

Durchführungswege für Infrastrukturinvestitionen

Mit der Investition ist die Arbeit längst nicht abgeschlossen

Bei der Durchführung des neuen BVV 2-Anlagesegments Infrastruktur stellt sich eine Reihe von Umsetzungsfragen: Die entsprechenden Weichenstellungen sind entscheidend dafür, ob die Investition die Erwartungen des Entscheidungsgremiums erfüllen kann.

IN KÜRZE

Pensionskassen, die in Infrastruktur investieren, müssen verschiedene Umsetzungspunkte sorgfältig prüfen. Insbesondere Kosten und Informationsasymmetrien können Knackpunkte darstellen. Einmal getätigte Investitionen erfordern weiterhin Aufmerksamkeit.

Zunächst ist zu entscheiden, ob Investitionen in Infrastrukturanlagen in Form von Fremd- oder Eigenkapital getätigt werden. Beides ist grundsätzlich prüfenswert. Infrastruktur-Fremdkapitalanlagen müssen bezüglich ihrer Ertrags-Risiko-Charakteristik gegenüber anderen Fremdkapitalformen bestehen können, während Infrastruktur-Eigenkapitalanlagen den Nachweis zu erbringen haben, eine werthaltige Erweiterung des Aktienuniversums zu sein.

Im Weiteren sind grössere Infrastrukturanlagen an einer Börse kotiert und bilden damit bereits Teil breit diversifizierter Aktien- oder Obligationenindizes. Der Grossteil der Anlageopportunitäten im Infrastrukturbereich besteht aber aus nicht kotierten und damit illiquiden Anlagen.

Die Frage nach dem richtigen Durchführungsweg bzw. dem bestgeeigneten Anlagevehikel für nichtkotierte Infrastrukturanlagen, die den Fokus der nachfolgenden Ausführungen bildet, beschränkt sich dabei nicht nur auf nichtkotierte Infrastrukturanlagen, sondern lässt sich auf alle illiquiden, nichtkotierten Anlageformen verallgemeinern.

Zweistufige versus einstufige Struktur

In den illiquiden, vorwiegend nichtkotierten Anlagesegmenten trifft man sowohl einstufige als auch zweistufige Strukturen an. Während in den nichtkotierten Inlandsegmenten Liegenschaften und Hypotheken praktisch ausschliesslich einstufige Kollektivanlagen («Zielfonds», vorwiegend in der Rechtsform der Anlagestiftung) anzutreffen

sind, bieten gerade schweizerische Banken und Finanzdienstleister in den Kategorien Infrastruktur und globale Immobilien Dachfondsstrukturen an, die wiederum in kollektive Anlagen investieren.

Charme und Tücken von Dachfonds

Bei der direkten Gegenüberstellung von ein- und mehrstufigen Kollektivanlagen ist zunächst der Kostennachteil der mehrstufigen Struktur herauszustreichen. Bei einem Dachfonds sind nämlich zwei Anbieter, namentlich der Dach- und der Zielfondsanbieter, zu entschädigen. Auf Ebene Dachfonds ist eine je nach Anlagesegment und konkreter Konditionenausgestaltung variierende zusätzliche Gebührenlast von typischerweise 50 bis 150 Basispunkten zu tragen.

Als gewichtigster Vorteil der Dachfondsstruktur wird auf der anderen Seite meist die Diversifikation genannt. Mit dem Erwerb von Dachfondsanteilen lässt sich über die darin enthaltenen Zielfonds auf einen Schlag ein breit investiertes Portfolio erschliessen. Im Weiteren führen die Dachfondsanbieter Grössen- und Kompetenzvorteile ins Feld: Durch das Pooling grosser Anlagevermögen nehmen Dachfonds für sich in Anspruch, bessere Konditionen mit den Zielfondsanbietern aushandeln zu können, als wenn die einzelne Pensionskasse direkt mit dem Zielfondsanbieter ein Vertragsverhältnis eingeht. Während dieses Argument für kleinere Pensionskassen valide sein kann, verfügen grössere Pensionskassen selbst über hinreichend Skalenvorteile, um kompetitive Konditionen aushandeln zu können.



Ueli Mettler
Partner, c-alm

Zudem verweisen die Dachfondsanbieter auf spezifisches Know-how, das bei nicht kotierten Anlagen in besonderem Mass gefordert ist, beispielsweise bei der Abklärung von komplexen Steuerfragen, wie sie sich etwa bei nichtkotierten US-Investitionen (US-FIRPTA; US-Quellenbesteuerung auf Kapitalerträge) stellen. In diesem Sinne wird der Dachfonds dann gerne als «Rundum-Wohlfühl-Paket» angepriesen.

Dieser verlockende «Delegieren-und-Beine-hochlagern»-Ansatz hat natürlich seinen Preis: Nicht nur zahlt der Anleger eine zusätzliche Gebührenstruktur, er verliert dadurch auch die Nähe zu den Investitionen und begibt sich dadurch in eine gefährliche Informationsasymmetrie gegenüber dem Dachfondsanbieter. Welcher Dachfondsinvestor weiss denn noch, welche Investitionen er letzten Endes via die im Dachfonds enthaltenen Zielfonds tätigt? Ist es denkbar, dass der Dachfondsanbieter bei der Auswahl und dem Monitoring der Zielfonds Interessenskonflikten ausgesetzt ist, die den Zielen des Dachfondsanlegers zuwiderlaufen können?

Diese Transparenzdefizite, die sich aus dem langen Weg der Dachfondsinvestition bis zum einzelnen Investitionsvorhaben des Zielfonds zwangsläufig ergeben, sind mit der Prudent Investor Rule aus unserer Sicht nur schwer vereinbar.

Offene versus geschlossene Struktur

Investitionen lassen sich grundsätzlich über offene oder geschlossene Strukturen tätigen. Bei diesen beiden Wegen gibt es erhebliche Unterschiede.

Geschlossene Struktur

Bei einer geschlossenen Struktur – typischerweise umgesetzt in der Rechtsform des Limited Partnership – wird dem Anbieter oder «General Partner» das zu investierende Kapital zugesagt bzw. «committed», bevor überhaupt konkrete Investitionen getätigt wurden. Eine geschlossene Struktur durchläuft dann einen Investitionszyklus vom Portfolioaufbau über die Portfoliobewirtschaftung bis hin zur Portfolioveräusserung. Sie hat eine endliche Laufzeit, die bei Lancierung vertraglich kommuniziert wird, vom Anbieter aber einseitig ver-

«Der verlockende «Delegieren-und-Beine-hochlagern»-Ansatz hat natürlich seinen Preis: Nicht nur zahlt der Anleger eine zusätzliche Gebührenstruktur, er verliert dadurch auch die Nähe zu den Investitionen und begibt sich dadurch in eine gefährliche Informationsasymmetrie gegenüber dem Dachfondsanbieter.»

längert werden kann und in der Praxis auch sehr häufig verlängert wird.

Es liegt auf der Hand, dass dem Anbieter in einer solchen Struktur ein sehr grosses Vertrauen entgegengebracht werden muss und die Informationsasymmetrie zwischen Anbieter und Investor riesig ist. Als nachteilig sind zudem die bei geschlossenen Strukturen übliche Gebührenberechnung auf das zugesagte – statt investierte Kapital sowie die hohe Performancebeteiligung des Anbieters zu erachten. Diese ist insbesondere in denjenigen Fällen als kritisch zu erachten, bei denen die Bewertung (und damit Performance) der im Portfolio enthaltenen Investitionen nicht einer ernstzunehmenden, unabhängigen Überprüfung standhält. Dies ist vor allem bei Offshore-Strukturen zu beachten, bei denen die Aufsicht wenige oder keine Kontroll- und Prüfaufgaben übernimmt.

Die Investition in eine geschlossene Struktur ist damit – zumindest zum Investitionszeitpunkt – in aller Regel eine Blindflugmission, bei der dem Anbieter bzw. «General Partner» die volle Delegation erteilt und damit uneingeschränktes Vertrauen geschenkt wird. Ob diese Pauschaldelegation den eigenen Transparenz- und Governanceansprüchen gerecht wird, muss jeder Anleger für sich selbst beurteilen.

Offene Struktur

Bei einer offenen Struktur lässt sich demgegenüber das konkret investierte Portfolio vor dem Investitionszeitpunkt einer kritischen Ertrags- und Risikoprüfung unterziehen. Auf Basis bereits vorliegender Geschäftsabschlüsse lässt sich eine qualifizierte Analyse zu den bisherigen Performance- und Kosteneigenschaften vornehmen. Natürlich gewährt auch eine offene Struktur, die dem An-

leger Zugang zu nichtkotierten und damit illiquiden Anlagen gewährt, nicht beliebige Liquidität und Flexibilität. Die effektive Verfügbarkeit der Kollektivanlagenanteile richtet sich immer nach der Verfügbarkeit der darin enthaltenen Basisanlagen.

Befürchtungen bezüglich Liquiditätskrisen oder Ungleichbehandlung bei Panikverkäufen («den Letzten beißen die Hunde») bei solch illiquiden Anlagen kann durch verursachergerecht ausgestaltete Ausgabe- und Rücknahmebedingungen im Kollektivanlagevertrag Rechnung getragen werden.

Information als treuer Gefährte des Prudent Investor

Mit der Zeichnung einer Kollektivanlage in einem nichtkotierten Anlagesegment ist der Investitionsprozess nicht abgeschlossen, auch wenn Investitionen in solchen Anlagesegmenten grundsätzlich «Buy-and-hold»-Charakter haben.

Fakt ist, dass die üblicherweise verfügbare Berichterstattung zur Investitionstätigkeit der nichtkotierten Anlagen, namentlich der Vermögensausweis und Performancebericht der Bank, ausser dem Bestand und einem (mehr oder weniger) aktuellen Wert keinerlei Information über den Werdegang dieser Investitionen enthält.

Um sich im Rahmen der laufenden Investitionsüberwachung dieser nichtkotierten Anlagen eine qualifizierte Meinung bilden zu können, kann nur auf die Berichterstattung der Kollektivanlage selbst abgestellt werden. Es bietet sich an, zumindest einmal jährlich die revidierten Geschäftsberichte dieser Kollektivanlagen einer eingehenden Prüfung zu unterziehen. Nur auf Basis dieser Prüfung sind qualifizierte Aufstockungs- oder Veräusserungsentscheide möglich. |