

Sonderdruck  
01.15

**SCHWEIZER  
PERSONAL  
VORSORGE**

Zeitschrift für  
alle Fragen  
der beruflichen  
Vorsorge und  
der Sozialversicherung

**PREVOYANCE  
PROFESSIONNELLE  
SUISSE**

La revue pour  
tout ce qui touche  
au domaine de la  
prévoyance  
professionnelle et  
des assurances sociales

Private-Equity-Investitionen

# Hinweise zur Umsetzung

Investir dans le private equity

# Quelques réflexions au sujet de la mise en œuvre

Philippe Schlumpf, A&L Asalis AG  
Ivan Herger, Capital Dynamics AG



## Private-Equity-Investitionen

# Hinweise zur Umsetzung

Der lange Anlagehorizont erlaubt Pensionskassen, in Private Equity zu investieren. Voraussetzung für den Erfolg ist eine sorgfältige Cashflow-Steuerung, um jederzeit über genügend Liquidität zu verfügen.

Das Gesetz gibt Pensionskassen vor, beim Festlegen ihrer Anlagestrategie einen mittel- bis langfristigen Zeitraum zu berücksichtigen (vergleiche Art. 51a Abs. 2 lit. n BVG). Solche Voraussetzungen bilden einen idealen Rahmen für Private-Equity-Investitionen (siehe Definition im Kasten), da diese einen Kapitaleinsatz über einen Zeitraum von mehreren Jahren erfordern. Dennoch investieren Pensionskassen laut Bundesamt für Statistik durchschnittlich nur 1.2 Prozent ihres Vermögens in diese Anlageklasse.

### Gesetzliche Anlagerichtlinien

Gemäss BVV 2 gilt Private Equity als alternative Anlage, die nach Art. 55 auf 15 Prozent des Gesamtvermögens begrenzt ist. Nach einer Kapitalzusage an einen Private-Equity-Fonds wird nicht das gesamte Kapital auf einmal abgerufen, sondern der Fonds ruft das zugesagte Kapital tranchenweise immer dann ab, wenn er eine Investition in eine Firma tätigen will. Diese Besonderheit bildet keine Nachschusspflicht gemäss den offiziellen Erläuterungen der Bundesverwaltung zu den neuen Anlagerichtlinien in der BVV 2 (gültig ab 1. Juli 2014). Die Investitionssumme muss aber im Voraus festgelegt worden sein, was bei einer Kapitalzusage an einen Private-Equity-Fonds immer der Fall ist. Bei den übrigen Anlagen (mit Ausnahme von Liegenschaften) ist jegliche Nachschusspflicht verboten.

### ALM-Studie als Basis

Eine Pensionskasse legt ihre Anlagestrategie im Rahmen einer ALM-Studie fest. So müssen alternative Anlagen – insbesondere Private Equity – im ALM-Prozess berücksichtigt werden, damit die Anlagestrategie eine Private-Equity-Allokation überhaupt enthalten kann.

Das oberste Organ bestimmt die Anlagestrategie sowohl aufgrund des Rendite-

bedarfs (Sollrendite) und der Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtung als auch gemäss seiner eigenen Risikobereitschaft. In einem weiteren Schritt wählt er für jede Anlagekategorie (also auch für Private Equity) eine Schwankungsbreite rund um den Wert der strategischen Allokation. Die durch Marktbewegungen bedingte, effektive Gewichtung jeder Anlagekategorie muss sich zwingend innerhalb dieser Bandbreite befinden.

### Umsetzungsmöglichkeiten

Für eine Vorsorgeeinrichtung ist die Umsetzung von Private-Equity-Investitionen oft vom verwalteten Vermögen und den internen Ressourcen abhängig. Investoren mit einer kleinen Allokation in Private Equity (unter etwa 50 Millionen) sind gut damit bedient, in sogenannte Private-Equity-Dachfonds (Fund-of-Private-Equity-Funds-Strukturen) zu investieren, damit sie den gesamten administrativen Aufwand auslagern können. Solche Strukturen ermöglichen eine Diversifizierung der Anlagen, sind aber auch relativ teuer.

Für Investoren mit grösserer Zielallokation ist es sinnvoll, direkt in Private-Equity-Fonds zu investieren, denn auf diese Weise kann ein Portfolio nach Wunsch zusammengestellt werden. Dem damit verbundenen internen Mehraufwand (Fondsauswahl, Verwaltung der

Cashflows, Überwachung) stehen tiefere externe Kosten gegenüber. Nur ganz grosse Investoren mit entsprechend erfahrenen Spezialisten werden sich daran wagen, direkt in einzelne Gesellschaften zu investieren. In diesem Fall ist zudem eine Erweiterung der Anlagemöglichkeiten nach Art. 50 Abs. 4 BVV 2 erforderlich, da alternative Anlagen gemäss Art. 53 Abs. 4 BVV 2 nur indirekt umgesetzt werden dürfen.

Eine Alternative sind Investitionen in Aktien börsenkotierter Private-Equity-Gesellschaften. Diese Anlagen weisen eine hohe Liquidität auf. Die Renditeerwartung ist jedoch dementsprechend kleiner und die Korrelation zum breiten Aktienmarkt deutlich grösser.

### Portfolioaufbau und laufende Verwaltung

Der Portfolioaufbau bei Private Equity folgt bei den inhaltlichen Aspekten (in was wird investiert?) den gleichen Regeln wie bei liquiden Anlageklassen. Bei den zeitlichen Aspekten (wann wird investiert?) unterscheidet sich Private Equity aber fundamental von den liquiden Anlageklassen. Für ein Private-Equity-Portfolio müssen Kapitalzusagen so geplant werden, dass die strategische Allokation innerhalb einer bestimmten Zeitspanne (fünf Jahre oder mehr bei einem Investor, der noch keine Private-Equity-Investitionen besitzt) erreicht wird und danach auch gehalten werden kann. Die Geschwindigkeit des Portfolioaufbaus kann auch gezielt durch die Beimischung von Sekundärfonds erhöht werden, die durch die Übernahme

### Autoren

**Philippe Schlumpf**  
lic. oec. publ.,  
Senior  
Investment  
Consultant,  
A&L Asalis AG



**Ivan Herger**  
Dr., Managing  
Director,  
Capital  
Dynamics AG

von Fondsanteilen das zugesagte Kapital schneller investieren.

Zudem muss eine detaillierte Cashflow-Planung gemacht werden, die sicherstellt, dass das erforderliche Kapital zu dem Zeitpunkt vorhanden ist, an dem die Fondsmanager das Kapital abrufen. Eine sinnvolle Cashflow-Planung soll einerseits so vorsichtig sein, dass immer genügend Cash-Reserven vorhanden sind, um Kapitalabrufe zu bedienen (Elimination des sogenannten Fundingrisikos), aber andererseits nicht zu konservativ. Die tatsächliche Cashflow-Planung für eine Vorsorgeeinrichtung hängt immer auch von der Liquiditätsplanung des Gesamtportfolios ab.

Eine Besonderheit bei der laufenden Verwaltung eines Portfolios aus Private-Equity-Investitionen ist die Administration der Cashflows. Bei einem reifen und breit diversifizierten Portfolio finden Kapitalabrufe und Kapitalrückzahlungen fast täglich statt. Bei jedem Kapitalabruf muss der richtige Betrag rechtzeitig (in der Regel innerhalb von fünf Arbeitstagen) an den Fonds überwiesen werden.

### Auf Transparenz achten

Pensionskassen sollten ihren langen Anlagehorizont nutzen, um einen angemessenen Teil ihres Gesamtvermögens in illiquide Anlageformen, insbesondere Private Equity, zu investieren und die entsprechende Liquiditätsprämie abzuschöpfen. Dies setzt aber voraus, dass sie eine adäquate Liquiditätsposition aufbauen und ihre Cashflows sorgfältig verwalten. Zu guter Letzt sollten sie nur Anlageprodukte mit transparenter Kostenstruktur einsetzen. ■

### Private Equity

Als Private-Equity-Investitionen werden Anlagen in nicht börsenkotierte Gesellschaften bezeichnet. Bei diesen Gesellschaften kann es sich um kleine oder junge Unternehmen auf der Suche nach Profitabilität und Selbständigkeit handeln (Venture Capital) oder auch um etablierte Firmen (Buyout). Vorsorgeeinrichtungen investieren meist nicht direkt in diese Gesellschaften, sondern indirekt über einen Private-Equity-Fonds. Während der Investitionsdauer ist das Kapital mehrere Jahre gebunden, und es bestehen nur beschränkte Möglichkeiten für eine frühzeitige Rückzahlung des eingesetzten Kapitals. Private-Equity-Anlagen sind daher durch Illiquidität gekennzeichnet. Investoren werden aber für das eingegangene Liquiditätsrisiko mit einer höheren Rendite entschädigt und können langfristig mit einer jährlichen Bruttorendite rechnen, die rund drei bis fünf Prozentpunkte über der börsenkotierter Gesellschaften liegt. Da Private-Equity-Anlagen nichts anderes als Eigenkapitalinvestitionen in Gesellschaften sind, ist zum einen die Korrelation zwischen Private Equity und den öffentlichen Märkten sehr hoch, und zum anderen sind die Bewertungsschwankungen (Volatilität) sehr ähnlich.

## Investir dans le private equity

# Quelques réflexions au sujet de la mise en œuvre

L'horizon de placement à long terme des caisses de pensions leur permet d'investir fructueusement dans le private equity à condition de gérer leur cashflow de manière à toujours disposer de liquidités suffisantes.

La loi impose aux caisses de pensions de définir une stratégie de placement tenant compte du moyen et du long terme (cf. art. 51a al. 2 let. n LPP). De telles conditions forment un cadre idéal pour les investissements de type private equity (voir définition dans l'encadré) qui nécessitent l'engagement de capitaux sur une période de plusieurs années. Et pourtant, il ressort des chiffres de l'Office fédéral de la statistique que les caisses de pensions n'investissent en moyenne que 1.2% de leur fortune dans cette classe d'actifs.

### Directives de placement: bases légales

Aux termes de l'OPP 2, le private equity est un placement alternatif et en tant que tel, limité à 15% de la fortune globale selon l'art. 55. Lorsqu'un investisseur promet du capital à un fonds de private equity, le capital ne sera pas appelé en entier d'un seul coup: Le fonds va plutôt appeler le capital promis par tranches chaque fois qu'il veut investir dans une entreprise. Cette particularité n'est cependant pas à considérer comme une obliga-

tion d'effectuer des versements supplémentaires, selon les explications officielles fournies par l'administration fédérale au sujet des nouvelles directives de placement de l'OPP 2 devenues effectives le 1<sup>er</sup> juillet 2014. Cependant, le montant de la somme investie doit avoir été fixé au préalable, ce qui est toujours le cas lorsqu'une promesse de capital est faite à un fonds de private equity. Pour les autres placements (à l'exception de l'immobilier), toute obligation d'effectuer des versements supplémentaires est interdite.

### L'étude de congruence comme base

Une caisse de pensions définit sa stratégie de placement en fonction d'une étude de congruence entre actifs et passifs (ALM). Il faudra donc tenir compte des



placements alternatifs – et en particulier du private equity – dans le processus ALM afin qu'une allocation au private equity puisse être intégrée dans la stratégie de placement.

L'organe suprême définit la stratégie de placement sur la base du besoin de rendement (rendement nécessaire), de la capacité à supporter le risque de l'institution de prévoyance et des risques que lui-même est prêt à encourir. Ensuite, il choisit pour chaque classe d'actifs (y compris le private equity) une marge de fluctuation autour de l'allocation stratégique. La pondération effective de chaque classe d'actifs conditionnée par les mouvements du marché doit impérativement se situer à l'intérieur de cette marge définie.

### Les possibilités de mise en œuvre

Pour une institution de prévoyance, la mise en œuvre des placements de private equity dépend souvent du volume des actifs sous gestion et des ressources internes disponibles. Les investisseurs avec une faible allocation au private equity (moins de 50 mios environ) auront intérêt à investir dans des fonds faitiers de private equity (structures de type fonds de private equity) afin de pouvoir

externaliser tout le travail administratif. De telles structures permettent de diversifier les placements, mais elles sont relativement coûteuses.

Pour les investisseurs avec une allocation cible plus importante, il sera plus intéressant d'investir directement dans des fonds de private equity, puisque cela leur permettra de composer un portefeuille en fonction de leurs souhaits. Cela demandera plus de travail à l'interne (sélection des fonds, administration des cashflows, surveillance) mais permettra aussi d'économiser des coûts externes. Seuls les très grands investisseurs qui ont à leur service des spécialistes expérimentés pourront s'aventurer à investir directement dans des sociétés individuelles. Cela demandera en plus une extension des possibilités de placement conformément à l'art. 50 al. 4 OPP 2, puisqu'en vertu de l'art. 53 al. 4 OPP 2, les placements alternatifs ne sont autorisés que par le biais d'une mise en œuvre indirecte.

Une autre solution consiste à investir dans les actions de sociétés de private equity cotées en bourse. Ces placements présentent une liquidité élevée. Cependant les attentes de rendement sont de ce fait aussi plus modestes et la corrélation avec le marché des actions dans son ensemble est nettement plus forte.

### Structuration du portefeuille et administration courante

La structuration d'un portefeuille de private equity obéit aux mêmes règles que les classes d'actifs liquides pour ce qui est du contenu (ce dans quoi on va investir). Par contre, le private equity présente des différences fondamentales par rapport aux classes d'actifs liquides du point de vue temporel (quand on va investir). Les promesses de capital d'un portefeuille de private equity doivent être planifiées de telle sorte que l'allocation stratégique soit atteinte dans un laps de temps défini (cinq ans ou plus pour un investisseur qui ne possède pas encore d'investissements de type private equity) et puisse ensuite être maintenue. La vitesse à laquelle un portefeuille se construit peut être accélérée par l'ajout ciblé de fonds secondaires qui investissent plus rapidement le capital promis en reprenant des parts de fonds.

Enfin, il faudra établir un plan détaillé des cashflows garantissant que le capital nécessaire sera disponible au moment où

les gérants de fonds l'appellent. Une planification intelligente des cashflows devra être prudente dans la mesure où les réserves de cash devront toujours être suffisantes pour pouvoir satisfaire un appel de capital, sans pour autant tomber dans un conservatisme excessif. La planification effective des cashflows d'une institution de prévoyance sera aussi toujours fonction de la planification des liquidités du portefeuille global.

L'administration des cashflows est une particularité d'un portefeuille investi dans le private equity. Dans un portefeuille qui est arrivé à maturité et largement diversifié, les appels et les remboursements de capital figurent à l'ordre du jour presque quotidiennement. A chaque appel de capital, le montant correct devra être viré au fonds dans les délais (généralement en l'espace de cinq jours ouvrables).

### Attention à la transparence

Les caisses de pensions devraient jouer l'atout de leur horizon de placement à long terme et investir une proportion raisonnable de leur fortune globale dans les formes de placement illiquides, en particulier le private equity, afin de profiter des primes de liquidité en résultant. Mais cela suppose qu'elles construisent une position de liquidités adéquate et gèrent leurs cashflows avec soin. Enfin, elles devraient limiter leurs engagements aux produits de placement dotés d'une structure de coûts transparente. ■

Ivan Herger  
Philippe Schlumpf

#### Private Equity

Les investissements de type private equity sont des placements dans des sociétés non cotées en bourse. Il peut s'agir de sociétés de petite taille ou encore jeunes qui sont à la recherche de rentabilité et d'indépendance (venture capital) ou d'entreprises établies (buy-out). En règle générale, les institutions de prévoyance n'investissent pas directement dans ces sociétés, mais passent par un fonds de private equity. Le capital est bloqué pour la durée de l'investissement, soit pendant plusieurs années, et les possibilités de se faire rembourser le capital avant terme sont limitées, les placements de type private equity se caractérisent donc par leur illiquidité. Ce risque de liquidité des investisseurs est toutefois honoré par un rendement supérieur. Ils peuvent en effet s'attendre sur le long terme à un rendement brut annuel qui dépassera de trois à cinq points de pourcentage celui des sociétés cotées en bourse. Comme les placements de private equity sont en réalité des investissements de fonds propres dans des sociétés, la corrélation entre le private equity et les marchés publics est très élevée et les fluctuations des valorisations (volatilité) sont très similaires.

A&L ASALIS