliesslich Infrastruktur, tendenziell resilienter sind.

Wahl des Anlagevehikels

Das Investitionsumfeld hat sich deutlich entwickelt: Spezialisierte Manager, etablierte Governance-Strukturen und höhere Transparenz erleichtern die Allokation. Gleichzeitig hat sich die Bandbreite der Anlagevehikel erweitert.

Im Zentrum stehen offene Fonds (Evergreen) sowie geschlossene Fonds (Closed-End). Der Anlageerfolg hängt damit nicht nur von der Asset-Selektion, sondern wesentlich von der Struktur ab.

Evergreen-Fonds

Evergreen-Fonds sind offene, unbefristete Strukturen, die kontinuierliche Kapitalanlagen und regelmässige Einstiegs- und Rückgabemöglichkeiten bieten. Sie eignen sich für langfristige Allokationen ohne festen Zeithorizont, da Kapital ge-

bunden bleibt, zugleich aber periodische Liquidität besteht. Zudem entfällt der Wiederanlagebedarf durch die laufenden Reinvestitionen.

Die offene Struktur führt zu systemischen Einschränkungen. Investitionen in reife Assets und Liquiditätspuffer (oft bis zu 20% des Fondsvolumens) können die Rendite verwässern, weshalb Evergreen-Fonds im langjährigen Vergleich hinter Closed-End-Fonds zurückbleiben.

Die Liquidität ist faktisch begrenzt: Rücknahmen sind typischerweise auf einen kleinen Anteil des Fondsvermögens pro Quartal beschränkt. In Stressphasen ist sie deutlich eingeschränkt.

Ein- und Ausstiege erfolgen zum vom Manager bestimmten Nettoinventarwert (Net Asset Value), der bei illiquiden Assets vom tatsächlichen im Markt erzielbaren Preis abweichen kann. Daraus ergeben sich potenzielle Interessenkonflikte, insbesondere bei Gebührenstrukturen, die auf dem Nettoinventarwert basieren.

Es empfiehlt sich, einen genauen Blick auf die Gebührenstruktur zu werfen. Evergreen-Fonds erheben Management Fees typischerweise auf dem Nettoinventarwert, der im Erfolgsfall über die Zeit wertmässig zunimmt, was einer laufenden Gebührenerhöhung gleichkommt. Kritisch zu beurteilen ist die Tatsache, dass Evergreen-Fonds Performance Fees

erheben, die laufend, oft vierteljährlich, auf der Basis von nicht realisierten Buchbewertungen abgegrenzt werden. Sollte sich der Nettoinventarwert in der Folge reduzieren, fliessen solche Beträge in der Regel nicht mehr zurück.

Evergreen-Fonds eignen sich vor allem als stabile, einkommensorientierte Basis für Core-Infrastruktur, etwa regulierte Netze oder Versorgungsanlagen. Diese bieten begrenztes Wachstum, aber planbare Cashflows und ermöglichen flexible Portfolioanpassungen ohne feste Laufzeit. Entscheidend ist, dass diese Fonds ausschliesslich institutionellen Anlegern offenstehen, da unerwartete Rücknahmen von Retailinvestoren, wie kürzlich bei einer Anzahl von Evergreen-Fonds im Private-Debt- und Real-Estate-Sektor geschehen, erheblichen ungewollten Druck auf die Fondsstruktur erzeugen können.

Closed-End-Fonds

Die geschlossene Struktur hat sich für illiquide Infrastrukturanlagen als Standard etabliert. Der definierte Lebenszyklus mit einer festen Laufzeit von typischerweise zehn bis zwölf Jahren ermöglicht disziplinierte Kapitalabrufe. Er verhindert Cash Drag, also den negativen Einfluss nicht investierten Kapitals auf die Gesamtrendite eines Fonds. Zudem fördert er gezielte Wertsteigerung durch operative Optimierungen oder strategische Weiterentwicklungen. Die Renditerealisierung am Laufzeitende richtet die

Secondaries reduzieren das relative Risiko, bewahren jedoch das Renditepotenzial



Anreize auf eine nachhaltige Performance aus.

Im Unterschied zu Evergreen-Fonds ermöglichen sie eine engere Abstimmung von Kapitalallokation, Wertschöpfung und Exit und damit eine klare Interessenausrichtung zwischen Managern und Investoren.

Zudem werden Management Fees bei Evergreen-Fonds typischerweise auf den Investitionskosten erhoben. Diese Berechnungsbasis bleibt über die ganze Fondslaufzeit konstant. Performance Fees fallen zudem in der Regel erst zum Schluss der Laufzeit an, falls die effektiv zurückfliessenden Erträge die festgelegte Hürde erreichen.

Dem gegenüber stehen Illiquidität, höhere Minimumanlagebeträge, verzögerte Kapitalallokation und eingeschränkte Anfangsdiversifikation. Hinzu kommt der

typische J-Kurven-Effekt: Zu Beginn fallen negative Renditen an, später folgen überdurchschnittlich positive Renditen. Closed-End-Fonds richten sich daher primär an professionelle Anleger mit langfristigem Anlagehorizont.

Closed-End-Fonds eignen sich insbesondere für Performance-Strategien mit aktivem Wertsteigerungsfokus. Die Illiquidität wirkt dabei als Disziplinierungsmechanismus, der langfristiges Handeln, nachhaltige Performance und effizienten Kapitaleinsatz unterstützt.

Sekundärmarktstrategie

Sekundärmarktinvestments (Anteile an bestehenden Fonds oder Projekte) können zentrale Nachteile von Closed-End-Fonds reduzieren. Indem Closed-End-Fonds eine Sekundärmarktstrategie verfolgen, erhalten die Anleger schnelleren Zugang, unmittelbare Cashflows und Transparenz über die Performance.

Gleichzeitig werden J-Kurve- und Liquiditätsrisiken reduziert und die Diversifikation verbessert.

Der Einstieg erfolgt häufig zu attraktiven Bewertungen, oftmals unterhalb des aktuellen Nettoinventarwertes. Secondaries bieten damit einen effizienten Zugang zu Core+ Infrastruktur (bereits operative Anlagen mit stabilen Cashflows) und Value-Add-Infrastruktur (Anlagen mit Entwicklungs- oder Transformationsbedarf) und ermöglichen einen beschleunigten Portfolioaufbau bei optimiertem Rendite-Risiko-Profil. ■

TAKE AWAYS

- Infrastrukturanlagen sind ein strategischer Kernbaustein für Schweizer Pensionskassen (Inflationsschutz, stabile Cashflows, tiefe Korrelation).
- Die Wahl des Anlagevehikels ist entscheidend – nicht nur die Asset-Selektion bestimmt den Anlageerfolg.
- Evergreen-Fonds sind geeignet für Core-Infrastruktur mit stabilen, langfristigen Cashflows – bergen jedoch Cash-Drag-, Liquiditäts- und Bewertungsrisiken.
- Closed-End-Fonds ermöglichen aktive Wertschöpfung (Core+/Value-Add) durch disziplinierte Kapitalabrufe und strukturierte Exits – sind aber illiquide und J-Kurve-anfällig.



Heinrich Flückiger

Senior Consultant, Prevanto AG



Marc Wicki

CEO & Partner, SFP Infrastructure Partners AG