

SWISS GLOBAL FINANCE

MAGAZINE

Edition automne 2015 / Ausgabe Herbst 2015 | N°11

CHF

Rendement

¥ £

Investissement

Croissance

Economie

Intérêt

\$

Monnaie

€

Inflation

**LA RÉALITÉ DU RENDEMENT
DE DEMAIN**

**DIE REALITÄT DER RENDITE
VON MORGEN**



Editorial • Leitartikel

La réalité du rendement de demain

La Chine est passée d'un taux de croissance de deux chiffres à une unité ! Les USA sont dans une phase de come-back, d'une part grâce à la faiblesse de leur monnaie et d'autre part aux ressources énergétiques de schiste !

L'Europe est incapable de consacrer son union et le démontre par une incapacité à adopter une politique migratoire collective et trouver une solution durable à l'équation du maintien de la Grèce et de l'Euro ! L'Afrique est attendue pour remplacer la Chine comme levier de croissance, mais ne dispose pas des conditions-cadres pour implémenter une durabilité en la matière ! Les taux d'intérêt sont au plus bas historique, voire négatifs dans plusieurs pays européens, et mettent en danger le financement des régimes de retraite fortement développés et tributaires de la bonne santé de l'économie mondiale. Pour finir, la disparition des forêts primaires, la fonte accélérée des glaciers, une hausse sur un temps record et fondée de la température qui bouleverse les écosystèmes font que l'environnement devient une composante importante du développement économique.

L'affaire Volkswagen démontre que les États sont attentifs à toutes ces évolutions. Le décalage entre les pays anciennement et nouvellement développés ou en voie de développement, demande de canaliser des moyens financiers importants pour mettre en place les conditions-cadres d'une économie de marché efficiente et remplacer des infrastructures inadaptées au contexte actuel et futur, de même que de s'assurer de relais de croissance.

L'intégration de tous ces éléments demande des réflexions qui dépassent le stade financier et intègrent des aspects sociaux et environnementaux. La croissance économique peut-elle encore apporter un retour sur investissement pour les actions ? La décarbonisation des portefeuilles est-elle plus qu'un vœu de l'esprit ? La gestion quantitative va-t-elle supplanter le concept d'allocation stratégique ?

Un ensemble de propos que le lecteur aura loisir de traiter tout au long de cette nouvelle édition.

Nous vous souhaitons une bonne lecture.

L'éditeur



Olivier Ferrari - CEO
Fondateur de / Gründer von
CONINCO 
Explorers in finance

Die Realität der Rendite von morgen

Chinas Wachstumsrate ist nicht mehr zweistellig, sondern nur noch einstellig ! Die USA sind dank ihrer Währungsschwäche und ihrer Schiefer-Energieressourcen wieder auf dem aufsteigenden Ast !

Europa ist unfähig, zusammenzustehen und beweist dies durch seine Ohnmacht, eine gemeinschaftliche Migrationspolitik zu beschließen und eine dauerhafte Lösung für den Euro und den Verbleib Griechenlands in der Eurozone zu finden ! Von Afrika wird erwartet, dass es China als Motor des wirtschaftlichen Wachstums ersetzt, aber es fehlen dort die Rahmenbedingungen für eine nachhaltige Entwicklung ! Die Leitzinsen befinden sich auf einem historischen Tief, in mehreren europäischen Ländern sogar im Negativbereich, und gefährden die Finanzierung der hiesigen Rentensysteme, die von einer gesunden Weltwirtschaft abhängen. Und zu guter Letzt haben die Rodung der Urwälder, die verstärkte Gletscherschmelze und der nachgewiesene Temperaturanstieg in Rekordzeit, welcher die Ökosysteme auf den Kopf stellt, auch die Umwelt zu einem wichtigen Aspekt der wirtschaftlichen Entwicklung gemacht.

Der Volkswagen-Skandal beweist, dass die Staaten all diese Entwicklungen aufmerksam verfolgen. Die Diskrepanz zwischen alteingesessenen Industriestaaten, aufstrebenden Volkswirtschaften und Schwellenländern erfordert die Bereitstellung von finanziellen Mitteln mit folgendem Ziel: Schaffung von Rahmenbedingungen für eine effiziente Marktwirtschaft, Ersetzung der für den gegenwärtigen und zukünftigen Kontext ungeeigneten Infrastrukturen und Sicherung von neuen Wachstumspotenzialen.

Die Einbindung all dieser Elemente setzt Überlegungen voraus, die über eine finanzielle Betrachtungsweise hinausgehen und sowohl soziale als auch ökologische Aspekte mit einbeziehen. Kann das Wirtschaftswachstum noch einen Return on Investment auf Aktien bieten ? Ist das emissionsneutrale Portfolio nur ein Wunschdenken ? Wird der quantitative Verwaltungsansatz das Konzept der strategischen Zuteilung verdrängen ?

All das sind Themen, die dem Leser in dieser neuen Ausgabe geboten werden.

Wir wünschen Ihnen eine unterhaltsame Lektüre.

Der Herausgeber



Les sociétés participant au Beteiligten Unternehmen in der CONINCO MASTER CLASS se présentent en pages 78 à 88 sind auf Seiten 78 bis 88 vorgestellt

Aberdeen



CONINCO Explorers in finance

CARMIGNAC

Fundana INVESTMENT ADVISOR



Schroders

BANQUE PÂRIS BERTRAND STURDZA



SwissLife Asset Managers

SGF No 11

SOMMAIRE / INHALTSVERZEICHNIS

Novembre/November 2015

LA RÉALITÉ DU RENDEMENT DE DEMAIN DIE REALITÄT DER RENDITE VON MORGEN

- 4 Quelles nouvelles pistes pour les allocations d'actifs dans un environnement de taux bas?
- 42 Welche neuen Möglichkeiten bieten sich in einem Niedrigzinsumfeld für die Asset Allocation?
Aberdeen Asset Management PLC
- 8 Une prise de risque pertinente sur les marchés actions
Capturer les primes de risque liées aux styles d'investissement
- 46 Das richtige Risiko auf den Aktienmärkten nehmen
Vereinnahmen von Risikoprämien der Investmentstile
Allianz GI Europe
- 10 La Croissance économique peut-elle encore apporter un retour sur investissement pour les actions?
- 48 Kann das Wirtschaftswachstum bei den Aktien überhaupt noch Kapitalrendite liefern?
Banque Cantonale Vaudoise
- 15 Comment couvrir le risque de fluctuation négative d'un portefeuille actions?
- 52 Wie kann mit Risiken im Portfolio Management von Aktien umgegangen werden?
Carmignac
- 18 Gestion indicielle
Un facteur de régression d'un développement économique durable
- 54 Die indexierte Vermögensverwaltung
Ein regressiver Faktor für die nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung
- 20 Caisses de pensions:
Quand les frais passent avant le rendement et la diversification!
- 56 Pensionskassen:
Wenn Kosten wichtiger erscheinen als Rendite und Diversifizierung!
CONINCO Explorers in finance SA
- 22 Sélection de talents:
Comment dénicher les perles rares?
- 58 Talentsuche
Wie findet man eine seltene Perle?
Fundana SA
- 25 Décarbonisation des portefeuilles : pour que demain ne meure jamais
- 60 Dekarbonisierung der Portfolios:
Damit es noch ein Morgen gibt
Natixis Global Asset Management
- 28 ILS
Une allocation contre vents et marées
- 64 ILS
Eine Allokation gegen Wind und Wetter
Schroder Investment Management (Switzerland) AG
- 34 Saisonnalité et marchés financiers
- 70 Saisonalität und Finanzmärkte
Banque Pâris Bertrand Sturdza SA
- 38 Le concept d'allocation stratégique est-il un modèle dépassé?
Doit-on passer à une gestion quantitative?
- 74 Ist das Konzept einer Strategischen Allokation ein Auslaufmodell?
Sollten wir uns auf ein quantitatives Management zubewegen?
Swiss Life Asset Managers AG



Jo Fontaine - Ø 32cm - serpentine

SWISS GLOBAL FINANCE
Magazine édité par :
CONINCO
Explorers in finance SA
Case postale 240
CH - 1800 Vevey

Responsable de production :
Sylvie Ferrari
T +41 21 925 00 30
F +41 21 925 00 34
sferrari@coninco.ch

Imprimerie :
Musumeci Spa, Quart, Aosta - Italie

La couverture du magazine
réalisée par Thomas Besson

Source images: Ferrari Art Gallery

Tirage: 4'000 ex.

Plus d'informations :
www.coninco.ch

Le magazine est illustré par des œuvres proposées par :

Die in diesem Magazin abgedruckten Kunstwerke werden Ihnen präsentiert von der:

FERRARI ART GALLERY
VEVEY

Quai Perdonnet 22 - Vevey - Suisse
www.ferrariartgallery.ch



... and climbing.

A global player in asset servicing...

Des stratégies d'investissement diversifiées, des portefeuilles de plus en plus complexes ? CACEIS vous aide à atteindre vos objectifs de développement et de distribution.

Le groupe CACEIS, présent dans 12 pays, est la 2^e banque dépositaire et le 1^{er} administrateur de fonds européens.

CACEIS, your depositary bank and fund administration partner in Switzerland.*

Vos contacts en Suisse :
CACEIS in Switzerland
Nyon +41 58 261 9400
Zürich +41 58 261 9471
www.caceis.com

caceis
INVESTOR SERVICES
solid & innovative

Quelles nouvelles pistes pour les allocations d'actifs dans un environnement de taux bas ?



par Christophe Belhomme
Head of Investment Office

Sandra Craignou
Head of Investments
(France)

Aberdeen Asset Management PLC



Les actifs obligataires ont toujours eu un rôle déterminant dans l'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels tant au niveau de la recherche du rendement que pour la gestion du risque. Face à l'absence de rendement sur certains actifs obligataires, comment peut-on aborder l'allocation d'actifs pour construire des portefeuilles en adéquation avec ce nouvel environnement ? Les investisseurs doivent-ils remettre en cause leur modèle actuel d'allocation et ont-ils commencé à engager les réflexions stratégiques nécessaires ?

Début 2014, un consensus clair ressortait des anticipations des investisseurs : les rendements des emprunts d'État des pays cœur

de la zone euro allaient se redresser de leurs plus bas niveaux historiques. Cependant, alors même que les banques centrales britannique et américaine commençaient à réduire le rythme de leurs programmes d'achat, la hausse des rendements ne s'est pas vraiment matérialisée même si une plus forte volatilité a été observée témoignant de la nervosité des investisseurs et de leur positionnement quant aux anticipations de remontée des taux à court et moyen terme.

Pour autant, la grande rotation des actifs obligataires vers les actions ou d'autres actifs n'a pas vraiment débuté. Une des raisons en est la demande naturelle pour les obligations par les investisseurs, pour leur besoin de revenus et pour l'adossement de leur

passif. Les récents changements de règles prudentielles (Bâle III ou Solvency II) sont par ailleurs largement favorables à une détention d'émissions souveraines de la zone euro, bénéficiant d'une bonne notation.

Néanmoins, il convient de mener une réflexion de long terme sur la place des obligations dans les portefeuilles car les taux devraient rester bas pour quelques années encore, ou remonter de façon mesurée. Les investisseurs doivent rechercher d'autres sources de revenu en adoptant une approche différente dans la gestion de leurs investissements obligataires classiques ou encore en investissant dans d'autres classes d'actifs qui seraient à même de générer un revenu. Enfin, la recherche d'un nouvel actif défensif en remplacement de l'actif obligataire et d'une meilleure protection des portefeuilles dans le cadre d'une diversification plus large est clairement un second axe de réflexion que doivent mener les investisseurs.

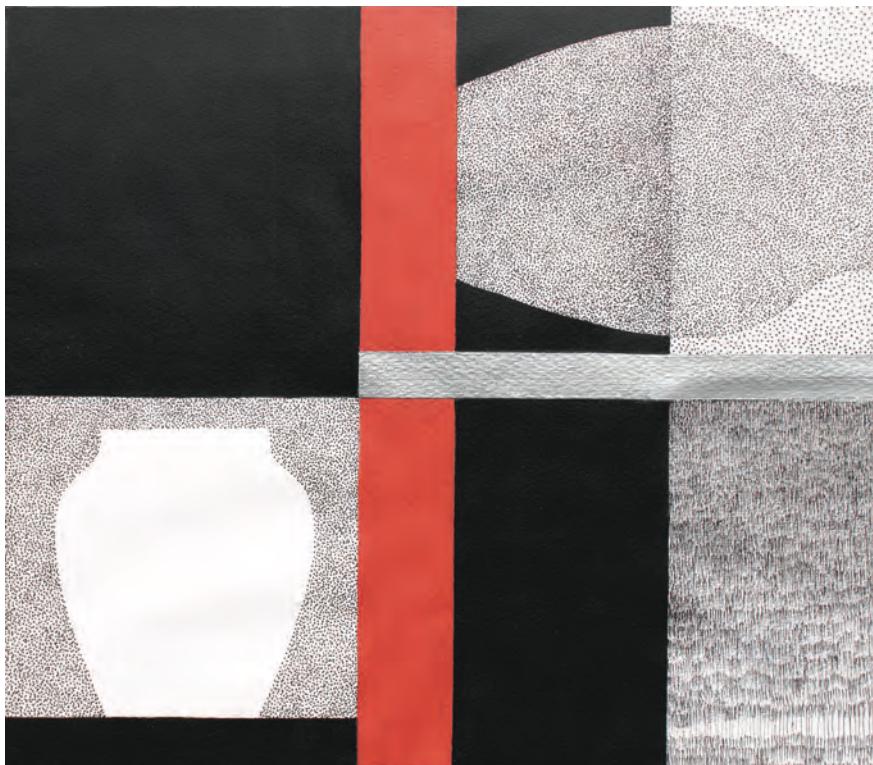
Les sources alternatives de revenus aux obligations d'État

Modifier la qualité de crédit constitue généralement la première piste dans la recherche de revenus plus élevés et un grand nombre d'investisseurs s'est tourné vers le segment des obligations à haut rendement avec un certain succès au cours des dernières années. Cependant, si l'on considère les titres à haut rendement américains, les niveaux de valorisation sont relativement élevés et par ailleurs le risque associé à cette classe d'actif est différent de celui d'une obligation souveraine classique. L'allocation en obligations émergentes également largement plébiscitée depuis quelques années a aussi permis de générer un rendement attractif mais les contraintes de risque de même que les contraintes réglementaires ne permettent pas une allocation significative sur ce segment. Dans certains cas les revenus générés par les obligations émergentes intègrent aussi une exposition aux devises émergentes ce qui représente un risque additionnel significatif.

Enfin, compte tenu des écarts de taux longs entre les États-Unis et l'Europe, certains institutionnels se tournent dorénavant vers les Treasury Notes, tout en couvrant le risque



Tara Divilly - photographie



Madgolna Rubin - 28 x 32 cm

devise afin de profiter d'une rémunération plus élevée. La couverture devise €/\$ généralement mise en place sur des échéances courtes est aujourd'hui peu couteuse mais elle pourrait le devenir et annuler, voire inverser l'avantage de rendement qu'offrent aujourd'hui les actifs américains.

Est-ce là la nouvelle définition d'un actif sans risque ? Sans doute que non. Ce qui a marché par le passé ne fonctionnera pas nécessairement dans le futur. Les investisseurs doivent élargir les possibilités d'investissements au-delà des actifs traditionnels obligataires tout en recherchant un profil rendement/risque qui pourrait lui être similaire. Cette recherche de rendement hors de la classe d'actifs obligataires est devenue une motivation centrale chez les investisseurs institutionnels.

Le contexte de marchés actuel pousse ainsi les investisseurs à rechercher du rendement en dehors des classes d'actifs traditionnelles liquides et à se tourner vers des actifs offrant une prime de liquidité et donc des revenus plus élevés. Les stratégies de gestion favorisées sont l'immobilier et les infrastructures notamment, et parfois la dette privée. Cette quête du rendement doit être faite en adéquation avec l'horizon de pla-

cement de l'investisseur afin de ne pas être contraint par la faible liquidité de ces actifs. Le secteur de l'immobilier assure sur une longue période une source de revenus conséquente, liée à la bonne visibilité sur les rendements locatifs (bureaux, commerce, logements). Aujourd'hui, les niveaux de rendements attendus sur l'immobilier de bureau de qualité atteignent des niveaux attractifs par rapport aux revenus obligataires même si ces rendements ont significativement baissé ces dernières années du fait de la forte demande. Ainsi, en France par exemple, les rendements proposés sont de l'ordre de 3.5% alors qu'ils sont de l'ordre de 5% aux Pays-Bas et 4% en Allemagne. Ainsi, un portefeuille immobilier diversifié en Europe permettrait d'obtenir aujourd'hui un rendement particulièrement attractif. En élargissant la diversification sur des segments d'investissement de qualité inférieure (commerce, logements), la rentabilité attendue augmenterait davantage.

En second lieu, les investissements dans les projets d'infrastructure (sous forme de dette ou en direct) sont également une réponse à cette quête de revenus. Les opportunités sur ce segment sont attractives et particulièrement bien adaptées aux investisseurs possédant des passifs longs.

Ces secteurs d'investissement recouvrent le domaine social (santé, éducation), les services publics (transport) ou les énergies renouvelables avec des taux de rendement en moyenne de 5% et généralement une bonne visibilité sur la structure des revenus. Il est néanmoins nécessaire de bien sélectionner les projets car cette classe d'actifs recouvre un grand nombre d'actifs différents, dont les caractéristiques de liquidité et de cash-flow varient d'un projet à l'autre. Ainsi l'investissement dans le secteur des infrastructures nécessite des expertises fortes et une bonne connaissance des profils de risque des actifs sous-jacents. De plus, du fait d'une demande croissante pour ce type d'investissement et d'une offre relativement réduite, les opportunités se font plus rares et les rendements sont tirés à la baisse. Historiquement, la dette d'infrastructure affiche une probabilité de défaut plus faible que celle de la dette d'entreprise pour un même niveau de rating, et possède un taux de recouvrement plus important.

Enfin, les Senior loans (dette privée) sont des obligations non cotées d'entreprises généralement de type « Non-Investment Grade ». Cette classe d'actifs est très recherchée par les investisseurs institutionnels pour ses deux caractéristiques principales : un rendement attractif couplé à une protection en cas de hausse des taux, de par sa rémunération variable. L'accès à cette classe d'actifs peut être néanmoins contraignant pour certains investisseurs, car elle reste complexe, très peu liquide et très hétérogène. Le cadre juridique de ces actifs doit aussi être correctement évalué et appréhendé. On observe de plus en plus de gérants d'actifs développant leur propre expertise dans la gestion de la dette privée et offrant des véhicules d'investissement répondant à cette demande. Même si cette voie facilite la tâche de l'investisseur final, il est tout de même nécessaire de faire une analyse préalable du fonds et des compétences du gérant du fait de la moindre transparence de cette classe d'actifs et d'un historique limité.

Ainsi, même si les investissements en actifs « illiquides » offrent une réponse en termes de nouvelles sources de revenus, les moyens devant être déployés pour accéder à ce type d'actifs peuvent constituer un frein pour un grand nombre d'investisseurs. 

D'autres sources de revenus peuvent être trouvées au niveau des classes d'actifs traditionnelles comme les actions mais le taux de dividende est plus aléatoire et variable d'un marché à l'autre. Une forte demande s'est développée pour les actions à haut dividende car ce type de placement permet de combiner un niveau de revenu attractif avec une espérance d'appreciation du capital. Les actions de la zone Euro présentant un profil de cash-flow régulier avec des dividendes stables sont particulièrement recherchées depuis 2014 en raison de l'accélération de la baisse des taux.

Certains marchés offrent actuellement des taux de dividende de l'ordre de 3% (Stoxx Europe 600) à 4% ce qui reste très compétitif par rapport au taux de rendement des obligations. Le risque n'est cependant pas le même et ce type de stratégie utilisant les actions pour générer du rendement ne peut s'envisager que sur des périodes de long terme où la probabilité de préserver son capital est élevée. Il existe aussi certaines stratégies intégrant des ventes d'options afin de générer un rendement plus élevé que le dividende en échange de l'abandon de la hausse du marché actions à partir d'un certain niveau. Ces stratégies

génèrent des rendements de l'ordre de 5% et sont régulièrement utilisées dans les fonds multi-assets dont l'objectif est de verser un revenu compétitif qui puisse rivaliser avec des produits d'assurance versant des revenus réguliers. Ici encore, même si le taux de rendement reste très attractif par rapport aux obligations d'Etat, il faut pouvoir supporter le risque de perte en capital de court et moyen terme associé à ce type de placement.

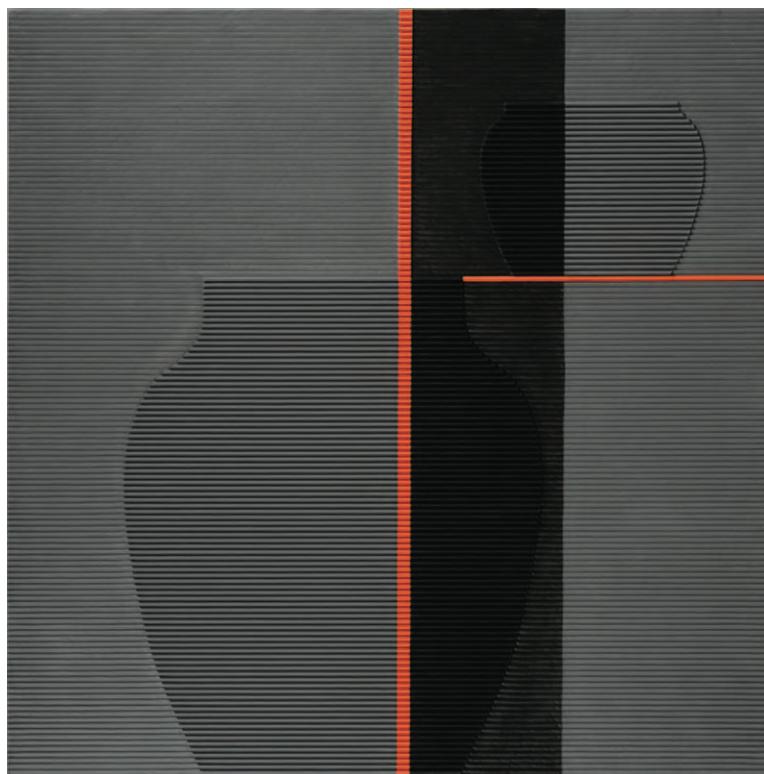
Les obligations d'Etat peuvent-elle encore jouer leur rôle défensif dans les portefeuilles?

Historiquement les actions ont toujours joué le rôle d'actif de croissance et les obligations d'Etat représentaient l'actif sans risque et défensif qui protégeait le portefeuille en cas de baisse de marché. Cette situation a été accentuée par la baisse des taux observée depuis le début des années 80 qui a permis de contribuer positivement et de façon récurrente à la performance des portefeuilles. De même, la corrélation négative entre les obligations et les actions au cours de ces quinze dernières années a permis aux obligations d'assurer pleinement

leur rôle d'amortisseur chaque fois qu'il y avait un retournement de marché.

Le niveau extrêmement bas voire négatif atteint par les taux longs sur certains marchés ne permet plus aux obligations d'Etat de jouer leur rôle défensif sauf à assumer que la baisse des taux va se poursuivre en territoire négatif ce qui économiquement n'est pas soutenable à moyen et long termes. De même, la corrélation négative avec les actions de ces dernières années est une anomalie (normalement la valeur des actions baisse en cas de hausse des taux en raison de la hausse du taux d'actualisation des dividendes futurs) et un retour vers une corrélation nulle voire positive devrait réapparaître au cours des prochaines années. Les obligations présentent ainsi un profil de risque asymétrique où la probabilité de produire une performance négative à court et moyen termes est bien plus élevée que celle de délivrer une performance positive. De même, les changements intervenus au niveau de la réglementation financière, le retrait de certains acteurs de marché dans le domaine du trading obligataire et l'importance croissante des principales Banques Centrales dans la détention des titres d'Etat ont amoindri la liquidité sur les obligations et par conséquence accru leur volatilité de façon significative et donc leur risque.

Ainsi du point de vue stratégique mais aussi tactique, les obligations d'Etat offrent des perspectives négatives quant à leur rôle défensif et il est désormais difficile de parler d'un « actif sans risque ». Il est donc urgent de trouver des actifs de substitution qui puissent jouer ce rôle d'amortisseur. Les portefeuilles les plus exposés au risque de taux sont les profils défensifs/conservateurs où l'allocation est répartie jusqu'à 80% en obligations et 20% en actions mais aussi ceux des fonds de pension ou des assureurs qui doivent maintenir une large part de leurs actifs en obligations pour assurer les échéances liées à leur passif. Même si dans ce dernier cas la stratégie d'investissement en obligations a pour vocation de réduire le risque de l'investisseur grâce à un meilleur adossement actif/passif, le profil de risque asymétrique actuel des obligations devrait les inciter à se démarquer un peu plus des obligations traditionnelles afin de rechercher un revenu plus élevé dans le cadre d'un



Magdalena Rubin - 120 x 120 cm

budget de risque prédéfini. Certains investisseurs ont déjà amorcé cette diversification et réduit la part des obligations mais il semble que ces évolutions restent encore timides du fait de la réglementation mais aussi en raison d'une certaine aversion à investir dans de nouveaux actifs souvent plus complexes et plus difficiles d'accès. Pour certains investisseurs la réflexion concernant la place des obligations dans les portefeuilles s'est amorcée plus du point de vue tactique et donc avec une vision à court terme. Des stratégies de réduction de la durée du portefeuille sont mises en place et permettent de protéger le portefeuille à court terme dans l'attente d'un retour à des niveaux de taux plus attractifs. Ce type de stratégie peut trouver sa place pour profiter des opportunités de marché mais ne permet pas de répondre à la question de l'allocation stratégique des actifs à moyen et long termes. Cette question est d'autant plus pertinente que le niveau des taux devrait rester bas pour une longue période.

Les stratégies de substitution aux obligations pour protéger les portefeuilles

Comme nous l'avons vu précédemment, la diversification hors des obligations d'État commence habituellement par la recherche d'actifs obligataires qui offrent une prime de risque par rapport aux obligations d'État en raison de leur moins bonne notation (obligations à haut rendement, dette émergente) ou d'une moindre liquidité (prêts directs, dette immobilière... etc). Cette recherche de rendement se fait au prix d'un risque plus élevé et donc ne permet pas a priori de maintenir un profil peu risqué du portefeuille. Dans certains cas, ces actifs présentent même une corrélation plus élevée avec les actions qu'avec les obligations ce qui renforce l'exposition du portefeuille au risque du marché actions. Dans d'autres cas, les actifs peuvent paraître peu risqués mais ceci reflète leur faible liquidité et l'absence de valorisation suffisamment régulière et profonde de ces actifs.

Afin de palier à l'accroissement de la volatilité résultant de la recherche d'actifs plus rémunérateurs au prix d'un risque plus élevé, l'objectif est de reconsidérer l'allocation

de l'ensemble du portefeuille de façon à ce que son risque global reste dans des limites acceptables. La recherche d'une diversification plus large du portefeuille constitue souvent la première approche retenue par les investisseurs pour mieux gérer leur risque et réduire la part des obligations. En dehors de l'univers obligataire, les investissements dans les infrastructures ou les stratégies à rendement absolu sont des exemples de stratégies peu corrélées avec les actions ou les obligations. Aucun de ces actifs ne peut être considéré comme un actif peu risqué et même s'ils contribuent à diversifier le risque du portefeuille, chacun de ces actifs présente des risques spécifiques qui doivent être analysés séparément mais aussi dans le cadre du portefeuille global. La diversification ne doit plus simplement être appréhendée du point de vue des actifs, ce qui peut donner une fausse impression de sécurité, mais elle doit l'être aussi et d'abord en termes de risque.

C'est à partir de ce constat que s'est développée la gestion en "risk parity" où l'allocation d'actifs résulte d'une contribution égale en termes de risque pour chaque actif du portefeuille. Cette approche a donné de très bons résultats au cours des dernières années dans la phase de baisse des taux du fait de la part importante allouée aux obligations. Cette gestion n'est cependant plus adaptée dans la mesure où elle accorde une part trop importante aux obligations du fait de leur profil de risque passé sans prendre en compte le nouvel environnement.

De nouvelles approches se sont développées ces dernières années afin d'évaluer le risque sous un autre angle que celui des classes d'actifs. L'approche par facteurs de risque permet d'agrégner les facteurs communs aux différentes classes d'actifs (risque action, duration, crédit, devise...) présents dans le portefeuille et de mieux anticiper l'impact d'une variation d'un de ces facteurs sur la performance du portefeuille. Certains investisseurs ont même adopté cette approche pour construire leur portefeuille en sélectionnant ex-ante les facteurs de risque auxquels ils souhaitaient être exposés puis en sélectionnant les actifs adéquats. Cette approche est séduisante mais n'est pas toujours facile dans son application notamment lorsqu'il s'agit de décomposer des

classes d'actifs plus complexes en facteurs de risque. Elle permet néanmoins de progresser de façon significative vers une analyse plus fine et plus pertinente de la gestion du risque du portefeuille. L'investisseur peut ainsi mesurer l'impact de différents risques de marché sur son portefeuille et ajuster l'allocation en conséquence de façon à avoir un meilleur contrôle du risque du portefeuille dans les phases de marchés difficiles.

L'autre piste suivie par certains investisseurs pour mieux gérer leur risque est la mise en place de limites de risque et d'une gestion active de celui-ci. L'utilisation de stratégies optionnelles offrant des protections vis-à-vis de certains risques (actions, taux, crédit...) reste probablement la méthode la plus répandue pour protéger le portefeuille. Mais en raison de son coût, cette approche peut donner des résultats décevants et est généralement utilisée de façon tactique. Une alternative à l'utilisation d'options est la gestion active du portefeuille par rapport à des limites de risque prédéfinies. L'objectif est de modifier l'allocation du portefeuille et de réduire le risque du portefeuille (de-risking) lorsque l'on se rapproche de ces seuils. Ceux-ci sont généralement exprimés sous forme de volatilité maximale, de Value at Risk ou de baisse de la valeur du portefeuille (drawdown). Il ne s'agit pas de garantie formelle mais d'un objectif à respecter ce qui permet d'apporter plus de flexibilité dans la gestion du portefeuille et d'éviter de se retrouver dans une situation où la marge de gestion du portefeuille devient inexistant.

En fine, toutes ces techniques de gestion visent à renforcer la prise en compte du risque comme un outil de gestion ex-ante et dynamique et non plus comme une simple mesure. L'analyse ex-post de la volatilité ou du risque relatif ne sont aujourd'hui plus des mesures de risque suffisantes car elles ne font que fournir des indications a posteriori sur des décisions passées. Dans un environnement où les risques sous-jacents évoluent, où l'obligataire ne joue plus son rôle défensif et où la diversification s'intensifie, la budgétisation du risque ex-ante par source de risque devient une composante essentielle de la construction et de la gestion des portefeuilles afin de les rendre plus robustes et capables d'amortir la baisse en cas de forte volatilité des marchés. ■

Une prise de risque pertinente sur les marchés actions

Capturer les primes de risque liées aux styles d'investissement



par Dr. Benedikt Henne
CF, mathématicien,
Co-CIO Systematic Equity

Allianz GI Europe

À quoi peut-on attribuer la surperformance sur les marchés actions ?

Le présent article vise à répondre à une question simple : à quoi peut-on attribuer la surperformance sur les marchés actions ? Les études empiriques montrent que la sélection de titres n'explique qu'en partie la surperformance d'un gérant talentueux. D'autres facteurs structurels contribuent plus largement à la performance active sur le long terme. Ces facteurs sont notamment liés aux styles *value*, *momentum*, *growth* et aux petites capitalisations. L'existence des primes de risque associées à ces styles d'investissement est clairement établie dans toutes les principales régions du monde, aussi bien dans le monde développé que dans les marchés émergents. Naturellement, nous ne sommes pas les seuls à avoir fait un tel constat. Les mêmes observations ressortent de nombreuses études universitaires très pertinentes.

Le processus d'investissement de notre stratégie multi-facteurs s'articule autour des différents moteurs de performance associés aux styles d'investissement. L'idée de capturer les primes de risque liées aux styles d'investissement n'est pas nouvelle, mais l'approche qui consiste à capturer ces primes de risque de façon systématique dans le cadre d'une stratégie intégrée et diversifiée, au lieu d'une stratégie ciblée exclusivement sur le style *value* ou *growth*, est peu commune.

Réserves concernant les stratégies traditionnelles qui reposent sur les styles d'investissement : les risques liés à la volatilité et aux risques baissiers

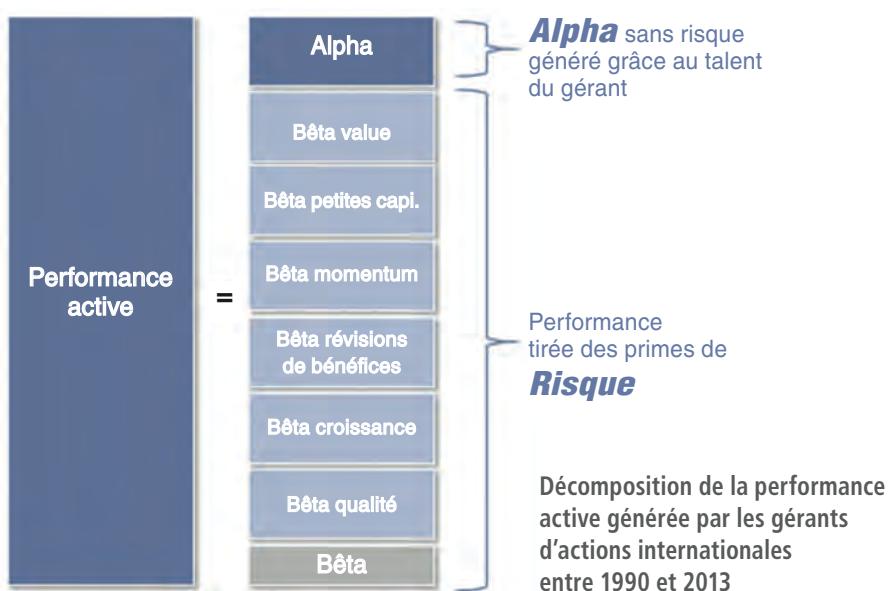
La stratégie *Best Styles* est née de la conviction que les styles d'investissement intègrent des primes de risque dont il est possible de tirer profit grâce à une approche systéma-

tique et rigoureuse. Si les styles d'investissement individuels, notamment *value* ou *momentum*, ont surperformé l'ensemble des marchés sur le long terme, ils ont néanmoins traversé de longues périodes de sous-performance. Il semble, en outre, que la plupart des investisseurs ne sont pas en mesure d'accepter ces phases de repli qui pénalisent la performance relative.

Le marché offre désormais des primes de risques sur les ETF qui permettent aux investisseurs de construire une exposition aux facteurs de « smart bête ». Ces indices dits « smart bête », disponibles notamment pour les styles *value*, *growth* et même *momentum*, gagnent progressivement en popularité. Toutefois, les caractéristiques de ces styles d'investissement ne sont pas stables dans le temps et n'offrent pas l'accès aux deux facteurs clés sur lesquels reposent, selon nous, le succès d'une stratégie multi-facteurs bien diversifiée, à savoir la diversification entre et au sein même des styles d'investissement.

Le premier facteur de succès est fondé sur la diversification des styles d'investissement. Nous suivons et limitons la superposition des différents styles, une possibilité qui n'est pas offerte dans le cas d'un investissement dans des ETF qui comporte le risque d'impliquer un degré de superposition important. Le second facteur de succès repose sur la diversification au sein même des styles d'investissement. À cet égard, nous cherchons par exemple à nous assurer que le portefeuille intègre une pondération équilibrée entre les valeurs cycliques et les valeurs défensives qui composent systématiquement le style d'investissement *value*. Le portefeuille devient ainsi moins exposé à l'évolution du cycle économique.

Si l'on analyse de plus près le phénomène de superposition relevé entre les styles *value* et *momentum* en 2007, dans le sillage d'un marché haussier de quatre ans sur les actions, il est intéressant de noter qu'à cette époque, les valeurs étaient souvent sélectionnées à double titre. Suite au boom économique alimenté par la croissance du crédit, de nombreuses entreprises ont affiché une croissance bénéficiaire plus rapide que celle de leurs cours. Il en a résulté que de nombreux titres ont affiché à la fois un profil de valorisation attrayant et des caractéristiques de *momentum*. À la fin de ce cycle en 2007, marqué par l'effondrement du marché actions,



le manque de diversification s'est fait douloureusement ressentir, et le simple mix d'ETF a fortement corrigé. Il en a été de même pour la plupart des modèles multi-facteurs et les gérants actifs traditionnels qui avaient fortement parié sur des actions faiblement valorisées intégrant un *momentum* accru. Or, par rapport à des fonds concurrents, notre portefeuille a nettement mieux résisté. Cette surperformance s'explique par le fait qu'au lieu d'acheter un seul et même titre intégrant à la fois une prime value et une prime *momentum*, nous avons acheté deux titres : une action bon marché sans réel attrait en termes de *momentum* et une action affichant un *momentum* positif, mais dont la valorisation était déjà plus élevée. Cette approche a permis de conserver les avantages de la diversification durant les phases de correction de marché.

En complément d'une approche diversifiée dans la sélection des styles d'investissement, nous cherchons donc à renforcer la diversification au sein même de chaque style d'investissement. Suite à l'important rallye du marché début 2009, nous détenions en portefeuille autant de valeurs cycliques que de valeurs défensives, à la fois au titre de notre positionnement value et de notre positionnement growth. Bien que nous ne sachions pas quand le marché rebondirait, nous n'avons pas été pénalisés par notre positionnement neutre par rapport au cycle du marché lorsque le vif rallye s'est matérialisé. En effet, alors que bon nombre de nos concurrents ont fortement souffert et que les solutions intégrant un mix d'ETF ont également significativement sous-performé, notre approche a bien résisté. Cette solution multi-facteurs consiste à déployer un mix hautement diversifié de cinq styles d'investissement ayant fait leurs preuves à long terme, de telle sorte que les styles d'investissement opposés, tels que le style value, par rapport aux styles d'investissement fondés sur suivi de tendances (par ex. *momentum* ou les révisions de bénéfices), soient sensiblement équipondérés dans les portefeuilles. Cette combinaison des styles d'investissement permet de générer une surperformance régulière dans toutes les phases du cycle économique et dans la quasi-totalité des environnements de marché. En conséquence du degré de diversification élevé intégré dans la construction des portefeuilles **Best**

Styles, la pondération (le mix) des styles reste relativement stable dans le temps. En effet, le processus d'investissement de la stratégie Best Styles ne repose pas sur une approche de *timing* des styles.

Quel est l'intérêt d'opérer une distinction entre les risques rémunérés et les risques non rémunérés ?

Les risques rémunérés regroupent ceux qui intègrent une prime au profit de l'investisseur de long terme. Cette prime représente une rémunération adaptée au niveau de risque supplémentaire encouru. L'investisseur de style *value* reçoit une prime en compensation de la fluctuation des flux de revenus d'une valeur de rendement. Dans la pratique, la survie à court terme d'une telle entreprise reste toujours incertaine, ou tout du moins, ces entreprises sont exposées au risque d'une baisse significative de leurs résultats. En revanche, l'investisseur *growth* capture une prime d'une toute autre nature. Cette prime rémunère l'investisseur pour le financement de projets qui porteront leurs fruits à plus long terme. Il s'agit d'un risque temporel. Chacune de ces catégories de prime repose par conséquent sur une justification économique robuste.

Il existe en outre des risques non rémunérés tels que la sensibilité d'une action à la croissance du PIB. Les stratégies de conservation (« *buy-and-hold* ») ne sont pas adaptées pour tenir compte de ces risques. Seules les anticipations de croissance du PIB peuvent justifier une surpondération ou sous-pondération d'actions significativement exposées à l'évolution du PIB. Dans le cadre de notre stratégie multi-facteurs, nous conservons un positionnement volontairement neutre à l'égard des risques qui n'offrent aucune rémunération en contrepartie d'une exposition à long terme. Cette approche permet de réduire à la fois l'écart de suivi et la sensibilité du portefeuille à l'environnement économique. En effet, 70% des investissements du portefeuille global sont gérés dans le cadre d'une stratégie active, ce qui signifie que 70% de la pondération du portefeuille diffère de la composition de l'indice de référence. Or, l'écart de suivi reste limité, dans la mesure où ces poches actives sont réparties sur différents styles d'investissement. Cette exposition à des styles d'investissement multiples assure la diversification

du portefeuille, renforcée par un positionnement volontairement neutre à l'égard du cycle économique. L'exposition aux risques rémunérés est ainsi diversifiée, tandis que nous restons neutres à l'égard des risques non rémunérés. Cette approche permet de générer un ratio d'information élevé et, par conséquent, une surperformance robuste par unité de risque actif.

L'effet cumulatif d'une surperformance régulière

De nombreux gérants actifs de portefeuilles de haute conviction connaissent aussi bien des phases de très forte surperformance que des épisodes douloureux de sous-performance. En revanche, une stratégie multi-facteurs, fondée sur la collecte des primes de risque actions dans le cadre d'un mix diversifié de styles d'investissement, génère une surperformance régulière comprise entre 1 et 2% par an. Si ces chiffres peuvent paraître peu attrayants de prime abord, leur régularité a des effets considérables sur la performance relative : depuis 1999, l'indice MSCI World a progressé d'environ 50% (performance exprimée en euros), tandis que la stratégie multi-facteurs correspondante a gagné près de 85%, soit une performance 1,6 fois supérieure à l'indice de référence. Cette analyse illustre clairement l'effet cumulatif d'une surperformance régulière à long terme. Elle met également en évidence les avantages de la régularité (en évitant les phases de baisse de la performance relative).

Synthèse

La gestion des risques: opter pour une prise de risque pertinente

La présente stratégie multi-facteurs s'appuie sur un processus d'investissement fondé sur une collecte systématique des primes de risques associées aux styles d'investissement. Cette approche permet de générer une surperformance régulière tout en évitant les phases de baisse de la performance relative. La régularité de la surperformance s'explique par l'effet cumulatif à long terme de la performance. Il en résulte que la stratégie a régulièrement surperformé ses indices de référence dans le passé, à travers l'ensemble des principales régions du monde. ■

La Croissance économique peut-elle encore apporter un retour sur investissement pour les actions ?



par
Alain Barbezat
 Strategist Investment
 Manager

Banque Cantonale Vaudoise

« Est-ce que vous auriez aimé voir un dernier animal ? »

Lors d'un voyage en Tanzanie, ma fille et moi étions à la dernière étape de ce qui avait été un merveilleux safari aboutissant dans le cratère du volcan Ngorongoro et nous commençons à ressentir la fatigue d'une semaine de boulingue dans la savane africaine. Mais la femme asiatique qui nous accompagnait, insatiable, répondit: « oui, j'aimerais bien voir un tigre ». Un tigre en liberté en Afrique ?

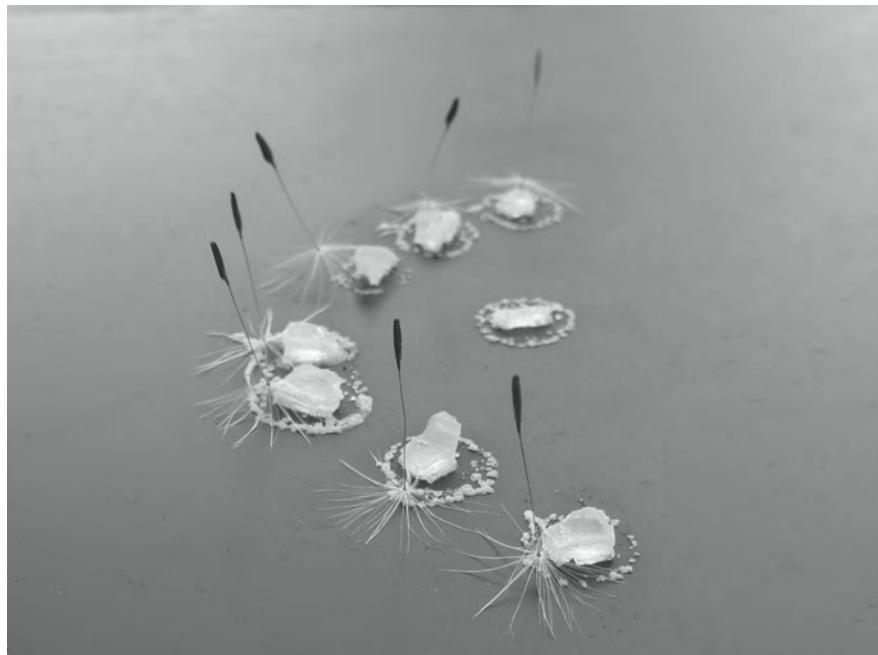
Si je vous raconte cette anecdote, ce n'est pas pour me moquer de cette personne mais parce que cela me rappelle une chose, dont nous sommes tous coupables de temps en temps : avoir des attentes irréalistes. Parfois,

ces « tigres africains » sont des concepts ou des idées qui sont tellement enracinés dans notre psyché qu'une partie importante du public les prend pour acquis, même si une simple réflexion suggère autrement.

Aujourd'hui, la croyance que les rendements des marchés actions seront identiques au passé récent est l'une de ces attentes irréalistes. Ils ne le seront pas, pas plus qu'ils n'égaleront la moyenne historique.

Certaines études universitaires se réfèrent à l'effet de récence dans leurs recherches. Celui-ci signifie essentiellement que nous, en tant qu'êtres humains, accordons une plus grande pertinence et une plus grande

Tara Divilly - photographie



importance à des événements plus récents que nous ne le faisons pour les plus éloignés. Lorsque les actions ont généré des rendements exorbitants pendant le grand marché haussier de 1982-2000, il est devenu la norme d'attendre des rendements à deux chiffres provenant des actions, malgré le fait qu'elles avaient rarement généré de tels rendements précédemment.

La combinaison d'un endettement élevé et d'une détérioration des données démographiques, entre autres causes, conduira presque certainement à une croissance économique inférieure à la moyenne au cours des 5 à 10 prochaines années, et la croissance des revenus des entreprises suivra au mieux le même chemin. Toute autre attente est simplement irréaliste.

Une expansion des multiples d'évaluation pourrait certes jouer le rôle de joker et, in fine, nous donner ces rendements à deux chiffres dont nous sommes tous demandeurs. Oui, mais non.

Les rendements actions dépendent de 3 composantes

Pour la majorité des investisseurs, une part prépondérante du rendement des portefeuilles est générée par les marchés actions ou est fortement influencée par ceux-ci. Les rendements des marchés des actions ressemblent à une machine assez simple fonctionnant au gré faite de l'évolution de trois composantes: la croissance des bénéfices, le rendement sur dividende et l'évolution des multiples d'évaluation sur une longue période. Bien sûr, ces trois composantes sont elles-mêmes influencées par une multitude d'autres facteurs qui rend le processus bien plus complexe, mais pour la commodité du raisonnement, nous allons le garder aussi simple que possible.

De 1926 à aujourd'hui, le rendement annuel composé des actions est de 10,1%. Les bénéfices contribuent à hauteur de 5,22%, le rendement du dividende 4,25% et l'évolution des multiples complètent ce chiffre à hauteur de 0,63% (source : Ibbotson SBBI Classic Yearbook de Morningstar, pages 156-157). Ces valeurs historiques ont bénéficié de plusieurs vecteurs qui ne sont malheureusement pas disponibles aujourd'hui, comme nous allons le voir ci-dessous.

La question dans l'esprit de beaucoup d'investisseurs est « à partir des niveaux actuels, pouvons-nous raisonnablement anticiper des rendements supérieurs à la moyenne, comme ce fut le cas lors de la dernière phase de hausse séculaire (bull market) des années 1980 et 1990, ou devons-nous nous préparer à une nouvelle décennie de baisse séculaire (bear market) et de rendements inférieurs? »

Nous utilisons le terme séculaire pour décrire un environnement d'évaluation particulier. Si le niveau d'évaluation est utilisé comme un outil de réflexion sur les cycles, ceux-ci deviennent beaucoup plus clairs et facilement compréhensibles. Utiliser simplement le niveau ou la fluctuation d'un indice ne donne aucun critère objectif pour déterminer où nous nous trouvons dans un cycle long terme, même si de nombreuses phases cycliques de hausse ou de baisse plus ou moins violentes peuvent se développer au sein d'une tendance séculaire.

La majorité des experts se sont accordés à dire que le nouveau millénaire avait apporté des conditions de *bear market*. Mais depuis quelques années, les opinions divergent et des firmes renommées argumentent que nous sommes entrés dans un nouveau *bull market*. Bien que les avis s'opposent sur la date de départ, entre 2011 et 2013, le point commun de toutes ces analyses est qu'elles se basent uniquement sur le niveau nominal des indices.

Les cycles séculaires sont de longues périodes de rendements supérieurs ou inférieurs à la moyenne historique. Dans les périodes haussières, les optimistes (bulls) poussent l'indice toujours plus haut sans que les pessimistes (bears), au-delà de courtes corrections qui constituent les baisses cycliques que nous évoquions plus haut, soient en mesure de les contenir. Les périodes de baisse séculaire ne sont, en réalité, pas souvent accompagnées par une baisse intrinsèque du niveau de prix des indices mais plutôt par une évolution latérale qui voit les forces positives et négatives lutter à armes égales. Le résultat net de ces cycles de compensation est une longue période de rendements cumulatifs décevants, voire négatifs.

Quelle est une attente raisonnable pour les rendements futurs ? Pour cette discussion,

nous utilisons l'indice Standard&Poors 500 qui a le plus grand historique et la plus grande transparence parmi les indices, ainsi que les données fournies par Robert Shiller (www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls) pour calculer un ratio cours/bénéfices corrigé des variations conjoncturelles (voir encadré). Enfin, nous supposons que l'avenir dont nous parlons est la prochaine décennie (2015-2024).

Croissance des bénéfices

La première composante du rendement total des actions est la croissance des bénéfices qui dérive principalement de la croissance économique. Bien que les marges bénéficiaires varient selon le cycle d'affaires et en fonction de l'industrie et de l'entreprise, pour le marché boursier dans son ensemble sur le long terme, les bénéfices ont tendance à suivre la croissance des ventes. Les agrégats économiques larges, tels que le produit intérieur brut (PIB), reflètent assez fidèlement l'évolution des ventes globales de toutes les entreprises de l'économie. En conséquence, la croissance des bénéfices est semblable à la croissance du PIB. Dans le détail, la croissance des bénéfices pour les indices à grande capitalisation, comme le S&P 500, est légèrement inférieure à la croissance économique globale, car l'économie comprend des entreprises de petite taille et des start-ups, qui ont tendance à dépasser les géants plus stables.

Au cours des 89 dernières années, le taux d'inflation a été en moyenne de 2,93%. Le niveau actuel de l'inflation est d'environ la moitié, soit 1,5%. Si le taux d'inflation reste relativement faible, comme la plupart des analystes le croient aujourd'hui, cela réduira le taux de croissance nominal futur (par rapport à la moyenne historique) d'environ 1,5%. En outre, la plupart des économistes prévoient que la croissance économique réelle (et donc la croissance des bénéfices ajustée de l'inflation) ralentira quelque peu à l'avenir autour de 2%. Par conséquent, l'estimation de la croissance future des bénéfices serait de 3,5% par an en termes nominaux.

Oui, l'estimation des bénéfices assume une inflation relativement faible. Et oui, un taux d'inflation plus élevé augmenterait la contribution de la croissance des bénéfices au ren-

Qu'est-ce que le CAPE ratio ?

Le ratio cours/bénéfices corrigé des variations conjoncturelles, communément connu sous le nom CAPE ratio est une mesure d'évaluation généralement appliquée aux grands indices boursiers. Il est défini comme le prix divisé par la moyenne des dix années de bénéfices ajustés de l'inflation. Il est principalement utilisé pour évaluer les rendements futurs des actions sur des périodes de 10 à 20 ans.

Le ratio utilise les bénéfices réels (ajustés de l'inflation) pour éliminer les fluctuations causées par les variations des marges bénéficiaires au cours d'un cycle d'affaires typique. Le rapport a été popularisé par le professeur de l'Université de Yale, Robert Shiller, qui a remporté le prix Nobel en sciences économiques en 2013. Le CAPE ratio 10 est basé sur le travail des investisseurs de renom, Benjamin Graham et David Dodd, dans leur légendaire livre «Security Analysis» publié en 1934. Graham et Dodd recommandaient d'utiliser une moyenne pluriannuelle du bénéfice par action (BPA), tels que 5, 7 ou 10 ans, lors du calcul des ratios P/E afin de lisser les effets cycliques.

dement total. Toutefois, une augmentation du taux d'inflation aurait un effet de compensation encore plus significatif sur un autre composant, comme nous allons le constater.

Rendement du dividende

La deuxième composante est le rendement du dividende qui dépend fortement du niveau d'évaluation (P/E). Quand le niveau d'évaluation est faible, le rendement du dividende est plus élevé que dans le cas contraire. C'est une relation mathématique directe. Le rendement du dividende d'un marché qui est à un P/E de 10 sera deux fois le rendement du dividende d'un marché qui est à un P/E de 20 (en supposant que les dividendes soient de même valeur). Par conséquent, compte tenu du fait que la série historique du marché boursier à long terme commence en 1926 à un P/E de 10,2x, il comprend un rendement du dividende réalisé de 4,25%. Si le P/E avait été à son niveau actuel de 26x, le rendement du dividende n'aurait été que d'environ 2%. Le P/E relativement élevé d'aujourd'hui laisse donc présager un rendement du divi-

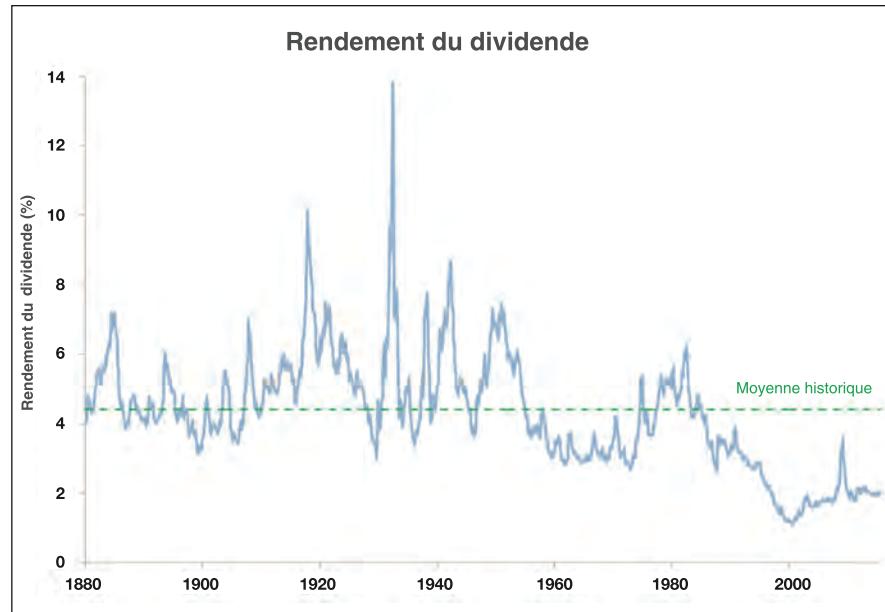
dende relativement modeste pour toute période commençant en 2015. De plus, nous devons nous rappeler que le niveau des bénéfices en pourcentage du PIB est proche des sommets historiques. Dans le passé, les bénéfices ont toujours eu tendance à revenir à la moyenne historique (mean reversion). Au mieux, cela laisse à penser qu'une poursuite de l'augmentation des bénéfices en pourcentage du PIB est très limitée.

En conséquence, si l'on s'en tient à ces deux sources de rendement, les perspectives pour la prochaine décennie sont un rendement total annualisé d'environ 5,5%.

Mais ce chiffre suppose que le niveau d'évaluation (P/E) ne change pas. En conséquence, à la fin de la décennie, le P/E serait proche des niveaux actuels, et il ne serait pas plus en position de doubler qu'il ne l'est aujourd'hui. Pour une transition vers un nouveau cycle de hausse séculaire, le marché doit endurer les effets d'une baisse de P/E à des niveaux qui pourront à nouveau lui permettre de doubler ou tripler. Une telle baisse pourrait compromettre les perspectives «optimistes» de 5,5% de rendement annualisé et générer, au contraire, un rendement proche de zéro.

Le ratio cours/bénéfices (P/E)

La dernière composante du rendement total est donc l'impact d'un changement de P/E. Une expansion du P/E ajoute aux rendements offerts par les bénéfices et les dividendes; une diminution contrebalance ces contributions au rendement total. Les cycles séculaires ne peuvent être compris que par un examen minutieux des principes fondamentaux qui les animent, un de ces principes est le ratio cours/bénéfice, qui est lui-même dépendant du niveau d'inflation. Quand le taux d'inflation monte, la valeur actuelle des bénéfices futurs baisse. Les prix (le P du P/E) baissent alors que les bénéfices (le E du P/E) ne sont pas immédiatement affectés.



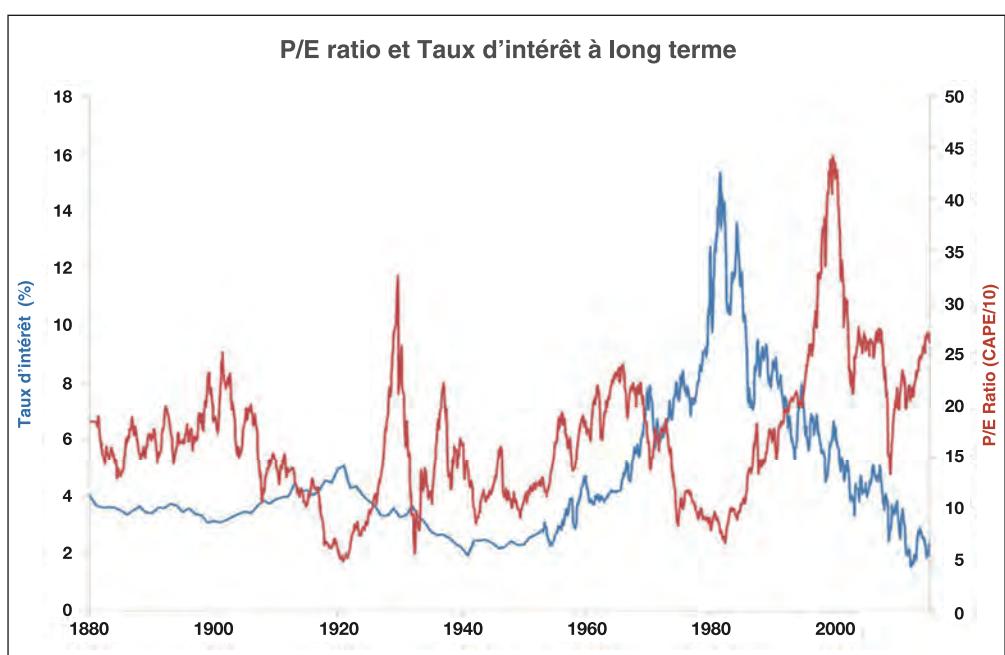
Ainsi, comme P baisse et E est stable, le résultat est une baisse du P/E ratio. La déflation entraîne également une baisse du P/E. La déflation est une tendance à la baisse des prix nominaux futurs et donc des revenus/bénéfices. Au fur et à mesure que la déflation s'aggrave, la valeur du marché (et donc le P/E) diminue. C'est lorsque l'inflation est faible et stable que le niveau du P/E atteint son apogée, exactement la situation dans laquelle nous nous trouvons aujourd'hui.

Par conséquent, une inflation qui s'éloigne d'un taux d'équilibre bas et stable entraîne une baisse du P/E alors qu'une évolution vers un taux bas et stable entraîne une expansion du multiple. Ainsi, les cycles

d'inflation déterminent la direction du P/E qui, à son tour, multiplie ou compense la croissance des bénéfices pour générer des rendements supérieurs ou inférieurs à la moyenne historique.

Aujourd'hui, compte tenu du niveau relativement faible d'inflation et de sa stabilité, tout mouvement significatif vers le haut ou vers le bas aura un effet négatif sur les ratios d'évaluation. Par conséquent, une contribution positive au rendement total d'une augmentation significative du P/E semble peu probable.

Revenant sur les espoirs de ceux qui anticipent le fait que l'inflation va améliorer la composante de la croissance des bénéfices,



gardez à l'esprit que l'effet négatif sur la composante P/E fera plus que compenser les gains de la composante bénéfice.

Toutes les phases de *bull market* (1921-1928, 1933-1936, 1942-1965, 1982-1999) ont démarré à des niveaux d'évaluation (P/E) compris entre cinq et dix fois. Comme les *bear markets* commencent là où les *bull markets* s'arrêtent, le niveau de départ est en général compris entre 20x et 25x. L'exception est la dernière hausse séculaire de 1982 à 1999, dont la fin dramatique en une bulle spéculative a propulsé le P/E à un niveau stratosphérique de 44x. Ceci signifie que la distance à parcourir, pour revenir au niveau où tous les *bull markets* précédents ont commencé (entre 5x et 10x), est d'autant plus grande. Si le niveau de l'indice devait rester proche des niveaux actuels et le rendement total avoisiner les 5,5% mentionnés plus haut, alors le marché ne retrouverait des niveaux d'évaluation attractifs, permettant l'émergence d'un nouveau *bull market*, qu'aux environs de 2025. Les deux autres scénarios possibles sont un marché qui progresse au rythme du rendement total (avec un P/E stagnant au niveau actuel d'environ 26x) ou le développement d'une nouvelle bulle spéculative où les multiples de 1999 sont revisités.

Conclusion

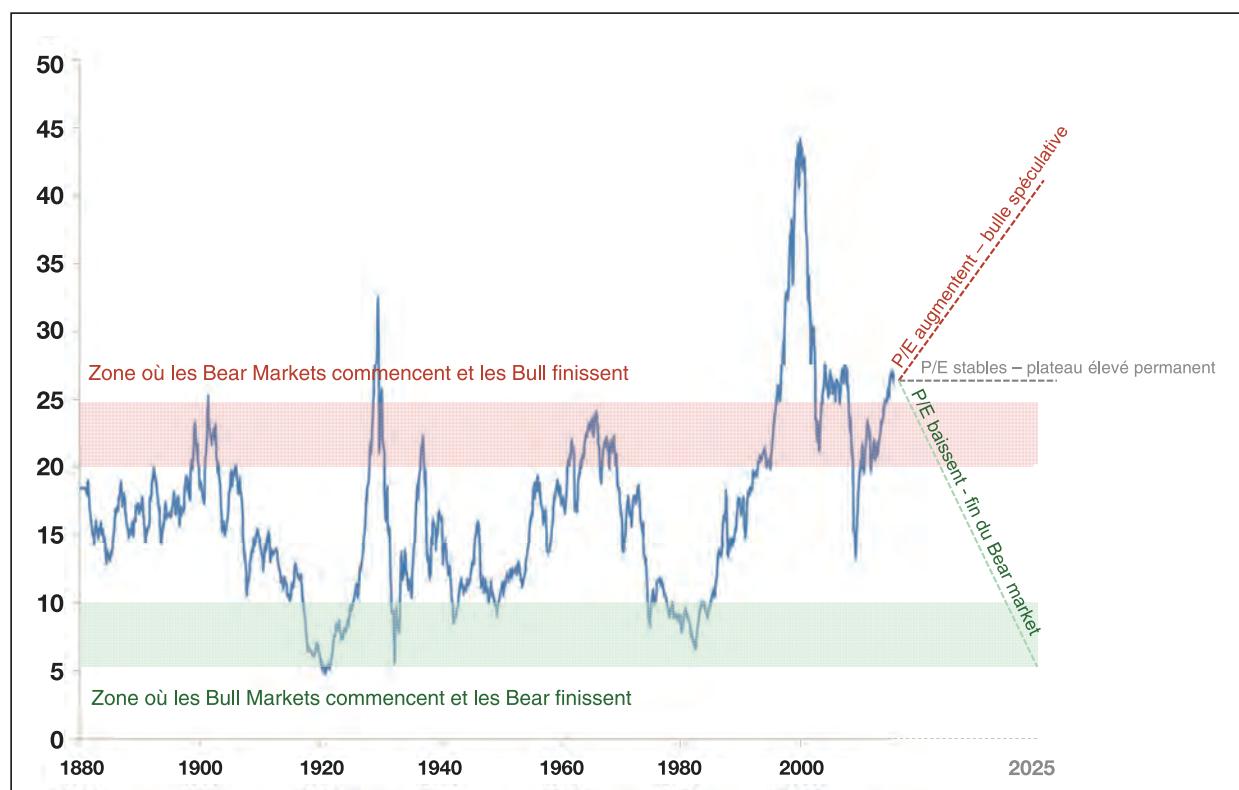
Il est compréhensible que les investisseurs désirent revenir à un environnement de marché haussier séculaire, mais la réalité est que le niveau de valorisation des actions n'est pas suffisamment bas pour fournir le catalyseur nécessaire à l'émergence d'un *bull market*. En réalité, il est encore au niveau où commencent généralement les *bear markets*.

Le passage du temps et l'intervention d'autres facteurs ont conduit des gens très intelligents - et parmi les plus respectés - à espérer, puis prédire, une nouvelle hausse séculaire. Malheureusement, les marchés boursiers ne sont pas en position d'offrir des rendements supérieurs à la moyenne sur une longue période.

À l'avenir, il y a trois scénarios possibles. Nous pourrions répéter la bulle spéculative de la fin des années 1990, mais ceci semble hautement improbable. Nous pourrions entrer dans une ère sans précédent de P/E élevés et stables. Irving Fisher s'était aventuré, à l'automne 1929, à affirmer que « les cours des actions ont atteint ce qui ressemble à un plateau élevé permanent » avec le succès que l'on connaît. Toujours est-il que si, cette fois, une telle

prédition s'avérait exacte, les investisseurs ne pourraient pas compter sur un rendement nominal annuel supérieur à 5,5%. Finalement, le troisième scénario, le plus probable à notre avis, serait de voir les évaluations poursuivre leur baisse pour revenir aux niveaux qui, historiquement, ont vu le démarrage d'un nouveau *bull market*. Malheureusement, la réalité incontournable est que dans ce dernier scénario les investisseurs devront compter avec une période prolongée de rendements proches de zéro ou une période plus courte de pertes cumulées. Au vu de ce qui a été exposé précédemment, il doit être clair dans l'esprit de tout investisseur qu'une période de faiblesse économique inattendue pourrait aisément propulser le deuxième scénario en tête de liste et provoquer ce qui est communément appelé un krach boursier. Il n'y a aucune place à la complaisance.

Un *bear market* ne signifie pas forcément qu'il faut se retirer des marchés; cela signifie qu'il convient de positionner les portefeuilles et les attentes correctement dans un tel environnement. Des rendements solides peuvent être atteints, mais le succès requiert beaucoup plus de travail que lorsque nous profitons des conditions avantageuses d'un *bull market*. ■



PBS SMART PORTFOLIO

Une solution d'allocation d'actifs diversifiée, dynamique et performante conçue pour les fondations de prévoyance.

L'allocation d'actifs de PBS SMART est dynamique et adaptative afin de préserver le capital dans tous les cycles de marchés.



DIVERSIFICATION

Exposition à plus de 20 sous-classes d'actifs avec une couverture globale (actions, obligations, matières premières et immobilier).



ARCHITECTURE OUVERTE

Sélection des véhicules d'investissement (Fonds et ETF) en totale indépendance. Accès à une multigestion via une approche « best in class ».



ALLOCATION DYNAMIQUE

Capter les tendances sur les classes d'actifs et réduire le risque par une réallocation en cash afin de protéger le capital durant les phases de forte baisse des marchés.



RÉGULATION ET TRANSPARENCE

Stratégie disponible sous la forme de mandats dédiés LPP ou sous le format fonds UCITS4 agréé à la vente en Suisse. Liquidité quotidienne et transparence du portefeuille.

PBS SMART PORTFOLIO

est une solution d'investissement de la Banque Pâris Bertrand Sturdza SA.

PBS est une banque suisse fondée en 2009 dans le but d'offrir aux investisseurs institutionnels et privés un conseil en investissement de qualité, sur-mesure et sans conflit d'intérêts potentiel. La banque est détenue exclusivement par ses associés fondateurs. Georges Gagnebin est le président du Conseil d'administration.



BANQUE
PÂRIS BERTRAND STURDZA

Rue de Candolle 19
PO BOX 340
CH-1211 Genève 12 – Suisse
T: +41 22 316 02 00
F: +41 22 316 02 02

Contact: Alexandre Poisson
E-mail: alexandre.poisson@bkpbs.com
Sites Internet: pbsinvestments.com – www.bkpbs.com

Comment couvrir le risque de fluctuation négative d'un portefeuille actions ?



par

Jean Médecin

Membre du Comité d'Investissement

Carmignac

Six ans après l'éclatement de la grande crise financière, traitée par des remèdes monétaires radicaux, le monde aborde une période de transition décisive. La récente poussée de volatilité du prix des actifs financiers dits « sans risques » a ouvert cette période de transition globale.

Le manque de visibilité sur les effets collatéraux des derniers rebondissements de la crise grecque en constitue à l'évidence un autre avatar. Bien que plusieurs Banques centrales, dont la BCE, demeurent encore puissamment à la manœuvre, leur capacité à continuer de jouer le rôle de suppresseur de risques pour les marchés se voit désormais menacée par la perspective d'une reprise graduelle de l'inflation salariale dans les pays désormais proches du plein emploi comme les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne ou le Japon. Les gestionnaires d'actifs doivent s'interroger à la fois sur leur état de préparation à gérer sans dommages pour leurs clients cette nouvelle période d'incertitudes, et sur leur capacité à continuer de saisir dans le même temps les opportunités de long terme qui se font jour (qui vont des ruptures technologiques décisives dans certains secteurs jusqu'aux réformes entreprises dans de nombreux pays).

Aux États-Unis, l'ajustement principal concernera le mouvement vers une normalisation de la politique monétaire. La chute brutale du prix du pétrole l'an passé a permis de retarder le début du mouvement. Mais la transition est inexorable : les effets de l'amélioration régulière des marchés de l'emploi et de l'immobilier depuis trois ans ont commencé de se faire sentir sur les

salaires et les loyers. Dans le même temps, le rythme de la croissance américaine continue d'être modeste, et justifie la prudence affichée jusqu'à ce jour par Janet Yellen. Les chiffres de consommation se redressent, mais les chiffres de l'investissement demeurent faibles. La gestion de la transition est donc délicate : il est crucial pour la Fed de se redonner des marges de manœuvre dans sa politique monétaire (autant pour contrôler une éventuelle accélération des indicateurs d'inflation que pour pouvoir agir au prochain ralentissement cyclique), mais il est également impératif de ne pas resserrer trop vite les conditions de financement d'une économie encore fragile. La conséquence pour l'ensemble des marchés de taux en est un changement de régime historique, qui perd le soutien de trente ans de tendance désinflationniste pour entrer dans une période plus instable.

En zone euro, la crise grecque constitue la partie émergée de l'iceberg qui se présente devant l'Union monétaire européenne. Car depuis cinq ans, le non-respect des critères de convergence est devenu la règle pour de nombreux pays de la zone Euro, si bien qu'ils ont perdu toute flexibilité budgétaire, c'est-à-dire capacité de relance. La conséquence à moyen terme est qu'au prochain signe de ralentissement économique, la politique monétaire unique ne pouvant pas s'aligner sur les besoins de soutien des pays les plus faibles, ces derniers verront leur trajectoire économique et financière diverger encore de celle des pays les plus forts. Sauf à prendre le risque de lorgner de nouveau au-dessus du gouffre de la fragmentation, la zone euro doit par conséquent accélérer sa transition vers davantage d'intégration. Les

marchés actions comme les marchés de change seront profondément influencés par le devenir de cet aléa politique.

En Chine, c'est la transition vers une économie ouverte et globale qui constitue l'horizon de moyen terme. L'ouverture des marchés de capitaux, la convertibilité du Renminbi, puis l'accès au statut de monnaie de réserve au sein du FMI, le financement du développement économique en Asie via la création de la Banque Asiatique d'Investissement pour les Infrastructures en constituent les jalons. La marche vers une croissance équilibrée et prospère ne sera pas une promenade confortable, les autorités chinoises devant piloter le dégonflement des marchés de crédit tout en évitant à l'économie les trous d'air. Le succès de cette politique conditionnera l'ampleur des flux de capitaux qui viendront s'investir sur un marché, dont le poids est susceptible à terme de doubler dans les indices actions mondiaux.

Dans le reste du monde émergent, c'est le rééquilibrage d'économies encore trop souvent dépendantes des exportations de matières premières qui s'affirme comme la problématique centrale. Le rebalancement de l'économie chinoise, avec comme corollaire la chute de ses importations de matières premières, n'est pas étranger aux difficultés rencontrées par de nombreux pays émergents, désormais en récession ou confrontés à une dépréciation accélérée de leur monnaie. Mais ces périodes de stress ont aussi historiquement pu fournir des opportunités d'investissement si elles constituaient le prélude à des réformes assurant le rétablissement des grands équilibres macro-économiques.

Le Japon tente depuis 2013 d'enclencher une transition, qui serait historique, vers une dynamique économique portée par l'augmentation des revenus des ménages, l'amélioration de la gouvernance d'entreprise, et la déréglementation du marché du travail et de secteurs historiquement protégés. Le soutien jusqu'ici indéfectible de la Banque du Japon vise à donner du temps au pays pour réaliser cette transition. Mais cette dernière s'avère visiblement laborieuse et devra encore surmonter des obstacles culturels profondément ancrés. La « reflation » de l'économie japonaise est

vitale pour la soutenabilité de son niveau d'endettement. Elle l'est également pour la valorisation de ses marchés.

La gestion des risques de marché dans une telle période de transitions tous azimuts est aussi essentielle que complexe. L'erreur serait de donner une si grande priorité à la réduction maximum de la volatilité de court terme, que les enjeux de long terme en seraient négligés. Pour ce qui nous concerne, il nous semble par exemple essentiel de continuer de nous positionner sur des entreprises offrant croissance et visibilité, sans dépendre fortement d'une accélération du cycle économique pour faire croître leurs résultats. À titre d'exemple, sur le plan sectoriel, il peut s'agir d'entreprises positionnées sur des grandes tendances clés : que ce soit le traitement des maux du siècle à venir (obésité, diabète, cancer) ou encore la poursuite de la globalisation des habitudes de consommation au travers des marques fortes avec un rayonnement planétaire ; enfin dans le monde de l'Internet, la logique typique du « winners take all » crée des opportunités historiques pour quelques grands gagnants du secteur.

Mais la gestion des risques est aussi délicate. Elle requiert de bien distinguer ce qui est risque effectif, c'est-à-dire la possibilité de subir des pertes « permanentes », de ce qui est volatilité, c'est-à-dire la succession de fluctuations qui testent le sang-froid d'un gérant mais ne sont au final qu'écumé. La pression des besoins de désendettement des États, les limites de l'action des Banques centrales déjà très sollicitées, et le carcan des réglementations autour du secteur bancaire ont affaibli les traditionnels amortisseurs de volatilité. Tandis que la coïncidence des grandes transitions évoquées plus haut renforce l'instabilité intrinsèque des marchés.

Par conséquent, l'ère qui s'ouvre va exiger de tolérer un plus grand niveau de volatilité, tout en étant plus discipliné que jamais dans la gestion des risques, afin de pouvoir sereinement capter les véritables potentiels de gain à long terme. L'emploi de procédés simples dans leurs concepts mais techniques dans leur mise en œuvre sera un facteur de réussite décisif. Il s'agira par exemple de la maîtrise de la gestion « Long-Short », permettant de générer de l'alpha avec peu

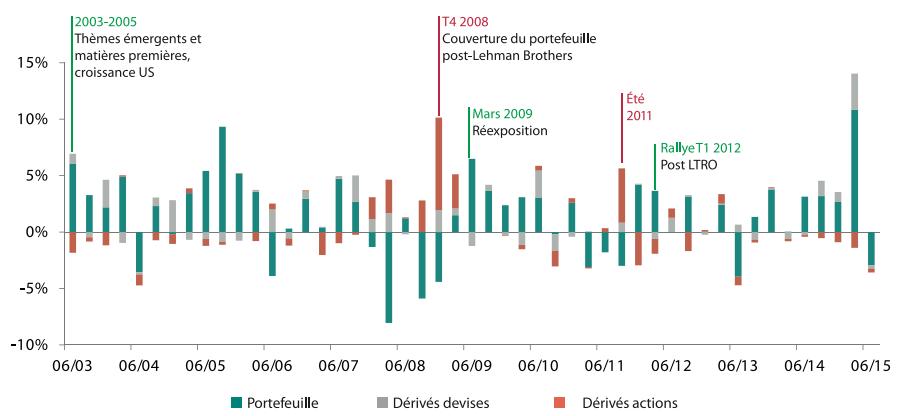
Performance des valeurs de qualité :

les valeurs de qualité continuent de surperformer les valeurs de moindre qualité



Source : Bloomberg, juillet 2015

Les stratégies dérivées ont vocation à préserver les thèmes de long terme :



Source : Carmignac ; Période d'analyse du 30/06/2003 au 30/06/2015.
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

de risque de marché, les positionnements dits « barbell », c'est-à-dire équilibrés entre d'une part des convictions fortes mais volatiles et d'autre part des actifs peu performants mais très stables, la sélection d'actifs très décorrélatés, l'emploi de stratégies de diversification sur les changes, etc...

L'environnement actuel requerra d'être flexible et de s'affirmer en gestionnaires de risques. Cette philosophie de gestion est celle qui, non seulement vise à protéger l'épargne des clients des dangers de corrections de marchés majeures, mais aussi à saisir les sources de performances sous-estimées. Il est vital dans un monde fragilisé d'être en position de faire varier très rapidement son niveau d'exposition aux actions,

aux taux d'intérêt et aux devises, ainsi que de faire la part belle aux investissements dans des entreprises elles-mêmes flexibles, c'est-à-dire peu endettées et génératrices de trésorerie. ■



Ceci est une publicité

SG
swiss promo group

swisspromogroup.ch

Gestion indicielle

Un facteur de régression d'un développement économique durable



par

Olivier Ferrari

Direction ONE CREATION Coopérative

CONINCO Explorers in finance SA

Depuis bientôt trois décennies, la gestion indicielle se confronte à la gestion active. Pour les partisans de l'indiciel, il est impossible de battre le marché sur le long terme et, en conséquence, il est préférable de répliquer un indice. Ceci garantit qu'il n'y aura jamais de « mauvaises » surprises, car aussi bien à la hausse qu'à la baisse, l'investisseur se retrouvera, au cours des années, avec des retours sur investissements conforme aux mouvements des marchés.

Il est ainsi possible de se prémunir d'un mécontentement « conjoncturel » du client,

car on ne peut plus faire valoir la notion de risque de positionnement qu'il soit géographique, par capitalisation ou sectoriel. Les produits financiers liés présentent des frais de gestion réduits au strict minimum. À un niveau tel que, si une analyse de coût effectif était réalisée, on serait à même de constater que ces produits sont potentiellement vendus à perte. En face, les gestionnaires actifs permettent de favoriser des développements qui diversifient le développement économique, car par leur positionnement, ils sanctionnent les sociétés les moins efficientes ; sanctions qui sont immédiatement répliquées par la gestion indicielle.

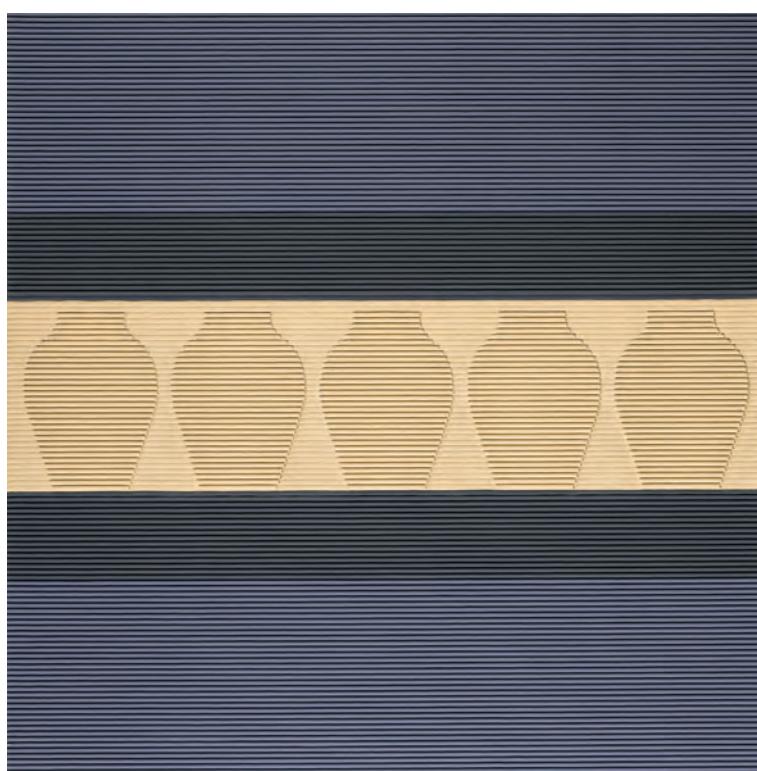
Durant plusieurs décennies, les mêmes sociétés de gestion qui prônent une approche indicelle aujourd'hui, ont fait valoir, statistiques à l'appui, et démontré que le *market timing* ne pouvait pas battre une allocation stratégique. Cette dernière est fondée sur les besoins de l'investisseur, de quelque nature qu'ils soient, en adoptant des valeurs mobilières et immobilières, sur différents horizons d'investissement allant du court terme au long terme.

Des produits financiers sans valeur économique

L'incapacité formulée de ne pouvoir battre des indices, combinée à un *market timing* qui rend la création de réelle valeur potentiellement difficile, ont conduit les établissements financiers à proposer de plus en plus de solutions d'investissement hybrides. On pourra parler de produits générant de l'alpha, de produits structurés en tout genre, de gestion à cliquet, etc. Toutes ces déclinaisons se basent sur les fondamentaux de la gestion de fortune pour emballer chaque méthode de gestion dans une formule plaisante pour l'investisseur.

Elles génèrent tout autant de frais de gestion, visibles ou cachés, qui permettent de se substituer à la complexité d'une gestion active et de retrouver de nouvelles sources substantielles de revenus. À y regarder de plus près, il ne s'agit que de formes de gestion qui, pour beaucoup, n'ont pas prouvé leur efficacité dans le temps et dont le potentiel est positif uniquement dans un contexte précis de développement économique conjoncturel.

En analysant le fonctionnement de telle ou telle solution d'investissement proposée, force est de constater que nous ne sommes plus face à un développement économique industriel durable, mais bien dans une création de richesse axée sur la finance. La différenciation est essentielle. Si la finance est à même d'exister, c'est grâce à tout un développement économique qui a su canaliser l'épargne vers la création de sociétés, vers l'industrie, vers le développement de l'emploi. La croissance démographique exponentielle, l'ouverture différée dans le temps des pays de la planète à l'économie de marché sont autant de facteurs de création de richesse individuelle et d'amélioration de la



Magdolna Rubin - 120 x 120 cm

qualité de vie, dont profite une grande partie de la population mondiale, ceci pour le côté positif.



Simultanément à cette évolution, le développement des capacités de calculs des ordinateurs, capté par une finance qui a quitté l'intermédiation financière pour se cantonner à la seule création de valeur de la finance par la finance, conduit à une dislocation du fondamental de la création de richesse durable que sont : l'emploi effectif dans l'économie réelle, le crédit industriel et la création de sociétés commerciales et industrielles. Des mathématiciens, qui ne cessent de créer des algorithmes qui sauvaient traquer la performance absolue, cherchent à formuler une équation qui contienne toutes les variables de la création de l'univers comme le Saint Graal.

Le démembrément des moyens financiers pouvant être mis au service de la création d'entreprises, ceux-là mêmes que l'on détourne vers la structuration de produits et modèles financiers complexes, conduit à un appauvrissement du développement économique. On ne prend plus en compte le fondement qui établit que l'innovation et la création d'entreprises créent de la richesse. Ceci concerne tant les investisseurs institutionnels que les grandes fortunes privées, et le reste des agents qui opèrent à la bourse en ligne au jour le jour, et contribue à amplifier les fluctuations boursières, tant à la hausse qu'à la baisse.

Ces mouvements deviennent de plus en plus fréquents et s'effectuent par des spéculations qui induisent des rotations sectorielles, géographiques et par capitalisation. La gestion indicelle est devenue l'outil d'assurance à court terme d'un résultat de gestion non attaquable, comparativement à un indice de référence.

La tyrannie économique de la gestion indicelle

La gestion indicelle permet d'éliminer le principe d'incertitude lié à l'impossibilité de définir avec précision le comportement de chaque titre individuellement. Elle réconforte, par une acceptation « résignée », du fait que le portefeuille réagira aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et ce, dans la même amplitude que les marchés de référence.

La présence de multiples acteurs qui convergent vers une gestion indicelle mène à un appauvrissement du potentiel d'innovation et de création de nouvelles opportunités dans l'économie en général. En effet, l'indice reprenant aussi bien les excellentes que les pires sociétés qui le composent, induit modèle de gestion qui anhilie le libre arbitre et rendant le tout déterministe, en le nivellant par le bas au passage. Cette mise en phase des acteurs mondiaux de la finance conduit à l'appauvrissement de la biodiversité des sociétés qui forment l'économie. Conséquemment à ce constat, la gestion indicelle devient le déterminisme du développement économique. Ce dernier est fortement influencé par les acteurs-investisseurs, conduits par des analystes qui deviennent tout autant de censeurs des décisions de Conseils d'administration, voués à intégrer les attentes - à trois mois - de la communauté financière, au lieu de poursuivre un cycle vertueux d'investissement, Recherche & Développement, mise en phase de nouveaux produits, développement du marché, production et livraisons pour le consommateur final.



Nous ne sommes plus dans un temps industriel à qui l'on offre l'espace de se développer, parce qu'aujourd'hui, l'argent doit être « cultivé » pour répondre à la création de richesse instantanée.

Une telle démarche ne peut que conduire à une régression du développement économique pour le rendre non durable. C'est dans le but de contrer cette tendance que la gestion active doit apporter une réponse qui permette à notre société de fonder des valeurs, non plus exclusivement financières, mais celles d'une perspective de création dynamique à tous niveaux de notre société. Cela implique aussi d'admettre que des secteurs économiques n'ont plus de raison d'être et que de nouveaux doivent émerger.

Une alternative à ceci consiste à se positionner dans la partie des investissements dits de « Private Equity ». Mais là aussi, le placement privé doit pouvoir se déployer sur un temps long. Ce qui, pour beaucoup, n'est plus en adéquation avec la nécessité de disposer de retour sur investissement immédiat, et qui, pour d'autres, représente une forme de spéculation qui n'est plus acceptable.

La biodiversité économique, un investissement dans la durée

Que les investisseurs soient privés ou institutionnels, tous disposent de besoins à court, moyen ou long termes. C'est bien dans cette perspective qu'il est important de revenir à des fondamentaux de congruence entre l'immobilisation d'investissements sur des échéances correspondantes aux dits besoins. Ce n'est plus la finance qui est au cœur du développement, mais bien l'entreprise avec tout son corollaire d'engagement sociétal ; en d'autres mots, il s'agit d'une prise en compte de la nécessité majeure de créer et de préserver des emplois industriels, ce qui favorise naturellement l'entreprise, la constitution de profits dans la durée. Ce qui permet, en outre, aux États de disposer de ressources fiscales diversifiées et de tirer profit d'une vraie stratégie de transmission aux générations futures, par l'évolution et la préservation d'un tout et de l'environnement aussi. Une bonne gouvernance ne doit pas se concevoir qu'au sein d'une entreprise, mais aussi dans nos actes au quotidien, dans chacune de nos prises de positions politiques, économiques, sociales et financières. ■

Caisse de pensions : Quand les frais passent avant le rendement et la diversification !



par

Adrien Koehli

Membre du Comité de direction
Département gestion institutionnelle

CONINCO Explorers in finance SA

Dans un contexte économique dicté par les interventions des banques centrales et non plus par l'évolution effective de l'économie et des entreprises, les Caisses de pensions se doivent de se réinventer, notamment en ce qui concerne leurs investissements.

Le début 2015 aura été marqué par l'annonce soudaine de la Banque Nationale Suisse de supprimer son taux plancher avec l'Euro, suivi de la mise en place *du quantitative easing* par la Banque Centrale Européenne pour relancer sa zone écono-

mique. Bien que ce premier épisode n'ait eu qu'un impact ponctuel sur les marchés boursiers, l'instauration de taux d'intérêt négatifs a, quant à lui, induit des effets qui se font encore ressentir.

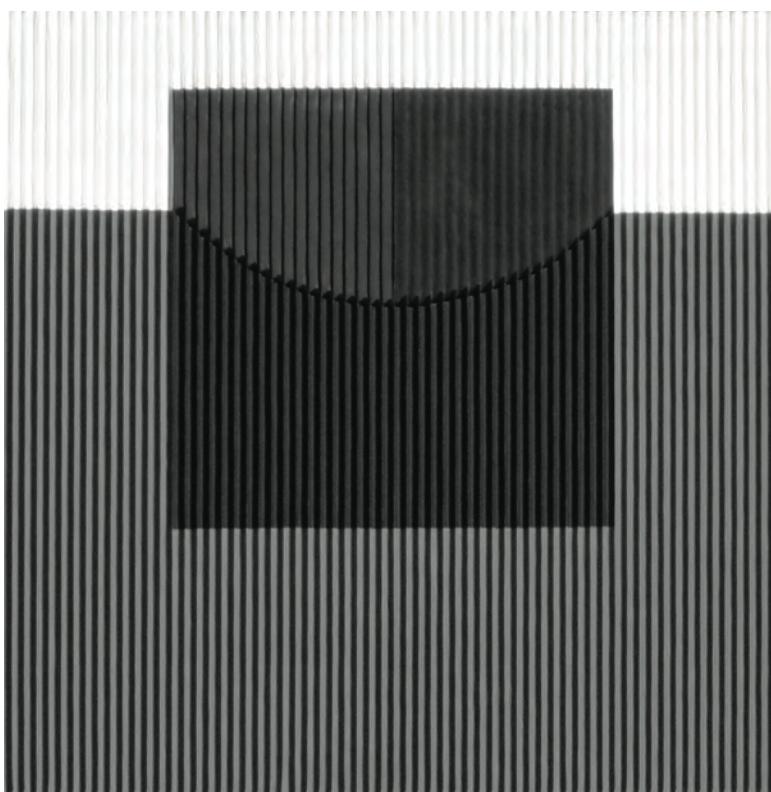
Puis, mi-2015 aura été marquée par les craintes sur l'avenir de la zone Euro avec l'épisode de la Grèce, sauvée une fois encore par les grandes puissances occidentales ainsi que par les banques centrales. Là aussi, les répercussions sur les marchés boursiers n'ont pas été bien marquées, mais en fin de compte, aucune solution pérenne n'a pour-

tant été trouvée. En tous les cas, le constat actuel est que, les caisses de pensions ont en moyenne entre 30% et 40% de leur fortune dans des obligations n'ayant plus de rendement effectif et encore moins de gains en capital, voire pire dans certains cas, leur coûtent de l'argent. Deux options s'ouvrent à elles, mais avec souvent une seule et même triste conclusion si l'on se base sur les faits et non pas les attentes.

Premièrement, réduire sa part obligataire pour se tourner vers d'autres alternatives d'investissements semble la solution la plus évidente. Toutefois, en y regardant de plus près, si l'on sort des sentiers battus que sont les actions et l'immobilier qui représentent environ 50% de l'allocation, on se retrouve vite dans des investissements jugés légalement comme « alternatifs », ne devant pas excéder 15% d'un portefeuille selon les textes de loi. Néanmoins, sous certaines conditions, des dérogations peuvent être obtenues, mais alors se pose rapidement la question des frais. En effet, dès lors que l'on considère des investissements en dehors du champ des actions ou des obligations, les coûts inhérents à la recherche, l'analyse et la sélection sont rapidement plus importants. Mais heureusement, la nouvelle législation demande aux institutions de comptabiliser tous les frais indirects dans ses comptes pour les déduire à nouveau par la suite, soyons clairs, ceci n'a aucune influence sur le résultat net.

Cependant, dans un marché où les investissements traditionnels sont artificiellement poussés à la hausse, ces autres gestions, dans ce contexte, ne semblent pas pouvoir se différencier, hormis par leur coût apparaissant comme plus importants. Deuxièmement, une autre alternative est de considérer des gestions actives qui peuvent avoir la liberté d'investir dans des obligations gouvernementales, d'entreprises, convertibles... Mais là encore, comparativement à une gestion indicielle, sans choix ni gestion, le coût ne sera pas le même. Et là encore, la manipulation à la baisse des taux d'intérêt par les banques centrales ne permet pas forcément à ces gestions actives de faire mieux en termes de performance pure.

La problématique des frais semble donc un élément crucial dans les décisions qui dictent les choix des caisses de pensions.



Magdalena Rubin - 60 x 60 cm



Patrick Corrado - Space Oddity - 80 x 70 cm

Et en se basant uniquement sur ces constats, elles ont raison. Pourquoi payer plus pour obtenir un même résultat à terme? Cette conclusion, bien qu'étant le point final de beaucoup de réflexion, devrait pourtant être le commencement. La question suivante à poser serait : est-ce que pour une même performance nette, voire pour la réalisation d'une croissance de valeur différée dans le temps, le ratio rendement / risque s'en trouve amélioré?

Cette question basique pour un investisseur ne le tourne toutefois plus sur une vision passée, mais au contraire sur une perspective d'avenir. Et finalement, ce qui devrait être la préoccupation première de toute Institution de prévoyance, ce n'est pas ce qu'elle aurait pu gagner ou payer, mais bel et bien ce qu'elle pourra attendre de ses investissements futurs en termes de performance, mais aussi de risque, pour un résultat net à des coûts cohérents et non réduits au maximum.

La quadrature du cercle doit permettre d'appréhender l'évolution future prévisible des développements économiques, de diversifier les actifs pour réduire les risques conjoncturels et structurels de l'évolution de notre Société, garantir des prestations sur le long terme tout en assurant le financement du court terme des prestations et le tout dans des frais maîtrisés. C'est bien cette notion de frais maîtrisé qu'il convient d'appréhender. Une maîtrise n'est pas un prix minimum, mais bien un prix acceptable pour un investissement spécifique.

Une diversification maximale permet de couper des amplitudes excessives, tant négatives que positives. Cela passe par l'intégration de différentes possibilités d'investissement qui comprennent aussi bien des engagements dans le développement durable, la microfinance, les infrastructures, les placements privés (Private Equity) que des tendances macro-économiques ou transi-

tion économique. Ces potentiels déploient souvent des rendements décorrélés avec les actions et obligations, selon que la conjoncture soit à la hausse, à la baisse ou que nous soyons dans un marché latéral. Dans tous les cas, ils permettent d'optimiser un ratio rendement / risque en valeur nette. Celle-ci même qui crée la vraie création de richesse. Cela implique bien qu'il faut accepter d'en payer le prix. C'est bien le terme de « le prix » et non « un prix » ou n'importe quel prix. Dans tous les cas, cela s'avérera plus élevé qu'une gestion indicelle qui garantit aussi bien le pire que le meilleur et dont la réalité des prix facturés sont inférieurs à la réalité du fonctionnement même des structures. Mais ceci est un autre débat sur l'éthique du juste prix et du qui paie quoi! ■

Sélection de talents : Comment dénicher les perles rares ?



par
Cédric Kohler
Responsable Advisory

Fundana SA

Si vous aviez confié 1'000 dollars en 1969 à George Soros, vous seriez aujourd'hui à la tête d'une fortune de plus de 9 millions ! Warren Buffet, lui, vous aurait rapporté près de 2 millions alors qu'un investissement dans le S&P 500 sur la même période ne vous aurait ramené que 33'000 dollars. Pourquoi certains gérants sont-ils aussi exceptionnels ? Ont-ils été touchés par la grâce des dieux ? Ont-ils acquis un talent hors norme ou sont-ils simplement très chanceux ?

Demandez autour de vous et tous s'accorderont à dire que Mozart incarne le génie en musique, Tiger Woods la perfection dans le golf et Warren Buffet le talent dans la finance. Virtueuses de leur art dès l'enfance, on pourrait croire qu'ils sont nés avec un don du ciel. Mozart apprit à jouer du piano à 3 ans, composa dès 5 ans et donna ses premiers concerts à 8 ans ! Tiger Woods fut, à 21 ans, le plus jeune vainqueur d'un Masters, quant à Warren Buffet, il négociait

des titres à 11 ans déjà. Pourtant, leurs biographies révèlent des cieux pas forcément si cléments. Les premières compositions de Mozart s'avèrent des imitations des compositeurs de l'époque. Fils d'un professeur de musique, Wolfgang a baigné dès son plus jeune âge dans les partitions et a aligné d'innombrables heures de répétitions. Or, les critiques reconnaissent le concerto pour piano n°9, composé à Salzburg en 1777 à l'âge de 21 ans, comme son premier véritable chef d'œuvre. En d'autres termes, Mozart n'est devenu Mozart qu'après 18 ans de travail acharné tout en baignant dans le meilleur écosystème possible.

Du talent certes, mais modelé avec beaucoup de transpiration ! Earl Woods, le père de Tiger, était aussi passionné de golf que par l'enseignement de ce jeu. Il tapait des balles des heures durant devant son fils de trois ans, calé dans sa poussette, avant de lui glisser un club dans les mains. Tiger remporta ainsi son premier titre après 17 ans

d'entraînements ! Quant au petit Warren, c'est lors de stages chez son père, courtier en bourse du Nebraska, qu'il acheta ses premiers titres à l'âge de 11 ans. Mais ce n'est qu'à partir de 30 ans qu'il commença à générer des rendements véritablement exceptionnels.

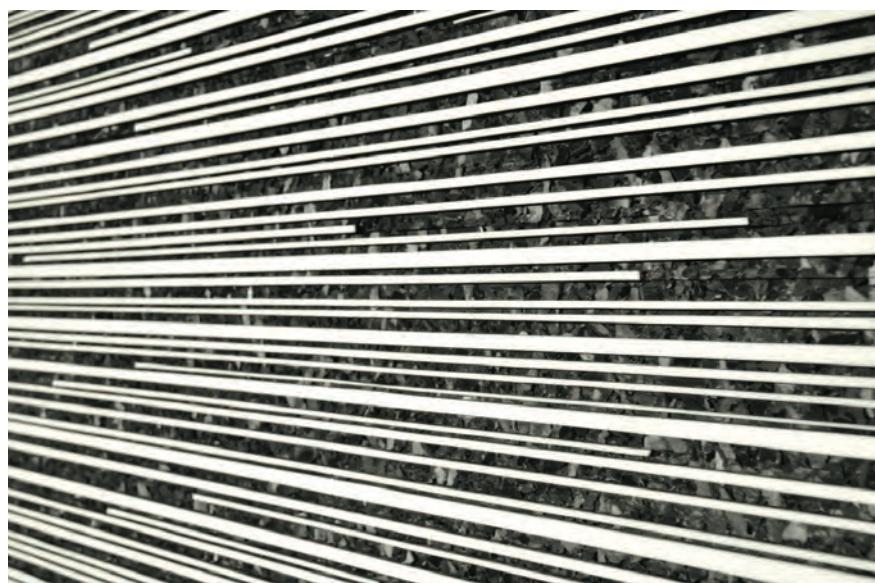
En musique, en sport comme en finance, on ne s'invente pas superstar ; on le devient après avoir baigné dans un biotope favorable et au prix d'un implacable labeur. Malheureusement pour les sélectionneurs de talents de la finance, l'excellence ne suffit pas à révéler le génie. En effet, la performance d'un gérant peut être simplement le résultat d'un gros coup de chance. Reconnaître la virtuosité d'un gestionnaire nécessite du temps. Plus une performance excelle sur le long terme, moins elle est susceptible d'être le fruit du hasard, et vice versa. Il est ainsi très difficile de juger de la qualité d'un rendement sur trois ans.

Pourtant, il est crucial d'arriver à reconnaître l'excellence d'un gestionnaire avant qu'elle n'éclate au grand jour, car on se heurte alors à d'autres écueils : une masse sous gestion gigantesque, une fortune personnelle considérable, ou une détérioration de la liquidité du portefeuille pour n'en citer que trois.

La solution à cette équation demande plus d'attention. Elle consiste à décortiquer soigneusement l'avantage compétitif, la gestion des émotions ainsi que l'organisation d'un gérant.

Déceler l'avantage compétitif

L'élément essentiel est de parvenir à comprendre d'où vient l'avantage compétitif (edge) d'un gérant. Prenons l'exemple d'un gérant actions : il faut saisir en quoi son analyse fondamentale d'une société se démarque des attentes du marché, et comment cet écart va évoluer dans le court et moyen terme. Trop souvent, un gérant qui analyse une nouvelle société a l'impression de découvrir un nouveau marché, un business exceptionnel, et décide logiquement d'acheter immédiatement le titre. Or, l'essentiel, ici, est de savoir si le marché possède déjà l'information. Car, dans ce cas de figure, la croissance des revenus de cette branche n'impliquera pas automatiquement de bons rendements, les marchés, efficient, ayant déjà anticipé le mouvement.



Julien Carpi - détail - carbone et époxy



«Votre formation = le succès pour vos assurés + votre passion.»



Que font les conseils de fondation pour s'informer? Ils lisent la presse spécialisée. Et ils se forment à un prix préférentiel. Grâce à un abonnement personnel à la «Prévoyance Professionnelle Suisse».

Fondées en 1987 par des acteurs du 2^e pilier, les Editions EPAS s'engagent pour une meilleure compréhension de la prévoyance professionnelle et des assurances sociales. Avec une information claire, compétente et axée sur la pratique.

Chaque mois, la «Prévoyance Professionnelle Suisse» informe les conseils de fondation et les collaborateurs des caisses de pensions sur toute l'actualité du 2^e pilier et des assurances sociales par des articles techniques et des dossiers d'approfondissement. Un abonnement personnel à la revue offre aux conseils de fondation l'occasion unique de satisfaire à leur devoir de formation continue (obligatoire depuis 2013) sans contraintes de temps ni de lieu.

De nombreux autres avantages sont attachés à un abonnement personnel. Par exemple la newsletter hebdomadaire «Prévoyance Actualités» grâce à laquelle vous êtes toujours au courant de l'actualité et de toutes les manifestations liées à votre domaine d'activité. Enfin, votre abonnement personnel des Editions EPAS est votre sésame qui donne accès à une vaste palette de formations, de colloques et de séminaires à des conditions préférentielles.

L'abonnement personnel: une bonne affaire pour tout conseil de fondation!

**PREVOYANCE
PROFESSIONNELLE
SUISSE**

**SCHWEIZER
PERSONAL
VORSORGE**

Editions EPAS Prévoyance Professionnelle
et Assurances Sociales SA
98, Rue de Saint-Jean · CP 5278 · 1211 Genève 11

VPS Verlag Personalvorsorge
und Sozialversicherung AG
Taubenhausstrasse 38 · Postfach 4242 · 6002 Luzern



Julien Carpi - carbone et époxy - 224 x 144 cm

Les analystes sell-side sont, de la même manière, sujets à des biais. Comme ils couvrent en permanence plus d'une centaine de sociétés, ils n'ont pas la possibilité d'effectuer une étude détaillée de chacune d'entre elles, ni de prendre le recul nécessaire en incorporant les tendances à long-terme du secteur (pensez à Apple). Leurs analyses se basent surtout sur les derniers trimestres et des ajustements marginaux sur les revenus et bénéfices. À l'inverse, un gérant qui ne se concentre que sur une vingtaine de titres peut approfondir son étude, déceler des changements de paradigme et, ainsi, voir au-delà de la myopie du marché.

Étudier l'homme derrière l'investissement

Chaque humain est un être sensible, livré aux sentiments et aux émotions les plus diverses. Or, celles-ci sont contre-productives dans les décisions d'investissements. L'expérience montre ainsi que nous sommes souvent davantage influencés par les données récentes (*anchoring*), facilement gagnés par les mouvements de foules, habités par la croyance dans la justesse de nos prédictions (*overconfidence*) ou par notre propension à chercher des informations qui confirment notre point de vue (*confirmation bias*).

La bonne nouvelle, c'est qu'il est possible d'identifier nos propres biais et que l'on peut s'attacher à les réduire. La plasticité de notre cerveau nous permet en effet de

nous adapter. Mais comme en sport ou en musique, il faut une décennie d'entraînements et d'efforts répétés pour parvenir à s'affranchir de ses propres biais et, ainsi, sortir du lot.

L'excès de confiance en ses propres jugements est un biais caractéristique des individus qui n'aiment pas le changement. Pour y remédier, ceux-ci peuvent essayer de réfléchir en termes de scénarios et de probabilités plutôt qu'en tablant sur une unique prédition. La tenue d'un journal permet aussi de systématiquement mémoriser les raisons de chaque investissement, la vision du marché à cet instant là et les risques de l'investissement.

Comprendre l'organisation

L'organisation du gérant de fonds est aussi l'un des éléments clé à observer. Beaucoup analysent le nombre de personnes employées, les systèmes mis en place et l'indépendance des fonctions. Mais il est primordial de d'abord comprendre les incitations induites par l'organisation.

Idéalement, on préfèrera un gérant qui gère son propre fonds et qui y a investi une bonne partie de sa fortune personnelle. Son approche relève de celle de l'entrepreneur, du professionnel, du patron plutôt que de l'employé ou de l'agent. Ses intérêts convergent avec ceux de l'investisseur : il cherche à maximiser les rendements à long-terme.

Malheureusement, trop d'organisations n'ont pas cette approche à l'image d'une bonne partie des fonds *long-only* ou de certaines grandes plateformes alternatives. Pourtant, le biais est évident : un gérant qui n'est pas investi dans son fonds bénéficiera des gains mais ne sera pas affectés par les pertes. En cas de catastrophe, au pire, il perd son poste créant ainsi une asymétrie favorable pour lui. L'organisation a ainsi intérêt à maximiser à court terme les revenus de leur activité plutôt que de maximiser la performance des fonds. Corollaire : ce type d'organisations plutôt que de se concentrer sur la performance va développer tout une gamme de produits de façon à toujours s'assurer un revenu.

Il est donc préférable de sélectionner une organisation dont les propriétaires sont aussi les gérants et où ses derniers sont fortement investis dans le fonds.

Savoir partir

Sélectionner un gérant c'est aussi savoir décliner le moment de s'en séparer. Hormis les critères classiques et non moins importants tels la performance, la source des rendements, le processus d'investissement ou les partenaires engagés, un élément primordial demeure la taille du fonds et de l'entreprise. C'est un très bon indicateur pour éviter une multitude de problèmes potentiels. Un petit souci dans un fonds modeste reste généralement un problème limité. Une position difficile de 5% pour un fonds de 100 Mio représente ainsi 5 Mio. Mais le même pourcentage pour un fonds de 10 Mia équivaut à un montant de 500 Mio. Or, s'il est aisément de trouver de la liquidité pour une position de 5 Mio, il n'en est évidemment pas de même pour 500 Mio.

Une organisation de grande taille signifie aussi plus d'investisseurs à recevoir, plus de personnel à gérer, plus de contreparties à avoir, autant d'éléments susceptibles de distraire le gérant et de diluer la performance du fonds. Rares sont les gérants capables de régir cette croissance sans mettre en péril leur entreprise. D'autres signes tels l'ego d'un gérant qui enflé, une arrogance croissante ou un burn out doivent immédiatement alerter l'investisseur quant à la pertinence de son engagement dans le fonds.

Identifier des gestionnaires talentueux n'est ainsi pas chose facile surtout si on ne se contente pas de sélectionner les stars du moment. Car en finance comme en sport et en musique, le talent ne se révèle qu'après plusieurs décennies d'entraînements acharnés. Savoir le reconnaître s'avère donc aussi un talent qui nécessite son lot de sueur... ■

Décarbonisation des portefeuilles : pour que demain ne meure jamais



par

Hervé Guez

Directeur de la Recherche Investissement
Responsable de Mirova

Natixis Global Asset Management

Introduction

Alors que les négociations préalables au sommet climatique de Paris (30 novembre – 11 décembre) se préparent, de nombreux investisseurs réfléchissent à la notion de risque carbone dans leur stratégie. La conviction qu'il faut « décarboner » les portefeuilles financiers semble dorénavant avoir une place dans le débat et est aujourd'hui relayée par de nombreuses initiatives d'investisseurs : Portfolio Decarbonization Coalition, Montréal Pledge, Divest/ Invest Pledge. Toutefois, si l'on veut faire preuve d'efficacité en la matière, il est nécessaire de bien comprendre les raisons qui sous-tendent cette volonté affichée par les acteurs de l'industrie financière de réduire l'em-

preinte carbone de leurs portefeuilles. En d'autres termes, quelles sont leurs motivations profondes ?

La fin influence les moyens

Trois principales motivations peuvent être à l'origine d'une démarche d'investissement responsable : économique, financière et éthique. Seule la conjonction de ces trois objectifs permet de créer une motivation forte, susceptible de déboucher sur des actions concrètes.

Ces trois motivations ne sont pas dissociables. Sur le plan économique, les changements climatiques auront des conséquences qu'on ne peut ignorer. Sur le plan stricte-

ment financier, l'évolution de la réglementation des industries intensives en carbone affectera la valeur de nos portefeuilles. Sur le plan éthique enfin, notre place dans l'économie et notre implication dans la société impliquent une responsabilité et nous engage à apporter des solutions pour lutter contre le changement climatique.

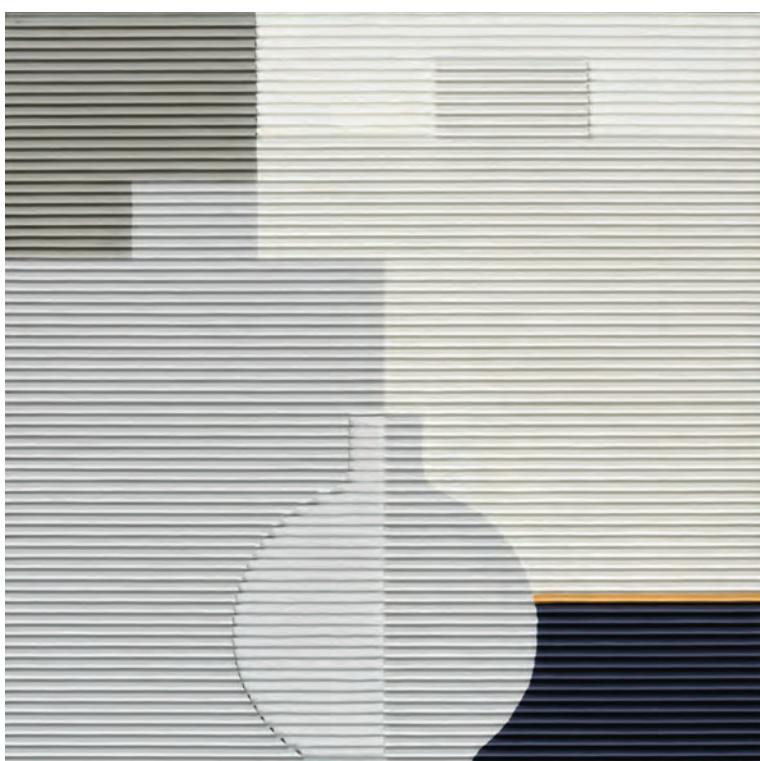
À l'heure actuelle, seule la motivation financière semble claire. Les intervenants financiers ont pris conscience du risque réglementaire, nettement moins du risque climatique, et peu sont mis par le sens d'une responsabilité. Les investisseurs recherchent donc des solutions permettant de réduire le risque carbone de leurs portefeuilles, en limitant par exemple l'exposition aux sociétés ou aux secteurs les plus intensifs en carbone et en surpondérant, à l'inverse, les secteurs supposés les moins émissifs.

De telles stratégies ne suffisent pas. Cette dé-carbonisation « à la marge » n'est à la hauteur ni des enjeux économiques et climatiques actuels, ni de la responsabilité qui est la nôtre. Il y a deux raisons qui expliquent cela.

L'empreinte carbone : un sujet complexe

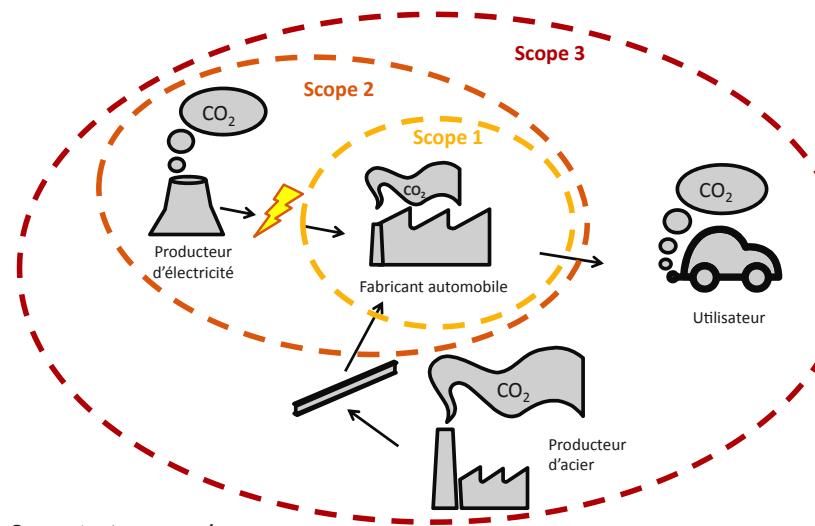
Évaluer les émissions de carbone d'un portefeuille est une tâche complexe. La plupart des méthodes utilisées actuellement se concentrent sur les émissions directes. Ainsi, l'impact d'une société pétrolière se limitera aux émissions de carbone provenant de ses activités d'extraction et de raffinage, tandis que celui d'un fabricant d'éoliennes ne tiendra pas compte des réductions d'émission de gaz à effet de serre (GES) que ces éoliennes généreront pendant des décennies. Si l'on applique ces méthodes, on obtient des classements qui attribuent le risque carbone le plus élevé à des sociétés telles que les producteurs de ciment, et placent en bas de l'échelle des émissions de GES les médias... et les banques.

Qu'est-ce que cela implique concrètement ? Que, pour décarboner un portefeuille, il suffirait de sous-pondérer l'industrie cimentière au profit du secteur bancaire. Peut-on estimer que c'est une solution satisfaisante pour financer la transition énergétique ? Certainement pas.



Magdalena Rubin - 77 x 77 cm

Schéma 1 : Illustration des scope 1, 2 et 3 d'un fabricant automobile



Scope 1 : émissions directes

Scope 2 : émissions indirectes liées à la consommation de l'électricité, de la chaleur ou de la vapeur nécessaire à la fabrication du produit

Scope 3 : aux autres émissions indirectes telles que l'extraction de matériaux achetés par l'entreprise pour la réalisation du produit ou les émissions liées au transport des salariés et des clients venant acheter le produit

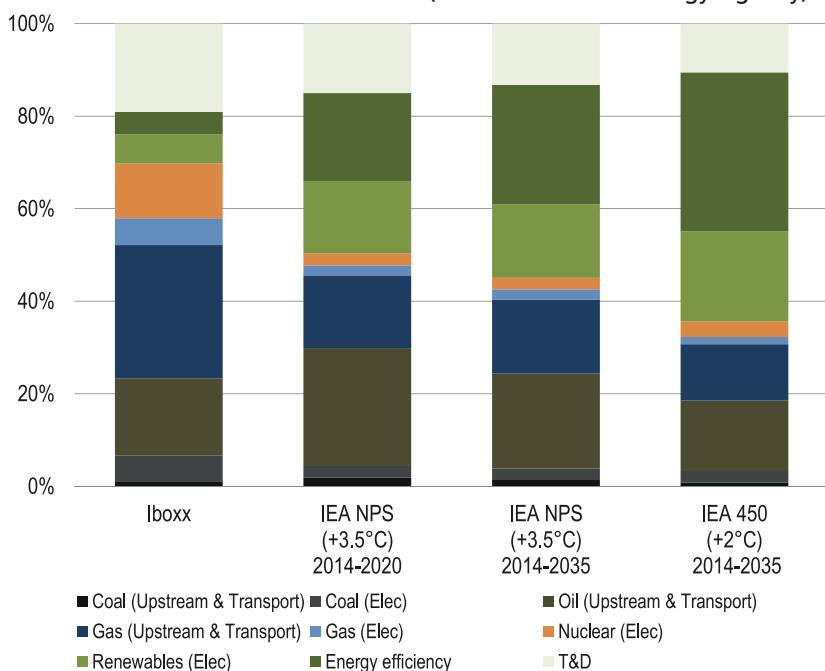
La méthodologie « best in class » – qui consiste à sélectionner, dans chaque secteur, les sociétés ayant les émissions les moins élevées, tout en conservant une répartition sectorielle neutre par rapport au marché – n'est pas non plus exempte de reproche. La neutralité sectorielle est par essence une forme de non-engagement qui n'encourage pas suffisamment l'innovation et la transition énergétique.

La réduction de l'impact carbone d'un portefeuille par l'élimination des sociétés les plus polluantes n'est pas satisfaisante et peut même s'avérer contre-productive. En effet, les secteurs les plus émissifs sont précisément ceux sur lesquels il faut se concentrer et qui demandent une réflexion particulière. Plutôt que de se satisfaire de méthodologies incomplètes et d'investir dans des sociétés faiblement émissives, nous pensons que la lutte contre le changement climatique nécessite une réallocation significative des investissements en faveur des énergies renouvelables et des projets d'efficacité énergétique. Ce changement de cap orienterait l'épargne vers les sociétés et les projets accélérant la transition énergétique et vers les entreprises offrant des produits et des services qui réduisent significativement et de façon mesurable les émissions de GES. Afin d'identifier ces sociétés, il est primordial d'en comprendre l'impact réel.

termes, il s'agit de mesurer l'empreinte carbone globale de leur business model.

Une autre méthodologie consiste à mesurer l'impact carbone en tenant compte des émissions directes et indirectes de gaz à effet de serre sur l'ensemble du cycle de vie des produits. Concrètement, qu'est-ce que cela signifie ? Imaginons que nous comparions un important producteur d'énergie hydroélectrique et une grande entreprise pétrolière. Les émissions de gaz à effet de serre de la première (pourtant bien plus petite) sont beaucoup plus élevées que celles de la seconde, de l'ordre du simple au double. Cette méthodologie indique en revanche que les émissions de carbone évitées par le producteur d'électricité sont 1,4 fois supérieures à celles qu'il a effectivement émises, tandis que la société pétrolière n'est parvenue à éviter aucune émission. Cela démontre que le business model de l'une contribue à la transition énergétique, mais pas celui de l'autre. **Nous sommes convaincus que ce ratio – émissions évitées/émission réelles –, est un indicateur bien plus intéressant que le seul volume d'émissions directes.**

Schémas 2 : comparaison de la partie énergie de l'indice iboxx avec différents scénarios d'investissements AIE (IEA International Energy Agency)



La barre Iboxx donne une estimation de la répartition des investissements dans l'énergie pour l'indice.

Les barres IEA NPS 2014-2020 et IEA NPS 2014-2035 donnent la structure des investissements nécessaires à l'accomplissement du scénario NPS (+3.5°C) sur les périodes considérées.

La barre IEA 450 2014-2035 donne la structure des investissements nécessaires à l'accomplissement du scénario 450 (+2°C) sur la période 2014-2035.



Carles Valverde - acier



La gestion passive, un frein à la décarbonisation

L'importance de la gestion passive constitue un deuxième obstacle à la décarbonisation. Il apparaît assez tentant de réduire l'impact carbone d'un portefeuille tout en s'éloignant au minimum des indices de marché. Cette combinaison de gestion passive et de décarbonisation est parfois considérée comme un premier pas tout à fait satisfaisant de la part des grands investisseurs institutionnels.

Nous pensons au contraire que les investisseurs sont en mesure d'accepter des déviations par rapport aux indices de marché. Le succès rencontré ces dernières années par les approches de type « smart beta » ou indices intelligents (stratégie Minimum Variance par exemple) en sont un bon exemple. Ces indices intelligents dévient en effet de façon significative des indices boursiers traditionnels. La tracking error d'une stratégie minimum variance, par exemple, est d'environ 6%. Cela prouve que les investisseurs sont prêts à accepter de s'écartez des indices de référence lorsque cela permet d'atteindre un résultat : en l'occurrence, la réduction du risque financier. Pourquoi ne pourraient-ils pas accepter des écarts du même ordre pour réduire leur impact carbone ?

Relever le défi du changement climatique exige une réallocation des investissements. La transition énergétique nécessite des investissements massifs, mais il s'agit en réalité de réallouer des investissements plutôt que d'en augmenter le volume, d'investir moins dans des sociétés ou des secteurs dont les business models ne sont pas viables à long terme, afin d'investir plus dans celles et ceux offrant des solutions réelles. Un rapport publié par le *Green Growth Action*

Alliance, un partenariat public-privé destiné à renforcer les investissements privés dans les secteurs « verts », révèle ainsi que 90% des investissements nécessaires à la transition énergétique seraient en réalité satisfaits par des réallocations d'investissements existants. Autrement dit, il est moins utile d'aller chercher de nouveaux financements que de convaincre les investisseurs d'orienter leurs portefeuilles dans la bonne direction. Le secteur financier joue naturellement un rôle de premier plan. Ses intervenants doivent accepter l'idée qu'aucune solution ne peut émerger d'un « business as usual », même ajusté, ou marginalement adapté, et prendre conscience qu'une réallocation significative des actifs sera nécessaire.

Un soutien public nécessaire

Ce changement nécessite évidemment un soutien des pouvoirs publics. Au niveau national comme international, ceci implique des mesures destinées à rendre plus attractifs les investissements favorables à la transition énergétique, ainsi que des actions susceptibles de faire émerger des normes et favoriser l'harmonisation.

Des progrès ont été faits, telle que la création des Fonds européens d'investissement de long terme (FEILT). Ces nouveaux véhicules de financement destinés aux investisseurs institutionnels devraient accroître les capitaux disponibles pour les sociétés et les projets d'infrastructures à long terme qui représentent encore une part trop marginale des portefeuilles des investisseurs institutionnels. Toutefois, trop de régulations ne prennent pas du tout en compte les risques carbone et climatique. Les sociétés d'assurances demeurent par exemple très limitées par leur réglementation de solvabilité. La remise en question de ces réglementations

permettrait de libérer, ou au moins de favoriser, les investissements dans les énergies renouvelables.

De même, l'actuelle consultation sur l'union des marchés de capitaux (UMC) nous paraît relativement décourageante. Elle s'intéresse aux marchés de capitaux comme s'ils étaient indépendants du reste de l'économie, elle vise à en améliorer le fonctionnement sans jamais soulever la question de leur utilité. L'efficacité des marchés de capitaux ne peut pas être un objectif en tant que tel, elle se justifie par les possibilités qu'elle offre, notamment en matière de financement de sociétés et de projets de développement durable. Nous souscrivons donc pleinement à l'idée d'un marché uniifié et durable des capitaux durables.

Enfin, il est essentiel que les investisseurs puissent facilement identifier et choisir les produits financiers « positifs ». Certains portent déjà des noms évocateurs, de nature à guider les investisseurs : obligations vertes par exemple. Ces dénominations sont toutefois attribuées par les émetteurs eux-mêmes. L'investissement durable bénéficierait de la mise en œuvre de normes, d'appellations vérifiées et d'indices spécialisés crédibles.

Des solutions réelles pour décarboner les portefeuilles et faire progresser la lutte contre les changements climatiques existent. Les obligations vertes, les fonds d'énergies renouvelables, les fonds d'actions vertes témoignent d'une offre croissante élaborée par le secteur financier à l'attention des investisseurs prêts à faire de vrais choix. Par « vrais choix », nous n'entendons pas une évolution marginale des portefeuilles actuels, qui permettrait d'en limiter le risque. Nous entendons au contraire des choix éclairés et structurants, basés sur des méthodes d'évaluation fiables des émissions de carbone ; des choix qui permettraient une réallocation significative des actifs et soutiendraient ainsi le financement de la transition énergétique. Les actions des gouvernements et des autorités de réglementation devraient permettre aux investisseurs d'effectuer ces choix. La prise de conscience générale que nous constatons actuellement et les multiples initiatives qui en découlent doivent permettre au secteur financier de progresser substantiellement. ■

ILS

Une allocation contre vents et marées



par

Arnaud d'Anterroches

Directeur commercial Suisse romande

Schroder Investment Management (Switzerland) SA

Août 1992, l'ouragan Andrew ravage les côtes de Louisiane et de Floride, tuant sur son passage 65 personnes et causant 45 milliards de dollars de dégâts. Il demeura l'ouragan le plus couteux de l'histoire jusqu'au passage de Katrina sur les côtes de Louisiane en 2005 qui entraîna la mort de près de 2'000 personnes, inonda la Nouvelle Orléans et causa pour 108 milliards de dollars de dommages, devenant alors l'ouragan le plus cher de l'histoire des États-Unis.

Mais non content de balayer côtes, bâtiments et infrastructures, Andrew a également failli emporter dans sa tempête 11 compagnies d'assurances, insuffisamment capitalisées pour couvrir les dégâts assurés. Suite à cet épisode tragique de 1992, des compagnies d'assurances et de réassurances ont commencé à transférer sur le marché des capitaux certains risques extrêmes occasionnés par des phénomènes naturels et à les céder à des investisseurs en tant que risques assurables titrisés. Ceci a marqué le début du marché des titres adossés à des polices d'assurances, en anglais: Insurance-Linked Securities ou « ILS ».

En comparaison d'autres marchés plus traditionnels, les ILS représentent un segment plus étroit mais en croissance rapide. La part de marché croissante de ces derniers titres en comparaison de la réassurance « traditionnelle » et, d'une manière plus générale, l'augmentation des biens assurés et de leur valeur marchande ainsi que des évolutions intervenues en termes de contrôle de ces marchés (par ex. Solvency II) ont contribué à une croissance continue de l'offre de ces produits financiers. Les ILS sont désormais acceptés par les assureurs comme une alternative valable à la réassurance traditionnelle et, par conséquent,

nombre d'assureurs font maintenant usage de ces deux formes de transfert de risque. Et la demande de cette classe d'actifs augmente elle aussi : une bonne diversification par rapport aux classes d'actifs traditionnels et des rendements stables attirent un nombre toujours plus grand d'investisseurs vers les titres liés à une assurance. Le marché des ILS est actuellement estimé à 85 milliards de dollars. On anticipe pour les 3 à 5 années à venir une croissance annuelle de 15 – 20%.

Qu'est-ce donc exactement que ce marché ? Quels en sont les moteurs de rendement et les facteurs de risque ? Pourquoi et comment faudrait-il en intégrer dans l'allocation d'une caisse de pension suisse ?

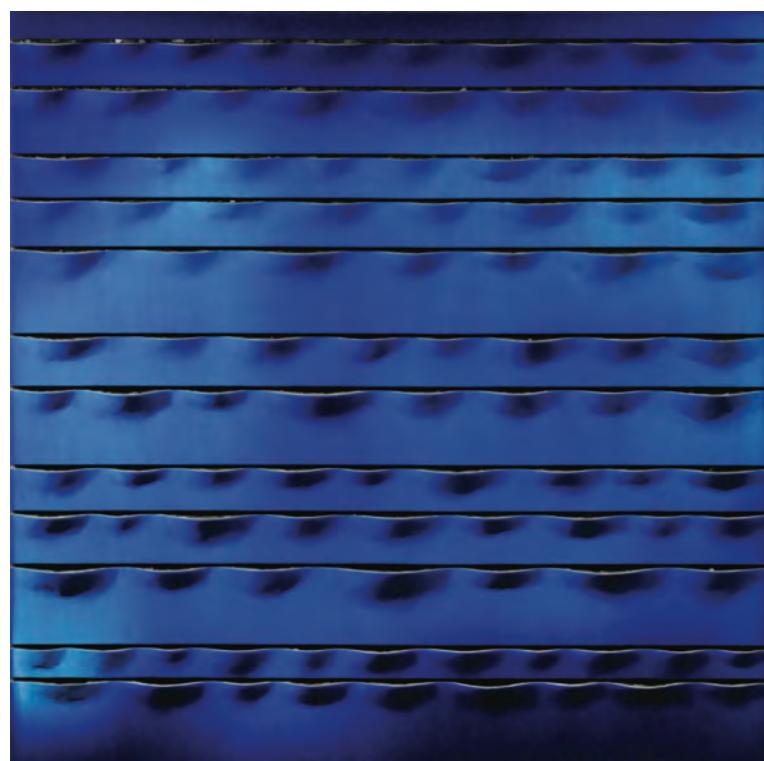
Typologie

2 éléments sont à considérer pour analyser ces instruments :

(i) leur liquidité et (ii) les risques couverts.

Les instruments les plus liquides, car plus standardisés et largement échangés, sont les « cat-bonds » ou obligations couvrant un risque de catastrophe naturelle, généralement émis pas des compagnies d'assurances ou de réassurance. Ces obligations sont négociées chaque jour par des courtiers, qui publient également toutes les semaines leur prix d'achat et de vente. Ils représentent aujourd'hui un marché d'environ 25 milliards de dollars.

Ils sont suivis par ce que l'on appelle les « Cat Bond Lite » qui sont des obligations couvrant des risques de catastrophes naturelles et ayant pour caractéristique un volume d'émission inférieur. À la différence des « Cat Bonds » standards, auxquels peuvent prendre part un groupe étendu d'« investisseurs institutionnels qualifiés », les « Cat Bonds Lite » sont des dispositifs auxquels ne prennent habituellement part que des petits groupes d'investisseurs regroupés sous forme d'entente. Par conséquent, les « Cat Bond Lite » ont une liquidité plus faible que les « Cat Bonds » standards.



Julien Carpi - carbone et époxy - 72 x 72 cm

D'un autre côté, les « Cat Bond Lite » couvrent souvent d'autres risques, ce qui a un effet en termes de diversification et améliore la structure de risque et de rendement. Ce marché représente environ 10 milliards de dollars.

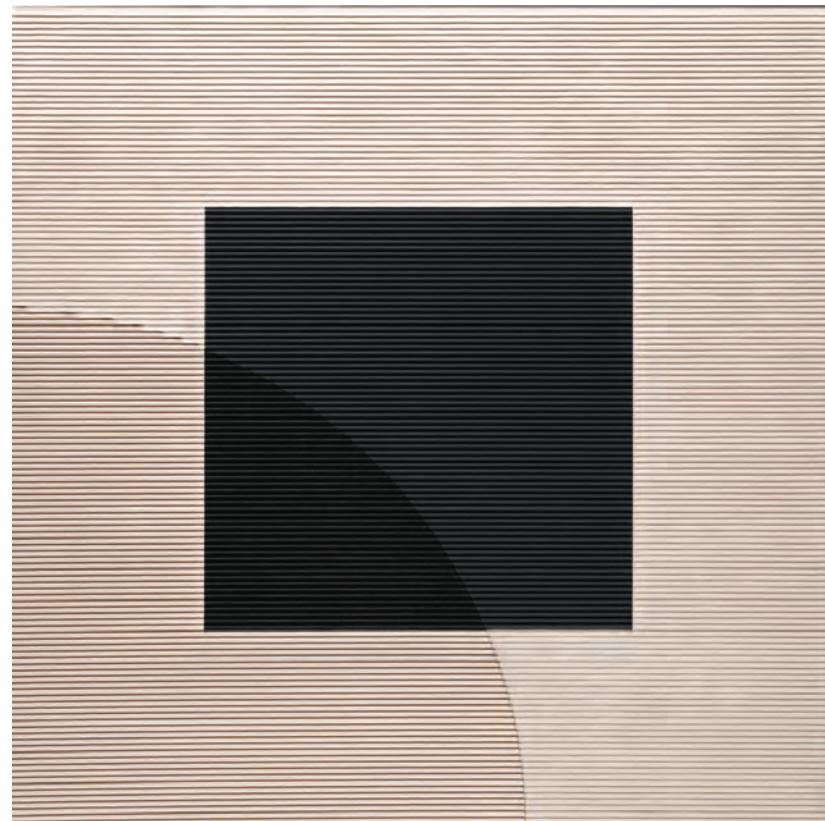
On trouve enfin les transactions privées, contrats de gré à gré de transfert de risque entre des compagnies d'assurance ou de réassurance et des investisseurs institutionnels et qui ne sont pas négociables. En termes de duration, les cat-bonds sont souvent émis à taux variable avec une maturité à trois ans, alors que les transactions privées sont essentiellement des contrats couvrant une année. Le marché des transactions privées offre une gamme étendue en termes de risques couverts (en lien aux catastrophes naturelles), d'étendue du risque (transactions à risque élevé ou présentant au contraire peu de risques) et de cédants des risques. Du point de vue de l'investisseur, ce secteur de marché offre encore un niveau supplémentaire de diversification par rapport aux « Cat Bonds » ou aux « Cat Bonds Lite ». La profondeur actuelle de ce marché est estimée à 50 milliards de dollars.

Trois types de risques sont essentiellement transférés au marché via les ILS.

Les catastrophes naturelles liées au climat (tempêtes tropicales, cyclones, ouragans, tempêtes hivernales en Europe, tornades aux États-Unis, typhons en Asie, inondations) et les autres catastrophes naturelles (tremblements de terre, incendies en Australie, volcans) représentent l'essentiel de la classe d'actifs.

Viennent ensuite les autres risques de catastrophes : il s'agit d'un segment plus étroit mais en croissance et qui recouvre les risques provenant des activités humaines (aviation, navigation, automobile, exploitation de plateformes pétrolières).

On trouve enfin l'assurance vie avec deux modèles. Dans le premier modèle, l'investisseur reçoit une prime et paye un capital en cas de survenue du décès. Ce modèle couvre les risques de mortalité extrême (pandémie), mortalité accrue et longévité. Souvent, les dispositifs de titres liés à une assurance-vie sont, en tant que besoin de financement



Magdolna Rubin - 120 x 120 cm

pour les compagnies d'assurance sur la vie, structurés de telle manière que les compagnies d'assurance sur la vie cèdent aux investisseurs notamment le risque d'annulation, c'est-à-dire le risque qu'un nombre relativement important / très important (supérieur à ce qui est attendu) de polices d'assurance soient annulées, et que par conséquent, les recettes correspondantes manquent à la compagnie d'assurance vie.

Dans le second modèle, plus connu sous le nom de « life settlement », l'investisseur achète un capital avec une décote, paye une prime et reçoit un capital intégral en cas de survenue du décès. Il existe une controverse éthique sur ce second modèle. Les instruments émis peuvent couvrir un risque unique « single-péril » ou une combinaison de risques et sont alors appelés « multi-périls ».

Les principales catastrophes naturelles couvertes se concentrent dans les zones les plus densément peuplées des pays développés où les populations sont plus assurées. Les deux principaux périls couverts par l'ILS sont donc les cyclones et les tremblements de terre aux États-Unis.

Structure

Les ILS sont des instruments principalement structurés sous la forme d'une obligation. Le capital payé par l'investisseur est détenu par un véhicule spécial (SPV) qui reçoit aussi les primes payées par les compagnies d'assurances et les transfère sous forme de coupons aux investisseurs. En cas de survenue du péril, le capital est alors payé par le SPV. Le capital des investisseurs étant détenu par une personne juridique spécifique, il est immunisé en cas de défaut de la compagnie d'assurance émettrice. Ceci est également positif pour la compagnie d'assurance qui est sûre que le risque couvert est intégralement collatéralisé. Le capital n'est donc soumis qu'au risque de l'aléa du ou des périls couverts par le contrat d'assurance.

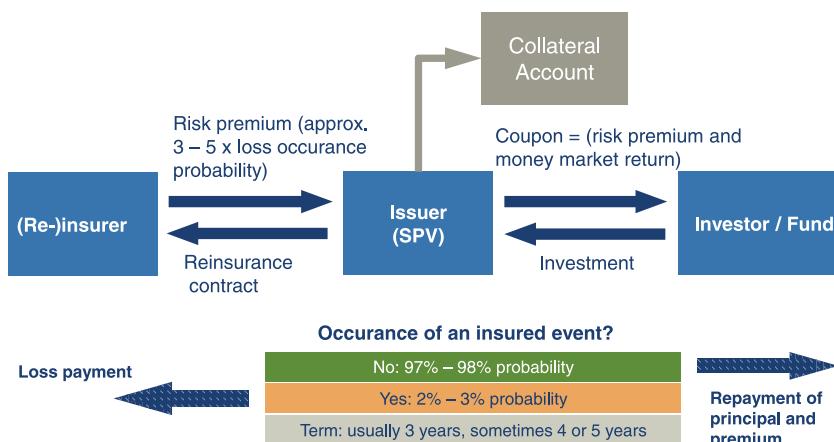
Le capital est appelé pour couvrir un risque qui s'est matérialisé à l'occasion de la survenance de l'événement couvert :

- Le montant des dommages couverts suite à la survenance d'un événement naturel est, pour l'émetteur de l'obligation (le « sponsor »), supérieur à un seuil minimum stipulé dans le contrat de réassurance. Jusqu'à ce seuil, les pertes sont

Exemple d'un cat bond

Structure of a cat bond

Tradable ILS



Source : Schroders, Secquaero Advisors

prises en charge par les franchises d'assurance des compagnies d'assurance et par les réassureurs habituels.

– Les pertes de l'ensemble du secteur des assurances – et non pas les pertes spécifiques du (ré)assureur – dépassent un seuil minimal stipulé dans contrat de réassurance suite à la survenance d'un événement naturel. Le versement (partiel) du capital investi sera transmis au sponsor de l'obligation, mais au cas présent ce versement est défini par la notion correspondante de « dommage pour tout le secteur des assurances ». Ainsi, le sponsor de l'obligation n'a aucun intérêt, en cas de catastrophe naturelle, à accepter une déclaration de dommage « disproportionnée » par rapport au dommage, sachant que celui-ci est couvert par l'obligation émise.

– La mesure physique des caractéristiques de l'événement naturel, par exemple la vitesse du vent ou la pression atmosphérique lors d'un ouragan, a dépassé le seuil stipulé contractuellement sur un lieu géographique déterminé dans le contrat de réassurance.

Étant donné la structure de la transaction et l'ampleur des risques cédés dans ces trois cas, un versement (partiel ou total) du capital investi n'intervient « que » en cas d'événements extrêmes. Cela s'explique par le fait que de telles obligations sont utilisées par les compagnies de (ré)assurance pour

se couvrir contre des événements naturels de nature extrême dont la probabilité de survenance est faible, mais pour lesquels le montant des dommages couverts est relativement élevé.

Cela signifie aussi que le capital des investisseurs dans des titres liés à une assurance n'est affecté qu'en cas de survenance d'un événement naturel extrême. Sur une perspective historique, les ouragans graves (catégorie 3 ou plus) surviennent tous les 20 - 30 ans, tandis que les tremblements de terre graves ne surviennent que tous les 200 ans, et même moins fréquemment encore pour nombre d'entre eux.

Les particularités de la gestion d'un portefeuille ILS

Un investissement en ILS consiste-t-il juste à faire un pari sur la survenue ou non d'un événement extrême ? Ce n'est évidemment pas si simple que cela ! Le gérant d'un portefeuille d'ILS gère essentiellement le risque, et plus particulièrement le risque extrême ou risque de queue de distribution. Le gérant d'ILS va construire un portefeuille qui, dans la vaste majorité des cas, ne subira pas de perte ou dont les pertes seront très limitées en cas de survenance d'un événement couvert. En revanche, il va s'assurer que dans le cas d'un événement sérieux, c'est-à-dire très rare et très coûteux (tremblement de terre de 1906 à San Francisco, ouragans Andrew en 1992 ou Katrina en 2005) le transfert de risque

s'opère vers l'ILS (c'est le but de l'opération) sans que son portefeuille ne soit trop affecté. Cela paraît simple, mais nécessite de véritables compétences en assurances, réassurances et compréhension des catastrophes naturelles afin de modéliser les risques et les pertes encourues dans un univers où, par définition, les statistiques sont rares. Le gérant actif va donc devoir mener ses analyses afin de répondre aux deux questions suivantes :

1. L'ILS lui-même compense-t-il suffisamment l'investisseur pour le risque qu'il modélise ?
2. Au sein du portefeuille, cet ILS diversifie-t-il assez les facteurs de risque existants et ne surpondère-t-il pas trop les risques sur une région ou un type de péril ?

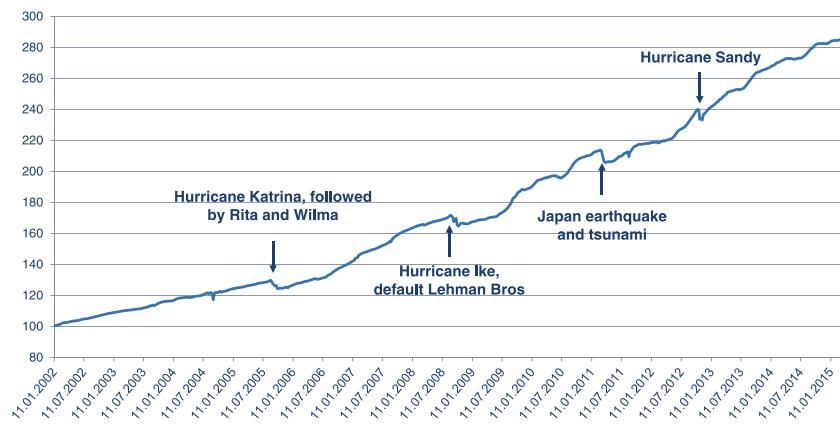
Le gérant actif va enfin pouvoir prendre en compte la saisonnalité inhérente à certains périls, notamment ceux liés à la météo (ouragans, cyclones, typhons, inondations...) au cours d'une année. Par exemple, il va allouer moins de capital sur le risque de cyclone dans l'Atlantique Nord à partir de mai, et réinvestir à la fin de la saison des ouragans où il sera compensé pour un risque qui n'existe plus jusqu'à la saison suivante.

Intérêt dans le cadre du portefeuille d'une caisse de pension

L'article 71, Al 1 de la Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle, vieillesse, survivants et invalidité (LPP) et l'article 53 e de l'Ordonnance sur la prévoyance professionnelle, vieillesse, survivants et invalidité (OPP2) disposent que les ILS, tout comme les hedge funds, le private equity, l'infrastructure et les matières premières sont des placements autorisés et entrent dans la catégorie « placements alternatifs ».

Dans un univers de rendements nuls à négatif et de cherté relative de la quasi-totalité des classes d'actifs, les insurance-linked securities offrent encore un rendement intéressant. Depuis janvier 2002 jusqu'au 31 mars 2015, le Swiss Re Cat Bond Index a affiché une performance annualisée de 8.3% avec une volatilité inférieure à 3%. Les ILS apportent également une vraie décorrélation, les facteurs fondamentaux

Performance de l'indice Swiss Re Cat Bonds



de valorisation de ces instruments étant presque indépendant des classes d'actifs et des marchés financiers traditionnels.

Dans le contexte actuel de taux extrêmement bas, les différents instruments émis dans cette classe d'actifs offrent aussi une protection relative contre une hausse des taux. Ils sont émis à taux variable, LIBOR+ $x\%$ en fonction du risque couvert et ont une maturité très courte : les cat-bonds sont souvent émis avec une échéance à 3 ans et les transactions privées ont un terme excédant rarement une année.

Les rendements historiques, même s'ils sont actuellement proche des plus bas des 5 dernières années (**voir Illustration 1, « Rendement des Cat Bonds », ci-dessous**), se situent encore dans la fourchette haute de leur histoire, comme le montre le graphique de **l'illustration 2 « Rendement à long terme »** (ci-contre). En outre, avec le développement du marché des ILS, il faut s'attendre à l'avenir à un raccourcissement de la durée d'ajustement des rendements après une catastrophe.

En outre, les ILS offrent un rendement supérieur à celui des obligations traditionnelles et similaire à celui des obligations à haut rendement, mais avec une volatilité bien plus faible (**Illustration 3**).

Enfin, il faut comprendre la signification de la notation d'un ILS : Une probabilité de défaut de 1% correspond à la survenue d'un événement d'une intensité exceptionnelle, qui n'arrive qu'une fois tous les 100 ans. Ceci n'a intrinsèquement pas la même signification que la probabilité de défaut d'une société

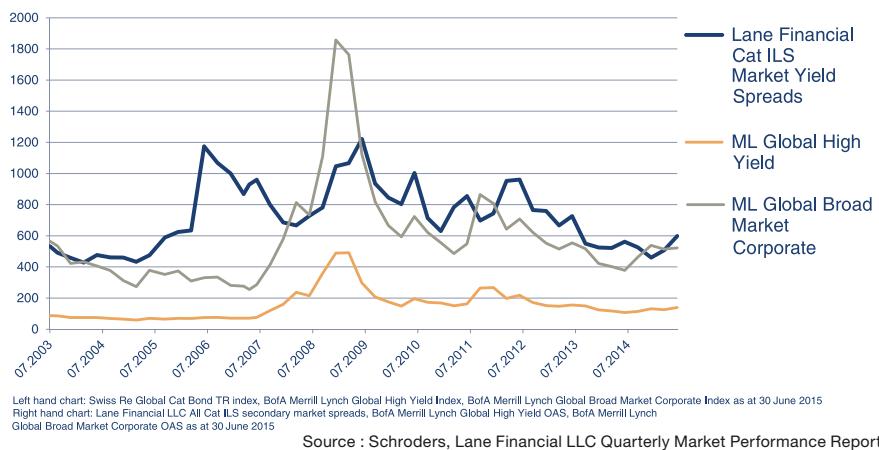
sur ses obligations, que l'on peut en outre plus facilement anticiper, mais entraîne la même notation.

Cependant, l'un des avantages majeurs des ILS en tant que classe d'actifs, est leur réelle décorrélation par rapport aux autres classes d'actifs que l'on trouve traditionnellement dans l'allocation des investisseurs institutionnels. Le tableau ci-dessous compare la performance et la volatilité de chacune des classes d'actifs, et met surtout en évidence 2 aspects :

1. Les ILS ont une volatilité bien plus faible que les autres classes d'actifs.
2. Ils ont une dynamique qui est quasiment indépendante des marchés financiers traditionnels, car les fondamentaux qui les font évoluer sont par nature non financiers.

Ce tableau démontre effectivement que, non seulement près de 9 fois sur 10 les ILS affichent une performance positive alors

Illustration 1 – Rendement des Cat Bond (Lane Financial All Cat ILS Market Spreads Index)



que les autres classes d'actifs subissent une perte, mais également que l'amplitude des corrections est bien plus limitée et peut donc se remonter plus facilement.

Perspectives

Quel serait enfin l'impact du réchauffement climatique et de l'accélération de l'urbanisation côtière de la population mondiale sur le rendement des ILS et sur les risques couverts ?

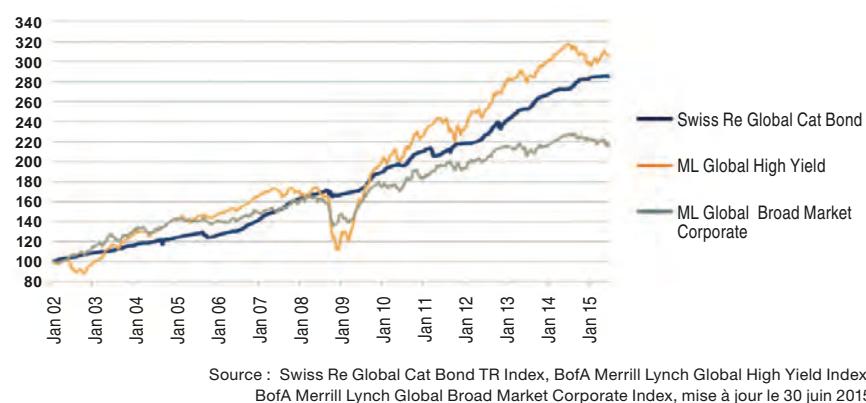
Il ne fait guère de doute que le réchauffement climatique aura un effet à long terme sur la survenue d'événements extrêmes, et affectera dans la durée le marché de l'assurance. Les différentes recherches menées sur les effets du réchauffement climatique n'ont cependant pas abouti à des résultats concordants sur les effets de ce phénomène de long terme, notamment en ce qui concerne la fréquence, la trajectoire et l'intensité des événements extrêmes. Par exemple, une étude publiée en 2011 par Simon Wang¹, professeur associé en dynamique du climat et risques extrêmes à l'Université d'Utah conclut au fait que le réchauffement climatique conduirait à une augmentation du nombre de tempêtes dans l'atlantique, mais qu'un nombre inférieur atteindrait les côtes.

Parallèlement, d'autres éléments affectent le marché de l'assurance et de la réassurance. C'est notamment le cas des évolutions démographiques et géographiques, avec une population mondiale qui s'accroît, s'enrichit, s'urbanise en se rapprochant des côtes. Des événements extrêmes plus fréquents survenant sur des zones plus

Illustration 2 – Rendements à long terme (Guy Carpenter Property Global Catastrophe Rate Index)

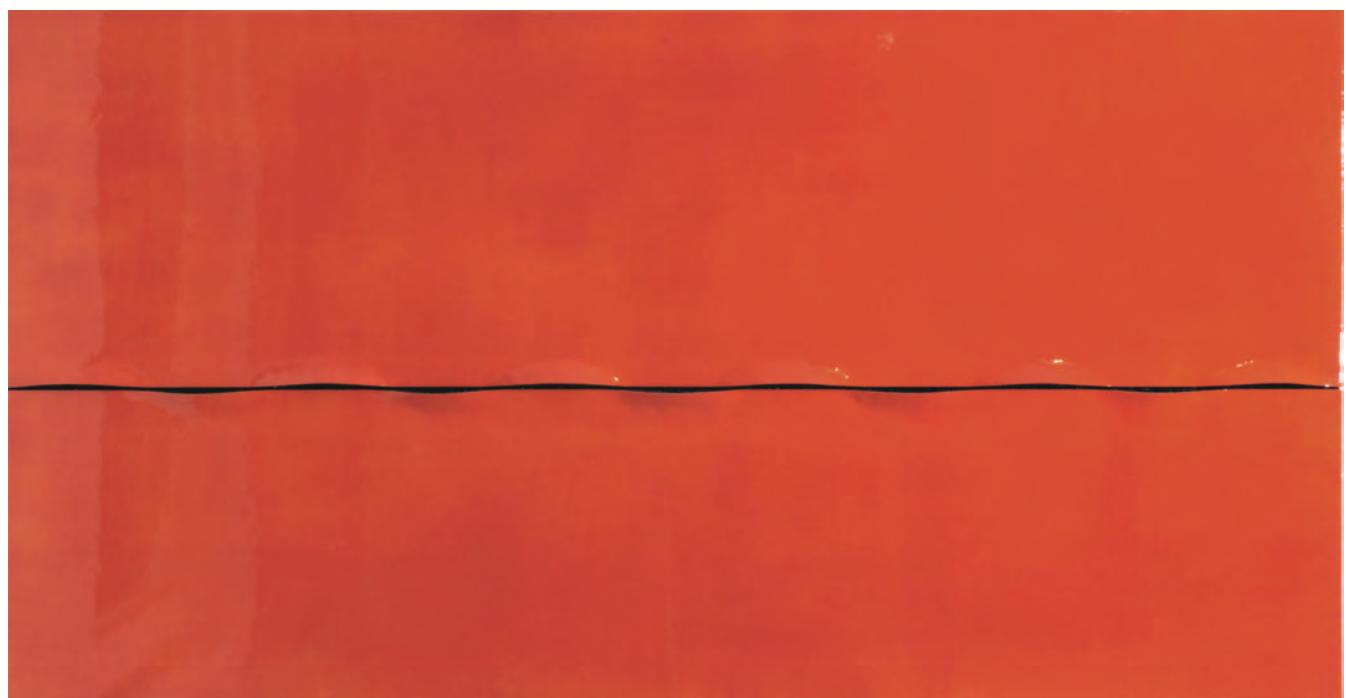


Illustration 3 – Evolution de la valeur des Cat Bonds en comparaison des obligations à long terme et des obligations d'entreprises de haute qualité



densément peuplées et mieux assurées, et dotées d'infrastructures plus couteuses pourront modifier en profondeur le marché de l'assurance et de la réassurance. Un certain nombre de phénomènes climatiques connus qui ont une influence à plus court terme sur l'occurrence d'événements extrêmes, mais qui sont déjà intégrés dans les modèles de risque et de valorisation des assureurs tels que le phénomène ENSO (ou « El Nino ») (modification de température de surface dans le Pacifique Sud), le phénomène NAO (North Atlantic Oscillation) (phénomène de pression dans l'Atlantique Nord) ou encore AMO (Atlantic Multidecadal Oscillation) (phénomène lié à la température de surface de l'Atlantique Nord).

À court terme donc, le réchauffement climatique ne devrait pas affecter le marché de l'ILS car les instruments émis ont une durée beaucoup trop courte (1 à 3 ans) pour être directement impactés par un phénomène se produisant sur le long terme. Mais il est certain, à plus longue échéance, que l'ensemble des phénomènes climatiques et démographiques aura un effet sur le marché de l'ILS, lui offrant plus de profondeur en raison de l'augmentation des risques transférés, mais également en provoquant une modification des primes, les investisseurs



Julien Carpi - 109 x 211 cm

demandant plus de compensation par unité de risque encouru.

Conclusion

En conclusion, les ILS sont une classe d'actif originale, en développement rapide, et encore peu présente dans les allocations des caisses de pension suisses, même si elle commence à se frayer son chemin. Elle offre des caractéristiques attrayantes, notamment en matière de performances et de volatilité. Mais son effet le plus positif demeure sa forte décorrélation avec les marchés financiers traditionnels, apportant un certain degré de protection dans les périodes les plus tourmentées. Il s'agit donc d'une source à contre-courant de diversification dans la construction des portefeuilles des caisses de pensions suisses. ■

The case for ILS

Attractive returns, excellent diversification

	Cat Bonds	Equities	IG Bonds	Hedge Funds	Commodities	High Yield Bonds
Ann. return (USD)	+8.2%	+6.5%	+5.8%	+2.0%	+7.3%	+8.7%
Volatility (p.a.)	2.8%	14.6%	6.5%	4.8%	23.4%	10.6%
% positive months	91%	64%	69%	64%	58%	70%
Cat bonds positive, if index negative	-	86%	88%	84%	91%	85%
Worst month	-3.9%	-16.8%	-14.9%	-9.9%	-27.8%	-17.3%
Date of worst month	Mar 11	Oct 08	Oct 08	Oct 08	Oct 08	Oct 08

Data from January 2002 to 30 June 2015. Cat Bonds: Swiss Re Cat Bond Index, Equities: S&P500 Total Return Index, IG bonds: JP Morgan IG Corporate Total Return Index, Commodities: S&P Goldman Sachs Commodity Index, Hedge Funds: HFRX Equally Weighted Index, High Yield Bonds: Merrill Lynch Global HY Index, Cat bonds positive if index negative refers to monthly performance of Swiss Re Cat Bond Index vs. other indices

Données de janvier 2002 au 31 mars 2015 - Cat Bonds : Swiss Re Cat Bond Index, Actions : S&P500 Total Return Index, Obligations Investissement : JP Morgan IG Corporate Total Return Index, Matières premières : S&P Goldman Sachs Commodity Index, Hedge Funds : HFRX Equally Weighted Index, Obligations à haut rendement : Merrill Lynch Global HY Index. Cat bonds positifs si indice négatif renvoie à la performance mensuelle de l'indice Swiss Re Cat Bond vs les autres indices.

Partenariat

Pour une relation forte

En tant qu'Association Suisse des Gérants de Fortune, nous nous voulons le partenaire actif, réfléchi et créatif de nos membres, des prestataires financiers institutionnels, des autorités et du monde politique. L'action partenariale fait de notre association de professionnels pour les professionnels le leader dans son secteur.



Verband Schweizerischer Vermögensverwalter | VSV
 Association Suisse des Gérants de Fortune | ASG
 Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni | ASG
 Swiss Association of Asset Managers | SAAM

Chantepoulet 12
 1201 Genève
 Tél. 022 347 62 40
www.vsv-asg.ch

Saisonnalité et marchés financiers



par
Emmanuel Ferry
Directeur des Investissements

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

I. Passage en revue et explication des phénomènes saisonniers sur les marchés

"History does not repeat itself, but it does rhyme" – M. Twain

La saisonnalité est régulièrement évoquée par les théoriciens pour démontrer l'inefficience des marchés, mais elle est rarement citée parmi les principaux facteurs utilisés par les gérants. Ces derniers ont tendance à favoriser des cadres d'investissement solides en théorie mais qui dépendent d'hypothèses dont la justesse n'est vérifiable qu'ex-post¹. Une approche fondée sur la saisonnalité est, certes, sans fondement avéré mais elle offre l'avantage de ne faire appel à aucune hypothèse pour être implémentée.

Le champ d'étude de la saisonnalité des marchés est très vaste. Les chercheurs sont non seulement parvenus à identifier presqu'autant d'effets calendaires qu'il existe de divisions du temps mais ils ont également mis en évidence des phénomènes saisonniers non calendaires, allant des cycles politiques aux cycles de la lune ou encore aux tâches solaires. L'investisseur doit donc distinguer les effets qui sont à la fois robustes empiriquement et peu coûteux à mettre en œuvre, et identifier le rationnel sous-jacent.

La première catégorie d'effets saisonniers regroupe les effets calendaires. La saisonnalité peut être de fréquence quotidienne, hebdomadaire, mensuelle ou annuelle. Le plus connu de ces effets est l'effet janvier, ainsi nommé d'après la surperformance du mois de janvier par rapport aux autres mois de l'année. Cette surperformance du mois de janvier est observée empiriquement dans de nombreuses zones géographiques et sur de longues périodes depuis près de deux siècles. L'explication la plus classique est la

fiscalité qui incite les investisseurs à réaliser leurs pertes en vendant leurs positions perdantes en fin d'année pour les racheter en janvier. Cette explication fiscale est souvent complétée avec l'argument du « Window dressing » des gérants de fonds, qui vendent leurs lignes perdantes en fin d'année pour racheter en janvier afin de présenter uniquement les lignes performantes dans leur clôture de comptes.

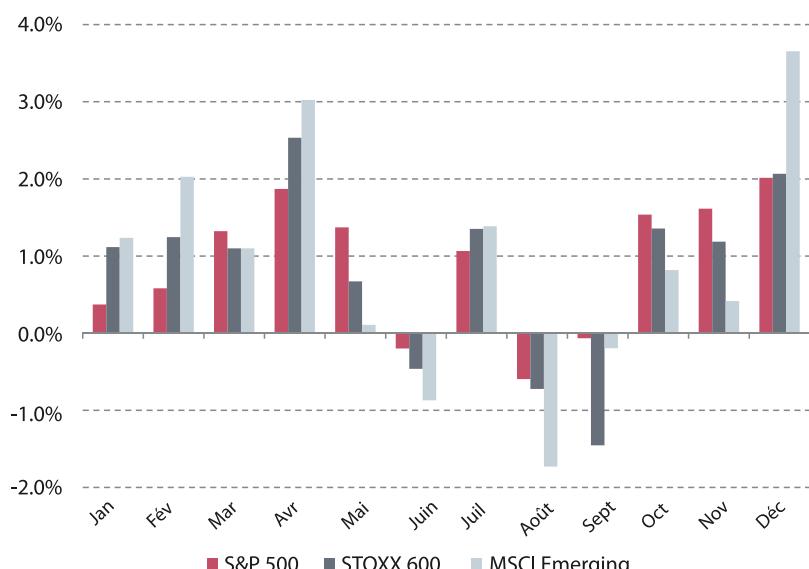
Ces deux arguments permettent de justifier la saisonnalité à partir de comportements rationnels mais elles demeurent insuffisantes à certains égards. D'une part, au cours des deux dernières décennies, une érosion de l'effet janvier a été observée. Par contre, on observe toujours une surperformance au cours des mois d'hiver (de novembre à mai), et ce pour l'ensemble des grands indices actions (États-Unis, Europe, Émergents). D'autre part, on observe que ces mois d'hiver se caractérisent non seulement par une surperformance des Actions

par rapport aux autres mois de l'année, mais également par une surperformance des actifs les plus risqués par rapport aux actifs les moins risqués. Ces observations suggèrent que l'effet janvier n'est que le cas particulier d'un phénomène plus large de cycle hiver/été (le fameux « Sell in May and Go Away ») dont l'explication repose sur une hypothèse de variation saisonnière de l'aversion au risque. Cela relève davantage des « esprits animaux » que d'un quelconque comportement rationnel d'optimisation.

Si l'idée que l'appétit pour le risque est maximal en début d'année et décline par la suite semble plausible, certaines conclusions peuvent prêter à sourire. Ainsi, des analyses font le rapprochement entre la surperformance des actifs les plus risqués en début d'année et le pic d'activité des casinos de Las Vegas à la même période. D'autres chercheurs ont démontré un lien entre la sous-performance au cours de la période allant de juin à octobre et la vague de dépressions saisonnières observée chaque année au cours de l'automne.

Les effets calendaires existent également sur des intervalles plus courts. On peut citer l'effet « Turn of The Month » dans lequel les Actions offrent les meilleurs rendements lors des 3 jours précédents la fin du mois et des 3 jours suivant le début du mois, et l'effet « lundi » qui soutient qu'en moyenne les rendements du lundi sont inférieurs aux autres jours de la semaine. Enfin plusieurs études décomposent les rendements quoti-

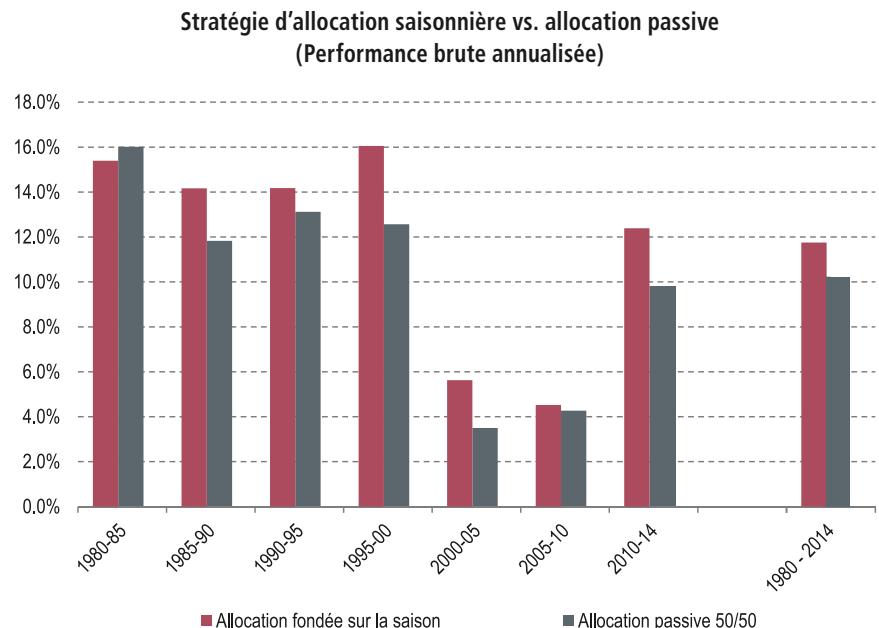
Moyenne des performances mensuelles sur les marchés Actions (1988-2015)



diens et parviennent à la conclusion qu'une stratégie qui achète à la clôture et vend à l'ouverture (rendements « overnight ») offre une meilleure performance ajustée du risque qu'une stratégie qui achète à l'ouverture et vend à la clôture (rendements « intraday »). Cette saisonnalité « courte » est cependant plus difficile à exploiter en raison des rebalancements fréquents qu'elle impose et elle est en outre moins bien établie empiriquement que les effets annuels.

À l'opposé, il existe des cycles saisonniers dont l'horizon dépasse une année, le plus connu étant le cycle présidentiel aux États-Unis, d'une durée de quatre ans. Les marchés Actions aux États-Unis performent mieux au cours des deux dernières années du mandat électoral qu'au cours des deux premières années, la période préélectorale étant synonyme de plus grande largesse gouvernementale tant au niveau législatif que budgétaire, ce qui bénéficie aux marchés Actions. L'année de l'élection de mi-mandat marque la plus faible performance de l'ensemble du cycle, le meilleur point d'entrée étant généralement la fin de l'année de mi-mandat.

Les autres saisonnalités (cycles lunaires, tâches solaires) ne sont évoquées qu'à titre de curiosité car les études consultées n'apportent pas de preuve empirique concluante et le coût de mise en œuvre est potentiellement élevé.



2. Exploitation des phénomènes saisonniers dans une gestion au XXI^e siècle

"I only believe in statistics that I doctored myself" – W. S. Churchill

Le cycle hiver/été et l'effet janvier sont les cycles saisonniers les mieux établis empiriquement sur les marchés, mais leur mise en pratique n'est pas sans poser des problèmes en raison du caractère potentiellement instable de la saisonnalité et des coûts de rebalancement qu'elle peut engendrer. L'investisseur a le choix entre trois approches : adapter son allocation d'actifs aux cycles

saisonnières, capter la saisonnalité à travers les styles sans changer l'allocation d'actifs, ou bien décaler ses décisions d'investissement au moment de l'année le plus propice.

L'approche par l'allocation d'actifs consiste à augmenter l'exposition aux Actions au détriment des Obligations à partir du mois de novembre pour la réduire au mois de mai. Historiquement les résultats sont concluants, une stratégie investie à 25% (75%) en Obligations US et 75% (25%) en Actions US pendant la période hivernale (estivale) génère entre 1980 et 2014 une performance annualisée supérieure de 2% à la performance d'un portefeuille passif 50% Actions / 50% Obligations. Cette surperformance est stable et se vérifie sur l'ensemble des sous-périodes de 5 ans à l'exception de la période 1980-85.

Small cap vs. Large Cap (Moyenne des écarts des performances mensuelles brutes par décennie)



Cette méthode fournit une forte exposition au facteur saisonnier, mais elle implique plusieurs inconvénients majeurs. Une allocation d'actifs fondée sur la saisonnalité serait rapidement en conflit avec d'autres critères – fondamentaux, de valorisation ou techniques. Par ailleurs, les coûts de gestion seraient importants, l'exemple cité plus haut implique une rotation complète du portefeuille chaque année.

Une solution alternative consiste à sortir d'un cadre d'allocation d'actifs classique et de se pencher sur l'interaction entre les cycles saisonniers et les dynamiques intra-classes d'actifs. Il existe par exemple un

cycle hiver/été très marqué sur les styles Actions Small cap et Value, observable aux États-Unis depuis les années 1930.

Les petites capitalisations surperform les grandes capitalisations entre novembre et avril et sous-perform entre mai et octobre. L'effet est stable dans le temps, et a pu être observé sur toutes les décennies depuis 1930, à l'exception de la décennie 1930-40.

On constate un phénomène comparable sur le style Value contre Growth, mais l'effet est moins stable au cours du temps. Une gestion des styles en fonction de la période de l'année permet donc de s'exposer activement à la prime saisonnière tout en gardant une allocation d'actifs constante et en limitant la rotation au sein du portefeuille.

Les investisseurs peuvent également utiliser le moment des rebalancements pour capturer une partie des effets de la saisonnalité. La « Formule Magique » de Joël Greenblatt qui sélectionne les titres en combinant le multiple d'EBIT et le retour sur capital investi, est une stratégie Value éprouvée de longue date. La performance annualisée obtenue entre 1996 et 2014 sur cette stratégie est de 16% quand elle est rebalancée en décembre ou janvier mais tombe à 13% si elle est rebalancée en mai ou en juin. Cet effet est, certes, plus faible que ceux évoqués plus haut mais il est intéressant d'observer qu'il semble possible de s'exposer à la saisonnalité en déplaçant simplement la date

Value vs. Growth (Moyenne des écarts des performances mensuelles par décennie)



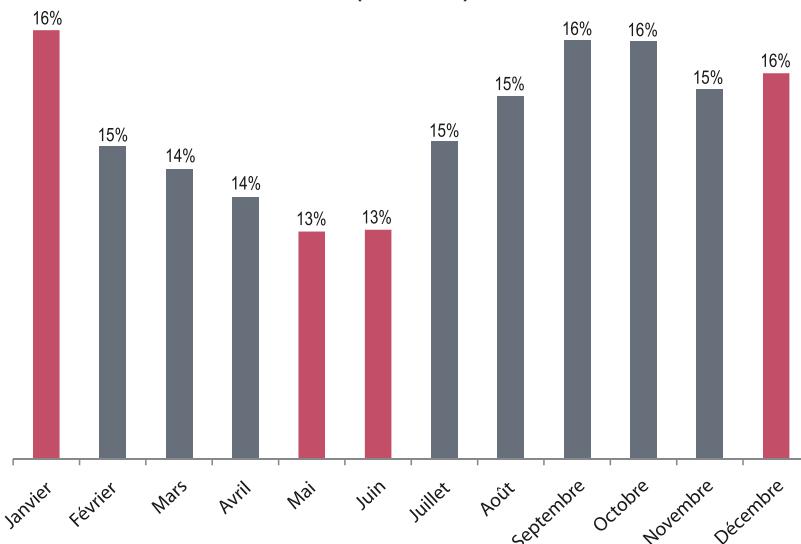
de rebalancement au moment de l'année le plus favorable à la stratégie. Une telle approche a le mérite de la simplicité bien qu'elle n'accorde en fin de compte qu'un rôle secondaire à la saisonnalité.

La phrase de Churchill citée en préambule est là pour nous rappeler que les anomalies saisonnières sont, plus que toute autre inefficience de marché, sujettes à caution. Le risque de corrélation fallacieuse est particulièrement important dans le cas de phénomènes qui sont davantage le fruit d'une observation ex-post que la vérification

d'une hypothèse formulée ex-ante. Il existe des explications plausibles dans la plupart des cas mais elles sont difficiles à prouver et peuvent nourrir un faux sentiment de sécurité. La saisonnalité a sa place dans les processus de gestion mais il convient de toujours garder à l'esprit les deux impératifs que sont la diversification et la maîtrise des coûts. ■

¹ Par exemple les modèles d'évaluation des Actions fondés sur l'actualisation des flux (DCF) nécessitent d'estimer les profits futurs et la prime de risque

Performance annualisée de la « Formule Magique » (1996-2014)



WHO'S THE FIRST?



RETURN ON
INVESTMENT

OR

SUSTAINABLE
INVESTMENT

BOTH ARE ONE
IN OUR SOLUTIONS

IF YOU WANT IT, YOU CAN HAVE IT!

ONE SUSTAINABLE FUND - GLOBAL ENVIRONMENT

ISIN: LU0594231770

ONE CREATION COOPERATIVE

ISIN: CH0211420010

CONINCO Co

Explorers in finance

www.explorersinfinance.ch

Vevey | Genève

Le concept d'allocation stratégique est-il un modèle dépassé ?

Doit-on passer à une gestion quantitative ?



par
Jaimy Corcos
Fund Manager Equity

Swiss Life Asset Managers AG

L'allocation stratégique de valeurs patrimoniales répond aux besoins des investisseurs d'atteindre un objectif de rendement précis dans un cadre de risque défini et sur une durée donnée.

Dans le cas de l'allocation tactique ou de l'allocation des classes d'actifs d'un portefeuille, il s'agit d'obtenir de façon dynamique et sur la durée un avantage en termes de rendement par rapport à une allocation statique, en s'écartant de l'allocation stratégique. Par le passé, diverses classes et valeurs d'actifs ont fait état d'attractivités relatives variables du rendement sur la durée. L'identification précoce et l'exploitation efficiente du changement de ces attractivités relatives du rendement sont la clé du succès de l'allocation tactique des actifs.

Dans le passé, l'allocation stratégique des actifs reposait principalement sur des stratégies discrétionnaires et qualitatives. Mais on constate récemment de plus en plus d'approches quantitatives. Se pose alors la question de savoir comment l'allocation des actifs devra être gérée à l'avenir – sur une base discrétionnaire ou quantitative ? Ou une combinaison des deux peut-elle générer une valeur ajoutée ?

Que signifie « Quant » ?

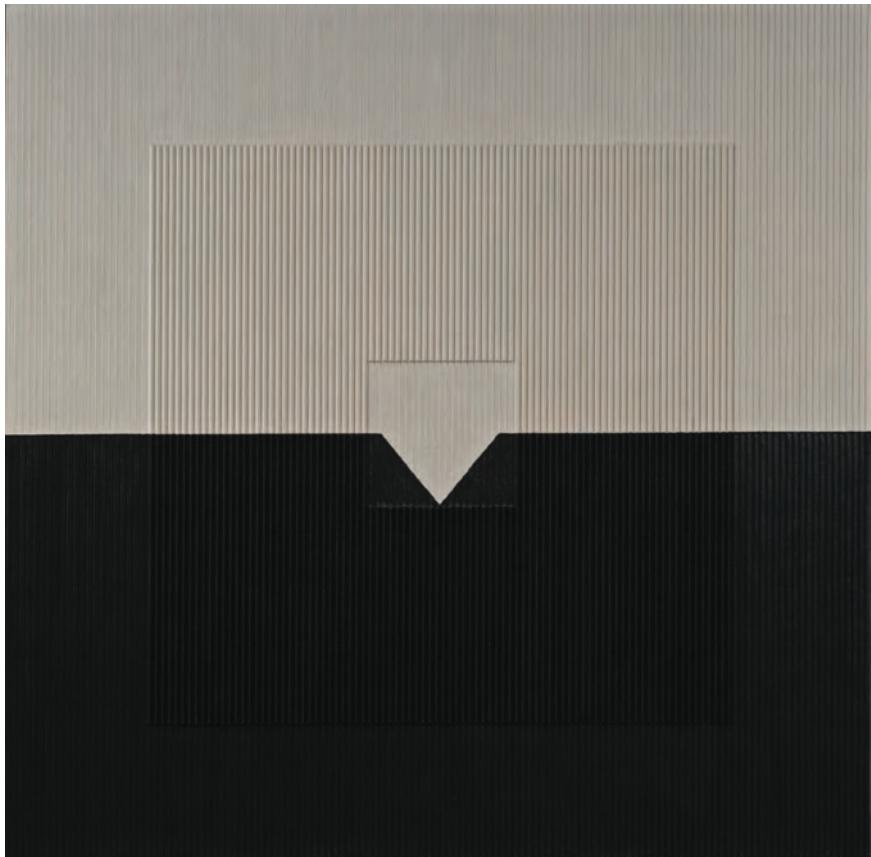
Les stratégies quantitatives sont le résultat des progrès réalisés par la recherche dans le domaine financier, qui permettent l'étude, la quantification et le pilotage concrets de concepts économiques et de relations par des méthodes issues des statistiques, des mathématiques et de la physique.

Un investisseur « Quant » applique ces concepts économiques en s'appuyant sur des méthodes issues des disciplines susmentionnées pour la gestion et le placement des actifs. Ce faisant, il est aussi disposé en tout temps à mesurer sa performance et son risque (passé ou actuel) et à évaluer ces paramètres.

Comment utiliser cet « esprit Quant » pour le processus de placement ?

I – L'analyse du cycle conjoncturel :

De nombreux processus de placement s'appuient sur des analyses macroéconomiques. Mais très peu d'entre eux déduisent de leur analyse une quantification directe de la pondération des différents actifs dans leur allocation. Nous savons par exemple comment évolue en moyenne l'attractivité de rendement relative des actions et obligations tout au long du cycle d'exploitation. Dans la plupart des cas, on s'en tient à des déclarations générales sur l'évolution des tendances dans les catégories d'actifs et la décision d'allocation proprement dite reste discrétionnaire.



Magdalena Rubin - 89.5 x 89.5 cm

Le problème de telles décisions discrétionnaires, c'est qu'elles sont souvent comparables aux paris dans les courses hippiques, c'est-à-dire que nous ne pouvons qu'espérer obtenir des informations en maîtrisant la dynamique et l'incertitude (cf. *Handbook of sports and lottery markets* de Donald B. Hausch et William T. Ziemba).

Dans notre processus de placement, nous gérions par exemple notre allocation entre actions et obligations sur la base d'une analyse quantitative du cycle économique.

L'objectif de cette analyse est de procéder à une quantification : où en sommes-nous, où allons-nous ? Dans quel sens l'économie va-t-elle probablement évoluer ?

Cette analyse aboutit à une allocation d'actifs : combien d'actions, d'emprunts d'État (sans risque), d'obligations d'entreprises (crédit) et de parts immobilières sont nécessaires pour optimiser notre profil risque/rendement (ratio de Sharpe) en tenant compte de notre évaluation actuelle du cycle conjoncturel.

Nous décrivons l'état de l'économie en utilisant quatre moteurs principaux :

- Les activités économiques (p. ex. indicateurs liés au degré d'exploitation des capacités)
- Le chômage
- L'inflation
- Le sentiment des acteurs économiques (p. ex. l'indice allemand IFO)

Nous pouvons ensuite établir un indice de santé générale, qui traduit l'enchaînement d'informations provenant des quatre cycles mentionnés, et qui nous indique à tout moment la probabilité que nous nous trouvions dans une situation de reprise, d'accélération, de ralentissement ou de contraction de la croissance économique.

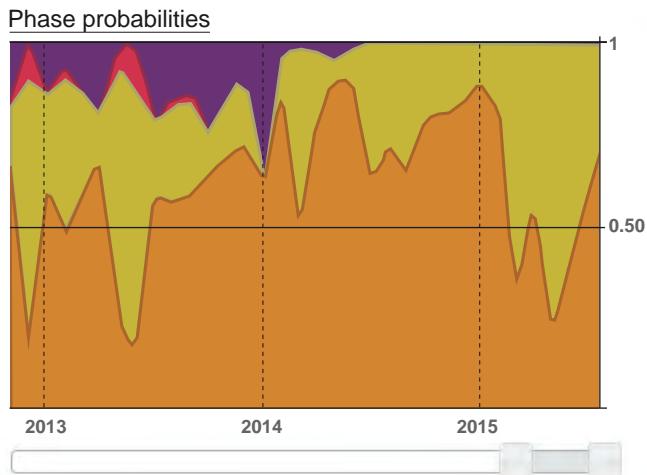
Illustration : Probabilités de l'état de l'économie au 31 juillet 2015 et probabilités des phases du cycle global :

Reprise : probabilité 0.39%

Accélération : probabilité 73.18%

Ralentissement : probabilité 26.40%

Contraction : probabilité 0.03%



2 – Risque systématique et prix des actifs: volatilité, corrélation, reprise:

Les risques sont un élément essentiel de toute décision de placement. Tous les acteurs du marché financier sont unanimes sur ce point. Un changement significatif du risque de marché est souvent le signe d'un tournant à venir. L'évolution du risque est donc pour nous une information ponctuelle extrêmement importante. L'analyse permanente des risques du marché nous permet d'identifier les situations de correction imminente des surévaluations et sous-évaluations, qui ne peuvent pas être perçues par l'analyse du cycle conjoncturel beaucoup plus lent.

Cet aspect contrariant est capital : l'analyse permanente de l'évolution des risques du portefeuille est donc essentielle pour pouvoir anticiper des changements à court ou moyen terme dans l'évaluation des valeurs patrimoniales. Tout comme est aussi essentielle une analyse permanente des corrélations entre les valeurs patrimoniales du portefeuille, pour identifier de manière précoce le renforcement des risques.

L'analyse des risques a pour but de répondre à la question suivante: quelle est la probabilité pour que la tendance actuelle perdure ?

Les deux types d'informations (analyse du cycle, analyse du risque) sont indépendants en termes d'informations sous-jacentes et se complètent donc parfaitement pour offrir à tout moment aux investisseurs une vue d'ensemble plus claire de leur politique de placement tout en tenant compte des marchés financiers.

3 – La construction du portefeuille:

Lors de la construction du portefeuille final, il existe également d'autres points de « réglage » dont on peut faire usage pour gérer de façon dynamique le profil risque/rendement du portefeuille sur une base quantitative et réglementaire et l'adapter au contexte du marché.

L'adaptation dynamique des pondérations des classes d'actifs du portefeuille est une variante possible pour tenir compte, dans la construction du portefeuille, de l'évolution du contexte du marché et donc aussi des risques et opportunités de rendement pour le portefeuille.

Dans d'anciennes études sur la qualité d'indices pondérés en fonction de la capitalisation du marché, l'EDHEC-Risk Institute a montré que ces indices ne se situent souvent pas au seuil de performance au sens de Markowitz (Évaluation de la qualité des indices de marché : exigences pour l'allocation d'actifs et la mesure de performance, EDHEC, septembre 2006). Comment pouvons-nous y remédier d'un point de vue quantitatif ?

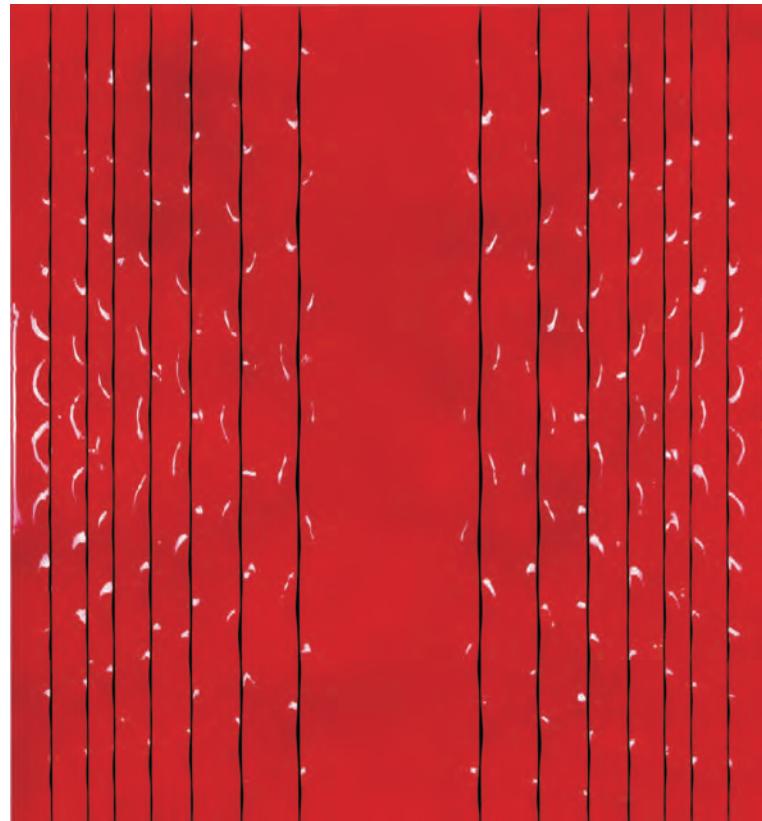
Des études empiriques montrent que les portefeuilles avec des schémas de pondération alternatifs (p. ex. volatilité minimale) présentent une pondération ou un équilibre du risque pour les durées moyennes à longues d'un profil risque/rendement supérieur par rapport à un portefeuille de référence pondéré en fonction de la capitalisation du marché et qu'ils peuvent contribuer à permettre aux investisseurs d'atteindre un rendement supérieur à risque égal ou un rendement égal à risque inférieur. Alors si vous vous demandez pourquoi il existe

encore des investisseurs qui choisissent de se référer à un indice pondéré en fonction de la capitalisation du marché ou pourquoi tous les indices ne doivent pas disposer d'un autre schéma de pondération, permettez-nous de vous rappeler la citation de Charlie Munger : "It is not supposed to be easy. Anyone who finds it easy is stupid" (*Charlie Munger, Vice-Chairman Berkshire Hathaway Corp., quoted by Howard Marks*). Et là aussi, ce n'est malheureusement pas aussi facile. En règle générale, les actions de petites entreprises sont par exemple nettement plus rentables sur les marchés haussiers, et un schéma d'équilibre génère une surperformance significative pour un portefeuille qui surpondère les grandes entreprises.

D'un autre côté, le rendement des petites entreprises a eu tendance à être plus mauvais lorsque le marché connaît des phases d'incertitude. Un schéma d'équilibre peut donc générer des rendements nettement plus mauvais précisément durant ce type de phases difficiles pour le marché. Même si l'on réalise encore une surperformance dans une moyenne à moyen et long terme, les investisseurs ne tolèrent ou ne souhaitent souvent pas de telles phases qui renforcent encore davantage les évolutions négatives du marché.

Les portefeuilles d'actions à faible volatilité offrent en moyenne des rendements particulièrement attractifs par rapport à un portefeuille pondéré en fonction de la capitalisation du marché durant les phases de turbulences. Sur les marchés très calmes et constamment haussiers, mais aussi grâce à la concentration de certains secteurs ou à des évaluations élevées des actions du portefeuille, un tel schéma d'équilibre peut néanmoins aussi, par moments, générer d'importantes pertes par rapport à un portefeuille de référence pondéré en fonction de la capitalisation du marché.

Il semble donc qu'il existe ici bel et bien des possibilités d'amélioration, en évoluant de façon dynamique entre différents schémas de pondération, en fonction de l'appréciation que l'on a de l'évolution future du marché. Nous utilisons un tel mécanisme dynamique de construction de portefeuille pour gérer activement le profil risque/rendement du portefeuille par rapport au portefeuille du marché qui sert aussi souvent de référence à nos investisseurs.



Julien Carpi - carbone et époxy - 183 x 167 cm

4 - Classes d'actifs alternatives

Une autre possibilité pour améliorer l'allocation d'actifs par rapport à une allocation stratégique classique des actifs entre actions et obligations, consiste à utiliser des classes d'actifs supplémentaires, qui présentent une faible corrélation avec les classes d'actifs susmentionnées. Des études empiriques attestent par exemple que l'utilisation de Private Equity, d'immobilier ou de stratégies de hedge funds (Long/Short) peut contribuer de manière significative à la diversification du portefeuille et à son amélioration à long terme du profil risque/rendement. Il convient toutefois d'être prudent, car ces catégories de placements peuvent aussi impliquer de longues traversées du désert et ne conviennent donc réellement que pour les investisseurs ayant un horizon de placement très long.

Conclusion

Le développement de la recherche dans le domaine financier permet aux investisseurs de prendre des décisions nettement plus solides. Ce n'est donc pas le concept de l'allocation stratégique qui doit être remis en question, mais les outils et la logique

du processus de placement qui permet de mettre en œuvre cette allocation.

En mesurant et évaluant, l'investisseur « Quant » optimise chaque étape du processus de placement. Cet article a mis en lumière certains points dans lesquels les méthodes quantitatives peuvent être utiles et la répartition stratégique des actifs peut être améliorée.

Il est aussi apparu clairement que les méthodes quantitatives sont avantageuses en cela qu'elles rendent le processus de décision transparent et explicable. Ce dernier point est déterminant et très nettement en contradiction avec une impression malheureusement encore très largement répandue, selon laquelle les stratégies de placement « Quant » manquent nécessairement de transparence. Une meilleure compréhension des bases de ces méthodes contribuerait à ce que les stratégies de placements quantitatifs basées sur des règles soient perçues comme parfaitement transparentes.

Chaque processus de décision doit être mis en œuvre dans un cadre clairement défini. C'est cela, l'objectif de « l'esprit Quant ». ■



Héritage

BADOUX
VINS

WWW.BADOUX-VINS.CH

Welche neuen Möglichkeiten bieten sich in einem Niedrigzinsumfeld für die Asset Allocation?



Von Christophe Belhomme
Head of Investment Office



Sandra Caignou
Head of Investments
(France)

Aberdeen Asset Management PLC

Anfang 2014 waren sich die Investoren in ihren Erwartungen weitgehend einig: die Renditen von Staatsobligationen der Kernländer der Eurozone würden sich demnächst von ihren Rekordtiefs erholen. Aber obwohl die Zentralbanken Grossbritanniens und der USA ihre Programme zum Ankauf von Obligationen allmählich reduzierten, blieb ein konkreter Anstieg der Renditen aus, denn die darauf folgende Zunahme der Volatilität war eher Ausdruck der Nervosität der Anleger und ihrer Vorbereitung auf den erwarteten Anstieg der Renditen auf kurze bis mittlere Sicht.

Allerdings hat die massive Umschichtung von Obligationen auf Aktien oder sonstige Investments noch nicht wirklich begonnen. Einer der Gründe dafür ist die natürliche Nachfrage der Anleger nach Obligationen zur Erzielung von Einkünften und zu ALM-Zwecken. Im Übrigen begünstigen die jüngsten Änderungen aufsichtsrechtlicher Vorschriften (Basel III oder Solvency II) das Halten von Staatsobligationen der Eurozone, die gute Ratings aufweisen.

Allerdings gilt es, langfristig über den Stellenwert von Obligationen in den Portfolios nachzudenken, denn die Renditen dürften

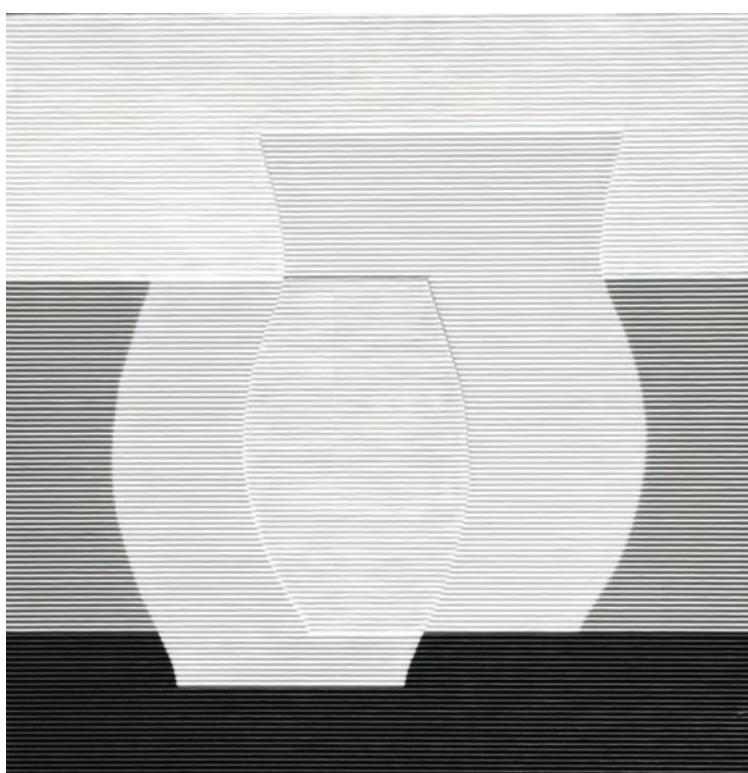
in den kommenden Jahren niedrig bleiben oder nicht allzu stark steigen. Somit müssen die Anleger andere Renditequellen ausfindig machen, indem sie ihre klassischen Obligationenportfolios völlig umbauen oder in andere Anlageklassen mit höheren Erträgen investieren. Last but not least ist die Suche nach neuen defensiven Investments als Ersatz für Obligationen und zum besseren Schutz der Portfolios im Rahmen einer breiteren Diversifizierung ein zweites Thema, über das die Anleger intensiv nachdenken sollten.

Alternativen zu Staatsobligationen

Zur Erzielung höherer Erträge gilt die erste Überlegung häufig dem Umstieg auf andere Bonitätskategorien. So haben sich viele Investoren in den vergangenen Jahren dem High Yield-Segment zugewandt und dabei durchaus gute Erfahrungen gemacht. Betrachtet man jedoch den Markt für US-amerikanische High Yield-Bonds, so stellt man fest, dass die Bewertungsniveaus dort relativ hoch sind und dass sich das mit dieser Anlageklasse verbundene Risiko vom Risiko klassischer Staatsobligationen unterscheidet. So hat auch die seit Jahren ebenfalls befürwortete Allokation auf Schwellenländerobligationen den Investoren attraktive Erträge beschert, aber die mit ihnen verbundenen Risiken und regulatorischen Auflagen stehen einer allzu hohen Allokation auf dieses Segment im Wege. Bisweilen sind Investments in Schwellenländerobligationen auch mit einer Exposure in Schwellenländerwährungen verbunden und weisen somit ein erhöhtes Zusatzrisiko auf.

Angesichts der Renditeabstände zwischen langfristigen US- und europäischen Obligationen wenden sich manche institutionelle Anleger mittlerweile auch Treasury Notes zu, wobei sie das Währungsrisiko zur Erzielung höherer Erträge absichern. Die bei kürzeren Laufzeiten üblicherweise aufgebauten €/\$ Währungsabsicherung ist im Moment recht günstig, könnte aber teuer werden und sogar die von US-Investments derzeit gebotene Überrendite zunichthemachen.

Ist dies die neue Definition für ein risikoloses Investment? Auf keinen Fall. Was in der Vergangenheit funktioniert hat, muss nicht



Magdalena Rubin - 120 x 120 cm

notwendigerweise auch in der Zukunft funktionieren. Die Investoren müssen über den Tellerrand blicken und nach Anlagen Ausschau halten, deren Rendite-Risiko-Profil dem herkömmlicher Obligationen ähnelt. Diese Jagd nach Renditen ausserhalb der fest verzinslichen Anlageklasse ist für institutionelle Investoren mittlerweile zu einer starken Antriebsfeder geworden.

Das gegenwärtige Umfeld zwingt die Investoren quasi zur Suche nach Renditen ausserhalb klassischer liquider Anlageklassen und zur Hinwendung zu Investments mit einer Liquiditätsprämie und somit höheren Erträgen. Die bevorzugten Anlagestrategien sind Investments in Immobilien und Infrastrukturen sowie bisweilen in Unternehmensobligationen. Diese Suche nach Renditen muss auf den Anlagehorizont des Anlegers abgestimmt sein, damit kein Liquiditätsengpass entsteht.

Der Immobiliensektor bietet langfristige stetige Erträge in Verbindung mit einer hohen Transparenz der Mieteinnahmen (Büro-, Gewerbe- und Wohnimmobilien). Derzeit stellen sich die erwarteten Renditen erstklassiger Büroimmobilien im Vergleich zu Obligationenrenditen attraktiv dar, obwohl sie aufgrund der kräftigen Nachfrage in den letzten Jahren deutlich gesunken sind. In Frankreich beispielsweise werden Renditen von rund 3,5% geboten, während sie in den Niederlanden und in Deutschland 5% bzw. 4% betragen. So dürfte ein diversifiziertes Portfolio aus europäischen Immobilien heute besonders attraktive Renditen ergeben. Erweitert man die Diversifizierung auf Objekte niedrigerer Qualität, dürfte die erwartete Rentabilität weiter steigen.

Eine weitere Renditequelle bieten Investitionen in Infrastrukturprojekte (in Form von Schuldtiteln oder Direktanlagen). Die sich in diesem Segment bietenden Chancen sind attraktiv und besonders gut für Anleger mit langfristigen Verbindlichkeiten geeignet. Entsprechende Investitionen finden sich im sozialen Bereich (Gesundheit, Bildung), im Versorgungssektor (Transport) oder bei erneuerbaren Energien und bieten im Durchschnitt Renditen von 5% sowie generell eine gute Transparenz der Ertragsstruktur. Dennoch ist eine rigorose Auswahl der Projekte oberstes Gebot, denn

diese Anlageklasse deckt ein breites Spektrum ab, so dass sich die Liquiditäts- und Cashflow-Merkmale der einzelnen Projekte stark voneinander unterscheiden. So erfordern Infrastrukturinvestitionen Spezialkompetenzen und eine gute Kenntnis der Risikoprofile der Basiswerte. Aufgrund der steigenden Nachfrage nach solchen Investments und des relativ begrenzten Angebots sind auch eine zunehmende Verknappung der Anlagechancen und ein Rückgang der Renditen zu konstatieren. Historisch weisen Infrastruktur-Verbindlichkeiten niedrigere Ausfallquoten als Unternehmensobligationen mit dem gleichen Rating sowie höhere Einbringungsquoten auf.

Senior Loans (private Schuldverschreibungen) schliesslich sind nichtbörsennotierte Unternehmensobligationen, die meistens unterhalb der Investment Grade-Kategorie angesiedelt sind. Diese Anlageklasse wird von institutionellen Investoren aufgrund ihrer beiden Hauptmerkmale stark nachgefragt: attraktive Renditen in Verbindung mit einem Schutz vor einem Anstieg der Zinsen aufgrund ihrer variablen Verzinsung. Hingegen kann sich der Zugang zu dieser Anlageklasse aufgrund ihrer Komplexität, mangelnden Liquidität und hohen Heterogenität für manche Anleger schwierig gestalten. Auch ist der rechtliche Rahmen dieser Investitionen sorgfältig zu prüfen und zu berücksichtigen. Immer mehr Assetmanager bauen eigene Kompetenzen und Kapazitäten für Investments in Kreditpapiere auf und entwickeln dieser Nachfrage entsprechende Anlageinstrumente. Obwohl dieses Angebot dem Endanleger die Entscheidung erleichtert, ist eine vorherige Analyse des Fonds und der Kompetenzen des Fondsmanagers aufgrund der geringen Transparenz der Anlageklasse und des Mangels an historischen Daten unumgänglich.

Auch wenn Investitionen in „illiquiden“ Instrumenten bisweilen völlig neue Ertragsquellen bieten, kann die Höhe des dafür erforderlichen Anlagekapitals in vielen Fällen ein Hindernis darstellen.

Interessante Erträge bieten auch herkömmliche Anlageklassen wie Aktien, aber die Dividenden schwanken je nach Markt und sind häufig von einer Vielzahl schwer zu kalkulierender Faktoren abhängig. Die Nachfrage nach dividendestarken Aktien steigt unablässig, denn diese Investments

bieten attraktive Erträge in Verbindung mit der Hoffnung auf Wertzuwachs. Aktien der Eurozone, die sich durch regelmässige Cashflows in Verbindung mit stabilen Dividenden auszeichnen, sind aufgrund des beschleunigten Rückgangs der Obligationenrenditen seit 2014 besonders gefragt. Manche Märkte bieten derzeit Dividendenrenditen in der Grössenordnung von 3% (Stoxx Europe 600) bis 4%, die im Vergleich zu den für Obligationen gebotenen Renditen höchst wettbewerbsfähig sind. Das Risiko ist jedoch nicht vergleichbar, zumal ertragsorientierte Aktienstrategien einen langen Atem erfordern, damit der Kapitalerhalt nach Möglichkeit gesichert ist. Es existieren auch Strategien, die auf dem Verkauf von Optionen basieren, um höhere Erträge als die Dividenden zu generieren, die jedoch ab einem bestimmten Niveau den Verzicht auf Kurszuwächse bei Aktien implizieren. Diese Strategien generieren Renditen in der Grössenordnung von 5% und werden gerne in Multi-Asset-Fonds eingesetzt, die wettbewerbsfähige Erträge anstreben, vergleichbar mit denjenigen von Versicherungsprodukten mit regelmässigen Auszahlungen. Auch wenn die Rendite dieser Strategien im Vergleich zu Staatsobligationen sehr attraktiv ist, weisen sie auf kurze bis mittlere Sicht ein Kapitalverlustrisiko auf.

Können Staatsobligationen ihrer defensiven Rolle in den Portfolios noch gerecht werden?

In der Vergangenheit waren Aktien in den Portfolios für Wertzuwachs zuständig, während Staatsobligationen als risikolose und defensive Investments das Portfolio in Baissephasen schützten. Diese Konstellation hat sich durch den Rückgang der Renditen seit Anfang der achtziger Jahre noch akzentuiert, so dass Obligationen stets einen Positivbeitrag zur Performance der Portfolios leisteten. Auch konnten Obligationen dank der seit fünfzehn Jahren bestehenden negativen Korrelation zwischen Obligationen und Aktien bei jeder Trendwende am Markt ihrer Rolle als Stoßdämpfer in vollem Umfang gerecht werden.

Aufgrund der extrem niedrigen, bisweilen sogar negativen Renditen langfristiger Emissionen an bestimmten Märkten kön-

nen Staatsobligationen ihrer defensiven Rolle nicht mehr gerecht werden, es sei denn, man rechnet mit einer Fortsetzung des Renditerückgangs in den negativen Bereich, was ökonomisch auf mittlere und lange Sicht nicht tragbar ist. Abnormal ist auch die in den letzten Jahren beobachtete negative Korrelation mit Aktien (normalerweise sinkt aufgrund des Anstiegs des Abzinsungssatzes künftiger Dividenden bei einem Anstieg der Renditen der Wert von Aktien), wobei eine Rückkehr zur einer 0- bzw. sogar positiven Korrelation in den kommenden Jahren zu erwarten ist. Somit weisen Obligationen ein asymmetrisches Risikoprofil auf, so dass die Wahrscheinlichkeit einer auf kurzen bis mittleren Sicht negativen Performance weitaus höher als die Wahrscheinlichkeit einer positiven Performance ist. Auch haben Änderungen des regulatorischen Umfelds des Finanzsektors, der erzwungene Rückzug bestimmter Akteure aus dem Handel und die zunehmende Bedeutung der grossen Zentralbanken beim Halten von Staatsobligationen die Liquidität von Obligationen verringert und konzenterweise ihre Volatilität und somit ihr Risiko deutlich erhöht.

Damit weisen Staatsobligationen aus strategischer wie auch aus taktischer Sicht nunmehr negative Aussichten auf, was ihre defensive Rolle betrifft, so dass man mittlerweile kaum noch von einer „risikolosen Anlage“ sprechen kann. Aus diesem Grund gilt es, alternative Investments zu finden, die im

Portfolio die Rolle des Stoßdämpfers übernehmen. Portfolios mit dem höchsten Zinsrisiko weisen defensive / konservative Profile auf, deren Allokation auf Obligationen und Aktien maximal 80% bzw. 20% beträgt. Gleichermaßen gilt für Pensionsfonds oder Versicherungen, die aus Gründen der Fristenkonkurrenz bzw. des Aktiv-Passiv-Managements einen hohen Anteil an Obligationen halten müssen. Auch wenn in letzterem Fall die Strategie zur Anlage in Obligationen dank eines verbesserten Aktiv-Passiv-Managements der Verringerung des Anlagerisikos dient, könnte ihr derzeit asymmetrisches Risikoprofil diese Anleger dazu verleiten, sich verstärkt von klassischen Obligationen abzuwenden, um innerhalb eines vorher definierten Risikobudgets höhere Erträge anzustreben. Manche Anleger haben bereits mit dieser Diversifizierung begonnen und den Anteil von Obligationen gesenkt, aber diese Entwicklung scheint noch recht verhalten, zum Einen aus regulatorischen Gründen und zum Anderen aufgrund einer gewissen Aversion gegen neue Anlageinstrumente, die häufig sehr komplex und schwer zugänglich sind.

Für manche Investoren besitzen Obligationen in ihren Portfolios eine eher taktische und somit vorübergehende Bedeutung. So werden Strategien zur Verringerung der Duration des Portfolios aufgebaut und sollen in der Erwartung attraktiverer Renditen das Portfolio vorübergehend schützen. Diese Art von Strategie hat zur Nutzung von

Marktchancen durchaus ihre Berechtigung, kann aber nicht die Frage der mittel- bis langfristigen strategischen Allokation beantworten. Diese Frage ist umso relevanter, als die Renditen für geraume Zeit niedrig bleiben dürften.

Strategien zur Ersetzung von Obligationen zum Schutz der Portfolios

Wie wir festgestellt haben, beginnt die Diversifizierung ausserhalb von Staatsobligationen üblicherweise mit der Suche nach fest verzinslichen Investments, die aufgrund ihrer niedrigeren Bonität oder ihrer geringeren Liquidität eine Risikoprämie gegenüber Staatsobligationen bieten (z.B. High Yield-Bonds oder Schwellenländerobligationen bzw. Direktkredite oder Hypothekenschulden etc.). Diese höheren Renditen gehen einher mit einem erhöhten Risiko, so dass dadurch das Risikoprofil des Portfolios eventuell akzentuiert wird. In bestimmten Fällen besitzen diese Investments sogar eine höhere Korrelation mit Aktien als mit Obligationen, so dass das Exposure des Portfolios im Aktienrisiko zunimmt. Andere Investments wiederum scheinen zwar ein geringeres Risiko aufzuweisen, wobei dies jedoch ihre niedrige Liquidität sowie den Mangel an regelmässigen und zuverlässigen Bewertungen widerspiegelt.

Um dieser Zunahme der Volatilität infolge der Suche nach besser rentierenden Investments zum Preis eines höheren Risikos entgegenzuwirken, gilt es, die Allokation des gesamten Portfolios so zu steuern, dass sein Gesamtrisiko innerhalb vertretbarer Grenzen bleibt. Ausgangspunkt zur gezielten Steuerung des Risikos und zur Senkung des Anteils von Obligationen ist häufig das Streben nach einer höheren Diversifizierung. Ausserhalb des Obligationenuniversums sind Investments in Infrastrukturen oder Total Return-Strategien Beispiele für Strategien, die mit Aktien oder Obligationen nur schwach korrelieren. Diese Investments sind alles andere als risikolos. Auch wenn sie zur Diversifizierung des Portfoliorisikos beitragen, so weist jedes von ihnen spezifische Risiken auf, die sowohl separat als auch im Rahmen des Gesamtportfolios zu analysieren sind. So ist die Diversifizierung nicht nur mit Blick auf die Investments

Carles Valverde - acier





Julien Carpi - détail

zu bewerten, der eine trügerische Sicherheit suggerieren kann, sondern auch und vor allem mit Blick auf das Risiko.

Ausgehend von dieser Feststellung wurde das Konzept der „Risk Parity“ entwickelt, bei der sich die Asset-Allokation aus gleichen Risikobeurträgen sämtlicher Investments ableitet. Dieser Ansatz hat in den letzten Jahren aufgrund des hohen Anteils von Obligationen in Phasen des Renditenrückgangs sehr gute Ergebnisse geliefert. Diese Art des Portfoliomagements ist jedoch nicht angebracht, wenn aufgrund ihres früheren Risikoprofils Obligationen einen zu hohen Anteil einnehmen, ohne das neue Umfeld zu berücksichtigen.

In den vergangenen Jahren wurden neue Ansätze entwickelt, um das Risiko aus einem anderen Blickwinkel als dem der Anlageklassen zu beleuchten. Der Ansatz nach Risikofaktoren gestattet die Konsolidierung von Faktoren, welche die verschiedenen Anlageklassen eines Portfolios gemeinsam haben (Aktienrisiko, Duration, Bonität, Währung etc.), sowie die bessere Vorhersage der Auswirkungen von Veränderungen eines dieser Faktoren auf die Performance des Portfolios. Manche Anleger wählen diesen Ansatz sogar zum Aufbau ihres Portfolios durch die ex-ante-Auswahl der Risikofaktoren, in denen sie eine Exposure aufzubauen möchten, gefolgt von der eigentlichen Auswahl der Einzeltitel. Dieser Ansatz ist verlockend, aber in der Praxis nicht immer durchführbar, vor allem wenn es um darum

geht, komplexe Anlageklassen in verschiedene Risikofaktoren zu zerlegen. Dennoch gestattet er eine präzisere und zuverlässige Analyse zur Steuerung des Portfoliorisikos. Der Anleger kann somit die Auswirkungen der verschiedenen Marktrisiken auf sein Portfolio messen und die Allokation dementsprechend anpassen, um das Risiko seines Portfolios in schwierigen Phasen besser steuern zu können.

Ein anderer von manchen Investoren zur besseren Steuerung ihres Risikos verfolgter Ansatz ist die Implementierung von Risikolimits und deren aktive Steuerung. Der Einsatz von Optionsstrategien zur Absicherung bestimmter Risiken (Aktien-, Zins-, Kreditrisiko etc.) ist wohl die gängigste Methode zum Schutz des Portfolios. Aber aufgrund der damit verbundenen Kosten kann dieser Ansatz für Enttäuschung sorgen und wird in der Regel nur aus taktischen Gründen implementiert. Eine Alternative zum Einsatz von Optionen ist die aktive Verwaltung des Portfolios in Bezug auf zuvor definierte Risikolimits. Angestrebt werden die Veränderung der Allokation des Portfolios und die Verringerung des Portfoliorisikos (De-risking) bei Annäherung an diese Schwellen. Diese Limits werden üblicherweise als maximale Volatilität, als Value at Risk oder als Wertverlust (Drawdown) ausgedrückt. Sie stellen keine formellen Garantien, sondern lediglich Zielvorgaben dar, so dass die Flexibilität bei der Verwaltung des Portfolios gewahrt bleibt und der Portfoliomanager nicht in

die Lage gerät, keinen Spielraum mehr zu besitzen.

Letztendlich wollen all diese Managementtechniken das Risiko nicht nur messen, sondern streben als dynamisches ex-ante-Managementtool die bessere Berücksichtigung des Risikos an. Die ex-post-Analyse der Volatilität oder des relativen Risikos reicht heute zur Risikomessung nicht mehr aus, denn sie liefert nur nachträgliche Angaben zu früheren Entscheidungen. In einem Umfeld, in dem sich die zugrunde liegenden Risiken ständig verändern, in dem Obligationen keine defensive Rolle mehr spielen und in dem die Diversifizierung stets zunimmt, ist die ex-ante-Budgetierung des Risikos nach Risikoquellen eine wesentliche Komponente bei Aufbau und Verwaltung jedes Portfolios, um es für Rückgänge in Phasen hoher Volatilität an den Märkten zu rüsten und um die entsprechenden Verluste abzufedern. ■

Das richtige Risiko auf den Aktienmärkten nehmen Vereinnahmen von Risikoprämien der Investmentstile



Von Dr. Benedikt Henne
CF, Mathematiker,
Co-CIO Systematic Equity

Allianz GI Europe

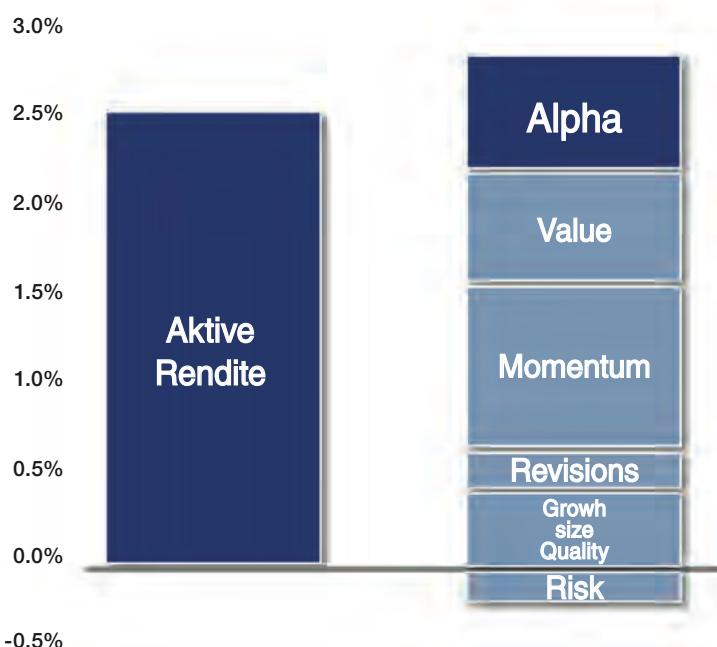
Woher kommt Outperformance in Aktienmärkten?

Wir wollen im Folgenden eine einfache Frage beantworten: Woher kommt Outperformance in Aktienmärkten? Empirische Studien zeigen, dass die Einzeltiltelauswahl nur einen Teil der aktiven Performance erfolgreicher Portfoliomanager erklärt. Andere, strukturelle Faktoren erklären eher die langfristige, aktive Performance. Diese Faktoren sind insbesondere die Investmentstile *Value*, *Momentum*, *Growth* und *Small Caps*. Die Existenz von Risikoprämien in diesen Investmentstilen ist überausgedehnte Zeiträume für alle großen Anlageregionen der Welt nachgewiesen, sowohl in den entwickelten Märkten als auch in den sich entwickelnden

Märkten. Natürlich sind wir nicht die einzigen, die dies beobachtet haben. Es existieren dazu viele einschlägige, akademische Studien.

Der Investmentprozess unserer Multifaktor-Strategie baut auf den Performance-Treibern auf, die durch die Investmentstile gegeben sind. Die Idee, die Risikoprämien der Investmentstile zu vereinnahmen, ist zwar nicht neu, allerdings ist der Ansatz, die Risikoprämien systematisch auf eine integrierte und diversifizierte Weise zu vereinnahmen anstatt sich auf eine Stil-Strategie wie *Value* oder *Growth* zu konzentrieren, eher selten.

Zusammensetzung der aktiven Rendite globaler Aktienmanager 1990-2013



Wo liegen die Probleme bei herkömmlichen Investmentstil-Strategien? Volatilität und Phasen von Rückschlägen

Wir sind überzeugt, dass Investmentstile Träger von Risikoprämien sind, die durch einen systematischen und stringenten Ansatz vereinnahmt werden können. Allerdings kommen trotz der langfristigen Outperformance von einzelnen Investmentstilen gegenüber dem Gesamtmarkt, wie insbesondere am Beispiel von *Value* und *Momentum* ersichtlich, zwischendurch auch lange Perioden der Underperformance vor. Viele Investoren sind offensichtlich nicht in der Lage, solche Rückschlagphasen zu akzeptieren, die die relative Performance schmerhaft beeinträchtigen können.

Der Markt bietet mittlerweile Risikoprämien-ETFs an, die es den Investoren ermöglichen, ein Exposure in „Smart Beta“ Faktoren aufzubauen. Diese sogenannten „Smart Beta Indizes“ mit Ausprägungen in *Value*, *Growth* und sogar *Momentum* sowie anderen Investmentstilen finden immer mehr Anklang. Deren Investmentstilausprägungen sind aber nicht stabil über die Zeit, und sie bieten nicht die beiden Erfolgsfaktoren, die unserer Meinung nach den Erfolg einer gut diversifizierten Multifaktor-Strategie ausmachen, namentlich die Diversifikation der Investmentstile und die Diversität innerhalb der Stile.

Der erste Erfolgsfaktor beruht auf der Diversifikation der Investmentstile. Wir überwachen und beschränken die Überlappung der verschiedenen Stile, was nicht der Fall ist, wenn man in ETFs investiert. Diese können nämlich beträchtliche Überschneidungen entwickeln. Der zweite Erfolgsfaktor sorgt für Diversität innerhalb der Investmentstile. Wir stellen zum Beispiel sicher, dass innerhalb des Investmentstils *Value* stets eine ausgeglichene Ausprägung sowohl bezüglich zyklischer Werte als auch defensiver Werte vorhanden ist. Dadurch gewinnt das Portfolio an Unabhängigkeit gegenüber dem Konjunkturzyklus.

Betrachten wir die Überlappung, die die beiden Investmentstile *Value* und *Momentum* im Jahre 2007 nach einer vierjährigen Hause im Aktienmarkt entwickelten. Damals wurden dieselben Aktien oft zweimal gleichzeitig ausgewählt. Denn in einem kreditgetriebenen Wirtschaftsauf-

schwung konnten sich die Ergebnisse vieler Firmen schneller steigern als ihre Aktienkurse. Dies brachte viele Titel hervor, die sowohl ein interessantes Bewertungsprofil als auch ein positives Momentum zeigten. Als die Kreditschöpfung 2007 unterbrochen wurde und der Markt einbrach, machte sich die mangelnde Diversifikation schmerhaft bemerkbar, und die einfache Mischung aus ETFs korrigierte stark nach unten. Genauso verhielt es sich mit den meisten Multifaktormodellen und klassischen aktiven Managern, die ebenfalls sehr stark auf günstig bewertete Aktien mit zusätzlich erhöhtem Momentum gesetzt hatten. Unsere Portfolios schnitten im Peer Group-Vergleich besser ab. Denn anstatt die eine Aktie zu kaufen, die sowohl eine Value- als auch eine Momentum-Prämie aufwies, kauften wir zwei Titel, eine niedrig bewertete Aktie, die kein interessantes Momentum aufwies und eine zweite Aktie, die im Gegenteil ein positives Momentum aufwies, aber schon ein höheres Bewertungsniveau erreicht hatte. Dieser Ansatz machte es möglich, die Diversifikation in einem fallenden Markt aufrecht zu halten.

Um die Diversifikation der Investmentstile weiter zu ergänzen, versuchen wir, auch die Diversität innerhalb der Investmentstilausprägungen zu verbessern. Nach der starken Markterholung Anfang 2009 haben wir genauso viele defensive Value-Aktien gehalten wie zyklische und genauso viele defensive Wachstumsaktien wie zyklische. Obwohl wir nicht wussten, wann der Markt sich wieder erholen würde, sind wir dank unserer neutralen Ausrichtung bezüglich des Marktzyklus während des starken Anstiegs nicht hinter den Markt zurückgefallen. Während der Track Record der meisten Konkurrenten stark gelitten hat, und auch eine Mischung aus ETFs starke Underperformance hinnehmen musste, hat unserer Ansatz Underperformance erspart.

Eine solche Multifaktor-Lösung stützt sich auf einen hochdiversifizierten Investmentstil-Mix aus fünf Investment-Stilen, die sich langfristig bewährt haben. Dabei werden konträre Investmentstile (z.B. Value) mit trendfolgenden Investmentstilen (z.B. Momentum oder Gewinnrevisionen) in den Portfolios ausbalanciert. Diese Kombination der Investmentstile erlaubt eine stabile Outperformance in allen Phasen des Marktzyklus und in fast allen Marktumgebungen. Die Portfoliokonstruktion bewirkt

einen hohen Diversifikationsgrad und behält einen über die Zeit relativ stabilen Investmentstil-Mix bei. Tatsächlich verzichtet der Investmentprozess auf jegliches *Timing* der Investmentstile.

Warum sollte man zwischen entlohnnten und nicht entlohnnten Risiken unterscheiden?

Entlohnte Risiken sind solche, die langfristig eine Prämie für den *Buy and Hold*-Investor bereithalten. Diese Prämie stellt eine angemessene Entlohnung für ein zusätzlich eingegangenes Risiko dar. Der *Value*-Investor erhält eine Prämie für das Finanzieren des schwankenden Einkommensstromes einer *Value*-Aktie. Tatsächlich ist diese Art von Unternehmen stets dem Risiko ausgesetzt, in naher Zukunft nicht zu überleben, oder zumindest besteht die Gefahr, dass das Unternehmensergebnis stark gemindert sein kann. Der *Growth*-Investor hingegen vereinnahmt eine Prämie anderer Natur. Diese entschädigt für das Finanzieren langfristiger Projekte, die sich erst später auszahlen werden. Dies stellt ein Duration-Risiko dar. Jede dieser Prämienarten beruht also auf einer soliden, ökonomischen Begründung.

Darüber hinaus gibt es auch nicht entlohnte Risiken wie z. B. die Sensitivität einer Aktie bezüglich des BIP-Wachstums. Bezuglich dieser Risiken sind *Buy and Hold*-Strategien nicht angemessen. Nur eine Vorhersage des BIP-Wachstums könnte hier eine Über- oder Untergewichtung der Aktien mit erhöhter BIP-Sensitivität rechtfertigen. In der diskutierten Multifaktor-Strategie stellen wir uns absichtlich neutral gegenüber Risiken, die keine Prämie für eine langfristige Ausprägung mit sich bringen. Der Ansatz reduziert sowohl den *Tracking Error* als auch die Sensitivität gegenüber dem makroökonomischen Hintergrund. Der Teil unserer Anlagesumme, der einer aktiven Strategie folgt, stellt 70% der Gesamtanlagesumme der globalen Portfolios dar. Anders ausgedrückt, 70% der Gewichtung des Portfolios weichen von der Zusammensetzung des Vergleichsindex ab. Der *Tracking Error* bleibt trotzdem moderat, da diese aktive Masse auf die verschiedenen Investmentstile verteilt wird. Diese diversifizieren sich gegenseitig und weil wir eine neutrale Positionierung

gegenüber dem Wirtschaftszyklus anstreben. Das Exposure zu den entlohnnten Risiken ist diversifiziert, während wir eine neutrale Ausprägung bezüglich der nicht entlohnnten Risiken beibehalten. Dieser Ansatz ermöglicht das Erreichen eines hohen *Information Ratios*, also einer hohen Outperformance pro aktiver Risikoeinheit.

Der kumulative Effekt einer stabilen Outperformance

Viele Portfoliomanager von *High Conviction* Portfolios durchlaufen sowohl Phasen starker Outperformance als auch Phasen schmerzhafter Underperformance. Eine Multifaktor-Strategie, die die Risikoprämien auf den Aktienmärkten vereinnahmt und eine diversifizierte Investmentstil-Mischung nutzt, erzeugt eine stabile, langfristige Outperformance von 1 bis 2% pro Jahr. Wenn auch diese Zahlen zunächst wenig attraktiv erscheinen mögen, so hat doch die Regelmäßigkeit der Outperformance einen beachtlichen Effekt auf die relative Performance: Seit 1999 hat der MSCI World Index einen Anstieg von ungefähr 50% hinter sich (Performance in Euro), während die entsprechende Multifaktor-Strategie fast 85% gewonnen hat. Dies entspricht also einer um das 1,6fach besseren Performance als der Vergleichsindex. Diese Zahl zeigt klar den kumulativen, langfristigen Effekt einer regelmäßigen Outperformance und damit die Vorteile einer hohen Performance-Stabilität, namentlich die Vermeidung von Rückschlägen in der relativen Performance.

Zusammenfassung Risikomanagement – die richtigen Risiken nehmen

Der hier vorgestellte Multifaktor-Ansatz setzt einen systematischen Investmentprozess um, der erfolgreich die Risikoprämien vereinnahmt, die mit den Investmentstilen verbunden sind. Es ist dadurch möglich, eine stabile Outperformance unter Vermeidung starker Rückschläge in der relativen Performance zu erzeugen, was sich in einem bedeutenden, kumulativen Langzeiteffekt bemerkbar macht. Damit konnten die entsprechenden Vergleichsindizes in der Vergangenheit deutlich geschlagen werden; und dies in allen wichtigen Investmentregionen der Welt. ■

Kann das Wirtschaftswachstum bei den Aktien überhaupt noch Kapitalrendite liefern?



Von
Alain Barbezat
 Strategist Investment
 Manager

Banque Cantonale Vaudoise

„Gibt es noch ein Tier, das Sie gerne sehen würden?“

Für meine Tochter und mich war es die letzte Etappe einer wunderschönen Safari durch Tansania, die im Ngorongoro-Krater ihren Abschluss finden sollte. Nach einer erlebnisreichen Woche in der afrikanischen Savanne machte sich bei uns langsam die Müdigkeit bemerkbar. Eine Mitreisende aus Asien hatte aber offensichtlich noch Lust auf mehr und sagte: „Ja, ich würde gern noch einen Tiger sehen.“ Einen Tiger in freier Wildbahn in Afrika?

Ich erzähle diese Anekdote nicht, um mich über die Frau lustig zu machen, sondern weil sie mich daran erinnert, dass uns allen eines immer wieder passiert: unrealistische Erwartungen zu haben. Manchmal handelt es sich bei diesen „afrikanischen Tigern“ um Konzepte oder Vorstellungen, die so tief in unserer Psyche verwurzelt sind, dass viele von uns sie für Tatsachen halten, selbst wenn eine einfache Überlegung aufzeigen würde, dass dem nicht so ist.

Eine solche unrealistische Erwartung ist die derzeitige Annahme, dass die Aktienmärkte gleiche Renditen wie in jüngster Vergangenheit abwerfen werden. Sie werden es nicht, genauso wenig wie sie den historischen Durchschnitt erreichen werden.

In einigen universitären Studien wird in diesem Zusammenhang der Begriff „Rezenzeffekt“ verwendet. Dieser bezeichnet das Phänomen, dass Menschen neueren Ereignissen eine viel grösse-

Relevanz und mehr Gewicht beimessen als Ereignissen, die weiter zurückliegen. Seit die Aktien in der grossen Hause von 1982 bis 2000 exorbitant hohe Renditen abwarfen, ist es normal geworden, bei den Aktien zweistellige Renditen zu erwarten, obwohl ihnen dies zuvor kaum jemals gelang.

Von anderen Gründen abgesehen, wird allein das Zusammentreffen von hoher Verschuldung und demografischem Wandel (Verschlechterung des Verhältnisses von erwerbsfähiger und nicht erwerbsfähiger Bevölkerung) fast sicher dazu führen, dass das Wirtschaftswachstum – und mit ihm das Wachstum der Unternehmensgewinne – in den kommenden 5 bis 10 Jahren unterdurchschnittlich ausfallen wird. Jede andere Erwartung wäre schlicht unrealistisch.

Allerdings könnte dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) die Rolle des Jokers zukommen und sein Anstieg uns letztlich doch die ersehnten zweistelligen Renditen liefern. Ja, schon – aber eigentlich doch nicht.

Die Aktienrendite hängt von drei Faktoren ab

Bei den meisten Anlegern ist es so, dass der überwiegende Teil der Portfoliorendite an den Aktienmärkten erzielt oder durch sie beeinflusst wird. Der Entwicklung der Aktienmarktrendite liegt ein recht simpler Mechanismus zugrunde, der durch drei Faktoren bestimmt wird: Gewinnwachstum, Dividendenrendite und langfristige Entwicklung des KGV. Selbstverständlich werden diese drei Elemente wiederum von einer Vielzahl anderer Faktoren beeinflusst,

was den Prozess weitaus komplexer macht. Zur besseren Nachvollziehbarkeit werden wir es hier jedoch so einfach wie möglich halten.

Bei den Aktien beträgt die durchschnittliche Jahresrendite seit 1926 10,1%, wobei 5,22 Prozentpunkte (Pp) auf die Unternehmensgewinne, 4,25 Pp auf die Dividendenrendite und 0,63 Pp auf die KGV-Entwicklung entfallen (Quelle: Ibbotson SBBI Classic Yearbook von Morningstar, Seiten 156-157). Diese historischen Werte profitierten von einer Vielzahl von Umständen, die heute leider nicht mehr gegeben sind, wie wir weiter unten sehen werden.

Die Frage, die sich viele Anleger derzeit stellen, lautet: „Können wir in Anbetracht der heutigen Werte wirklich überdurchschnittliche Renditen wie während der letzten säkularen Hause (Bullenmarkt) in den 1980er und 1990er Jahren erwarten oder müssen wir uns auf weitere zehn Jahre Baisse (Bärenmarkt) und tieferer Renditen einstellen?“

Wir verwenden die Bezeichnung „säkular“, um ein spezielles Bewertungsumfeld zu beschreiben. Wenn wir die Zyklen unter dem Aspekt des Bewertungsniveaus betrachten, werden diese viel klarer und leichter nachvollziehbar. Da innerhalb einer säkularen Marktphase zahlreiche mehr oder weniger starke zyklische Hause- oder Baissephasen auftreten können, reicht der Wert oder die Schwankung eines Index als objektives Kriterium nicht aus, um zu bestimmen, wo wir uns innerhalb des säkularen Trends befinden.

Die meisten Experten waren sich darüber einig, dass mit dem neuen Jahrtausend ein Bärenmarkt eingesetzt hat. Seit einigen Jahren werden jedoch andere Meinungen laut: Einige renommierte Häuser postulieren, dass wir uns bereits in einem neuen Bullenmarkt befinden. Während über den genauen Zeitpunkt, wann zwischen 2011 und 2013 der Bullenmarkt einzusteht, Uneinigkeit herrscht, verbindet all diese Analysen, dass sie sich ausschliesslich auf die nominalen Indexwerte stützen.

Unter säkularen Zyklen verstehen wir lange Zeiträume über- oder unterdurchschnittlicher Renditen. In Hausephasen treiben die Optimisten (Bullen) den Index immer

höher, ohne dass die Pessimisten (Bären) dagegenhalten können; zumindest wenn man von den kurzen Korrekturen absieht, die den oben erwähnten zyklischen Baissephasen entsprechen. Säkulare Baissen gehen eigentlich nicht sehr häufig mit echten Kursrückgängen, sondern vielmehr mit einer Seitwärtsentwicklung des Index einher, bei der sich die Aufwärts- und Abwärtskräfte neutralisieren. Solche Neutralisierungsphasen sind letztendlich lange Zeiträume mit enttäuschenden und sogar negativen kumulierten Renditen.

Welche Erwartungen wären in Bezug auf die zukünftigen Renditen denn nun angemessen? Bei unserer Betrachtung beziehen wir uns zum einen auf den S&P 500 Index, da er von allen Indizes am weitesten in die Vergangenheit zurückreicht und sich durch die grösste Transparenz auszeichnet. Zum anderen verwenden wir die Daten von Robert Shiller (www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls), um ein um die konjunkturellen Schwankungen bereinigtes KGV zu errechnen (siehe Kasten). Weiter legen wir fest, dass wir die nächsten zehn Jahre (2015-2024) betrachten wollen.

Gewinnwachstum

Der erste Faktor, der die Gesamtrendite von Aktien beeinflusst, ist das Gewinnwachstum, das hauptsächlich auf dem Wirtschaftswachstum beruht. Obwohl die Gewinnmargen je nach Konjunkturzyklus und Branche bzw. Unternehmen variieren, gilt für den Aktienmarkt in seiner Gesamtheit auf lange Sicht, dass die Gewinne der Unternehmen dazu neigen, dem Umsatzwachstum zu folgen. Gesamtwirtschaftliche Messgrössen wie das Bruttoinlandsprodukt (BIP) spiegeln die gesamte Umsatzentwicklung aller Unternehmen einer Volkswirtschaft ziemlich genau wider. Demzufolge verlaufen das Gewinnwachstum und das BIP-Wachstum ähnlich. Um genau zu sein, liegt das Gewinnwachstum der Unternehmen von Large-Cap-Indizes wie dem S&P 500 leicht unter dem durchschnittlichen weltweiten Wirtschaftswachstum, da eine Volkswirtschaft auch kleine sowie Start-Up-Unternehmen umfasst, welche die grossen, stabileren Unternehmen beim Gewinnwachstum häufig übertreffen.

Was ist das Shiller-KGV?

Das zyklisch adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnis, gemeinhin als Shiller-KGV bekannt, wird im Allgemeinen für die Bewertung grosser Börsenindizes verwendet. Es handelt sich dabei um den Quotienten aus Kurs und inflationsbereinigtem mittleren Gewinn der letzten zehn Jahre. Die Kennzahl dient hauptsächlich der Bewertung der Aktienrenditen der kommenden 10 bis 20 Jahre.

Um die Schwankungen zu vernachlässigen, die im Laufe eines typischen Konjunkturzyklus von sich ändernden Gewinnmargen verursacht werden, wird bei der Berechnung der Kennzahl auf die realen (inflationsbereinigten) Gewinne zurückgegriffen. Die Bewertungsmethode geht auf Robert Shiller, Professor an der Universität von Yale und Wirtschaftsnobelpreisträger von 2013, zurück. Die Grundlage für das Shiller-KGV bildeten die Arbeit der renommierten Forscher Benjamin Graham und David Dodd sowie ihr 1934 erschienenes legendäres Buch „Security Analysis“. Graham und Dodd sprachen sich dafür aus, bei der Berechnung des KGV einen Mittelwert des Gewinns je Aktie (EPS) über mehrere Jahre zu verwenden – etwa 5, 7 oder 10 Jahre –, um zyklische Effekte zu glätten.

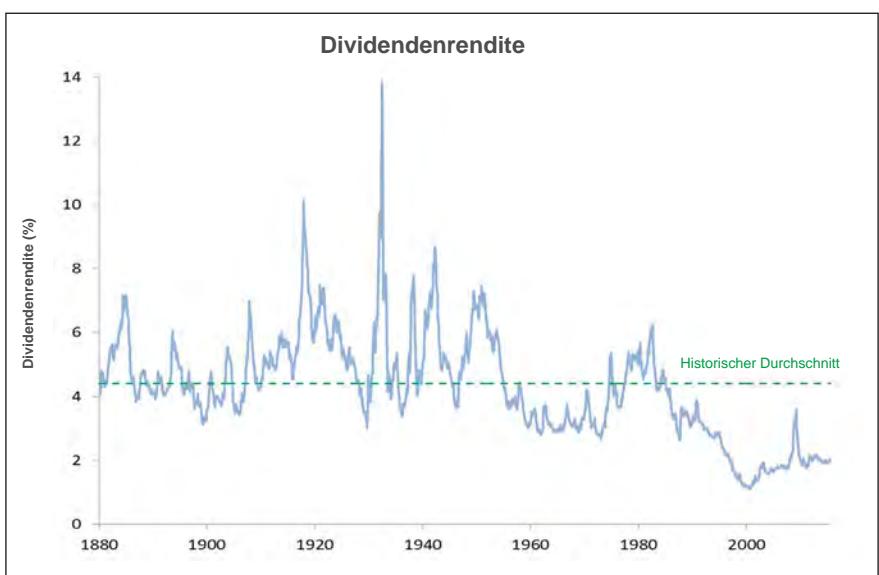
Durchschnitt) um ca. 1,5 Prozentpunkte verringern. Zudem erwartet ein Grossteil der Ökonomen, dass sich das reale Wirtschaftswachstum (und demnach das inflationsbereinigte Gewinnwachstum) in den kommenden Jahren auf rund 2% verlangsamen wird. Demzufolge würde das künftige nominale Gewinnwachstum 3,5% pro Jahr betragen.

Gewiss geht diese Gewinnprognose von einer relativ niedrigen Inflation aus. Und gewiss würde eine höhere Inflationsrate den Beitrag des Gewinnwachstums zur Gesamtrendite vergrössern. Weiter unten werden wir allerdings sehen, dass eine höhere Inflation auf einen anderen Faktor einen grösseren und vor allem gegenteiligen Effekt hätte.

Dividendenrendite

Der zweite die Gesamtrendite von Aktien beeinflussende Faktor ist die Dividendenrendite. Sie hängt stark mit der Bewertung eines Titels (KGV) zusammen. Bei einer niedrigen Bewertung ist die Dividendenrendite höher als bei einer hohen Bewertung. Hier besteht eine direkte mathematische Beziehung. Die Dividendenrendite eines Marktes, dessen KGV bei 10 liegt, ist doppelt so hoch wie diejenige eines Marktes mit einem KGV von 20 (unter der Voraussetzung, dass die Dividenden gleich hoch sind). Im Jahr 1926, zu Beginn der historischen Aufzeichnung, lag das KGV bei 10,2 und die Dividendenrendite bei 4,25%. Wäre das KGV damals auf

In den vergangenen 89 Jahren betrug die Inflation im Schnitt 2,93%. Zurzeit ist sie mit 1,5% nur rund halb so hoch. Sollte die Inflationsrate derart niedrig bleiben – wovon die meisten Analysten derzeit ausgehen – würde dies das künftige nominale Wirtschaftswachstum (im Vergleich zum historischen



seinem heutigen Stand von 26 gewesen, dann hätte die Dividendenrendite nur ungefähr 2% betragen. Das derzeit recht hohe KGV deutet also auf eine relativ bescheidene Dividendenrendite für alle 2015 beginnenden Referenzzeiträume hin. Zudem sei darauf hingewiesen, dass sich die Gewinne in Prozent des BIP bereits in die Nähe der historischen Höchststände bewegen. In der Vergangenheit tendierten sie dazu, immer wieder zu ihrem historischen Mittelwert zurückzukehren (Mean-Reversion-Effekt). Dies legt nahe, dass es nur wenig Raum für einen weiteren Anstieg der Gewinne in Prozent des BIP gibt.

Von diesen beiden Renditefaktoren ausgehend, ist für die nächsten zehn Jahre eine annualisierte Gesamtrendite von rund 5,5% zu erwarten.

Bei dieser Zahl wird allerdings vorausgesetzt, dass sich das KGV nicht ändert. Das heißt, es wird davon ausgegangen, dass der Stand des KGV in zehn Jahren ungefähr dem heutigen entspricht und dass es dann genauso wenig in der Lage sein wird, sich zu verdoppeln, wie heute auch. Damit ein neuer säkularer Hausezyklus einsetzen kann, muss das KGV des Marktes zunächst auf einen Stand sinken, von wo aus eine Verdopplung oder Verdreifachung des Werts wieder möglich wäre. Ein derartiger Rückgang des KGV könnte die optimistischen Aussichten auf eine annualisierte Rendite von 5,5% zunichtemachen, denn er könnte die Rendite auf beinahe null sinken lassen.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Der letzte Faktor, der die Gesamtrendite beeinflusst, ist also die Entwicklung des KGV. Während sich ein Anstieg des KGV positiv auf die Renditen aus Gewinnen und Dividenden auswirkt, schmälert ein Rückgang die Gesamtrendite.

Säkulare Zyklen lassen sich nur dann nachvollziehen, wenn die zugrundeliegenden Mechanismen und Faktoren minutiös untersucht werden. Einer dieser Faktoren ist eben das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das seinerseits wiederum mit der Inflation in Zusammenhang steht. Denn wenn die Inflation steigt, sinkt der heutige Wert der künftigen Gewinne. Während die Kurse

(das „K“ des KGV) fallen, sind die Gewinne (das „G“ des KGV) nicht unmittelbar betroffen. Da das „K“ im Zähler kleiner wird und das „G“ im Nenner unverändert bleibt, ergibt sich ein niedrigeres KGV. Auch eine Deflation hat ein Absinken des KGV zur Folge. Sie zeichnet sich nämlich durch einen Abwärtstrend der künftigen nominalen Preise und damit auch der Erträge bzw. Gewinne aus. Je stärker die Preise sinken, desto stärker sinkt der Wert des Marktes (und folglich auch das KGV). Seine Höchststände erreicht das KGV, wenn die Inflation niedrig und stabil ist – genau die Situation, in der wir uns zurzeit befinden.

Während eine stabile und niedrige Inflation also zu einem Anstieg des KGV führt, bewirken alle sonstigen Entwicklungen der Inflationsrate einen Rückgang. Auf diese Weise geben die Inflationszyklen die Entwicklung des KGV vor, welches wiederum das Gewinnwachstum verstärkt oder bremst, so dass über- bzw. unterdurchschnittliche Renditen generiert werden.

Angesichts der heute relativ niedrigen und stabilen Inflation wird jegliche bedeutende Zu- oder Abnahme der Inflationsrate einen negativen Einfluss auf das KGV haben. Es scheint daher eher unwahrscheinlich, dass die Gesamtrendite der Aktienmärkte infolge eines signifikanten Anstiegs des KGV einen positiven Beitrag erfährt.

Alle diejenigen, die jedoch jetzt voreilen und sagen, dass die Inflation den Renditebeitrag des Gewinnwachstums steigert, sollten bedenken, dass die negativen Aus-

wirkungen auf das KGV das Plus bei den Unternehmensgewinnen mehr als neutralisieren würden.

Sämtliche Bullenmärkte (1921-1928, 1933-1936, 1942-1965, 1982-1999) setzten bei einem KGV zwischen 5 und 10 ein. Bärenmärkte beginnen wiederum dort, wo Bullenmärkte aufhören, in der Regel bei einem KGV zwischen 20 und 25. Eine Ausnahme hiervon ist die säkulare Hause zwischen 1982 und 1999, deren dramatisches Ende in einer Spekulationsblase das KGV in die astronomische Höhe von 44 trieb. Der Weg von solchen Höhen zurück auf ein Niveau, auf dem alle früheren Bullenmärkte einsetzen (zwischen 5 und 10), ist selbstverständlich entsprechend länger. Sollte sich der Indexstand in etwa halten und die Gesamtrendite in den Bereich der genannten 5,5% kommen, dann wären Bewertungen, die einen neuen Bullenmarkt begünstigen würden, am Markt erst wieder gegen 2025 gegeben. Weitere Szenarien wären entweder ein Markt, der im Rhythmus der Gesamtrendite zulegt (mit einem stagnierenden KGV im Bereich des heutigen Werts von 26), oder die Entstehung einer neuen Spekulationsblase mit einem KGV wie 1999.

Fazit

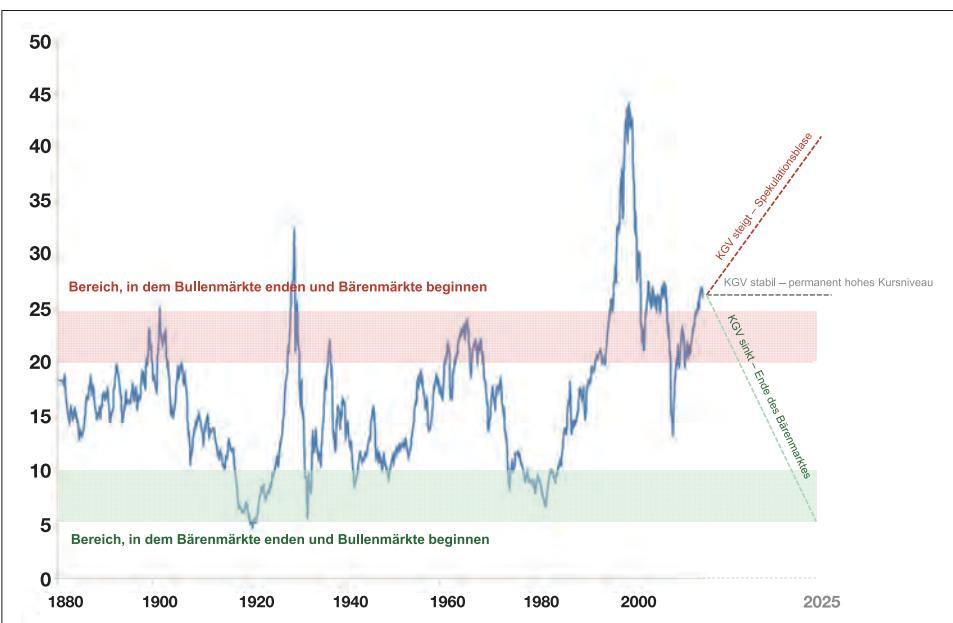
Natürlich möchten die Anleger zu einem säkularen Hausemarkt zurückkehren, tatsächlich sind die Aktienbewertungen aber nicht tief genug, um als Katalysator für die Entstehung eines neuen Bullenmarktes zu dienen. Sie bewegen sich vielmehr auf



einem Niveau, bei dem für gewöhnlich Bärenmärkte entstehen.

Die lange Wartezeit sowie weitere Faktoren haben einige sehr intelligente – und angesehene – Leute dazu verleitet, mit der Ankunft einer neuen säkularen Hause zu rechnen, ja diese schliesslich sogar anzukündigen. Leider sind die Börsen jedoch nicht in der Lage, langfristig überdurchschnittliche Renditen zu bieten.

Für die Zukunft sind drei Szenarien vorstellbar: Es könnte zu einer ähnlichen Spekulationsblase wie Ende des letzten Jahrtausends kommen, dies scheint jedoch höchst unwahrscheinlich. Es könnte aber auch eine noch nie dagewesene Phase mit hohen und stabilen KGV einsetzen. Im Herbst 1929 wagte Irving Fisher die Behauptung: „Die Aktienkurse haben, so sieht es aus, ein permanent hohes Niveau erreicht.“ Was folgte, ist hinlänglich bekannt. Selbst wenn sich solch eine Vorhersage in der heutigen Situation als richtig erweisen sollte, könnten die Anleger nicht mit einer annualisierten nominalen Rendite über 5,5% rechnen. Das dritte und unserer Meinung nach wahrscheinlichste Szenario wäre schliesslich, dass sich der Abwärtstrend bei



den Bewertungen fortsetzt, bis ein Niveau erreicht ist, auf dem in der Vergangenheit neue Bullenmärkte entstanden sind. Die bittere Wahrheit bei diesem Szenario ist, dass die Anleger mit einer längeren Phase mit Renditen nahe null oder sogar kurzen Phasen mit kumulierten Verlusten rechnen müssen. In Anbetracht des Vorhergesagten sollte jedem Anleger bewusst sein, dass bei einem unerwarteten Wirtschaftsabschwung das zweite Szenario zum wahrscheinlichsten aufrücken wird und es zu

einem sogenannten Börsencrash kommen kann. Für Selbstgefälligkeit ist kein Platz.

Bei einem Bärenmarkt muss man sich nicht zwingend aus den Aktienmärkten zurückziehen. Es gilt vielmehr die Positionierung der Portfolios – und die eigenen Erwartungen – diesem Umfeld anzupassen. Solide Renditen sind zwar möglich, erfordern aber viel mehr Arbeit als bei den vorteilhaften Bedingungen eines Bullenmarktes. ■

Julien Burgy - Marbre de Thasos - Mouvement - 104 x 57 x 46 cm



Wie kann mit Risiken im Portfolio Management von Aktien umgegangen werden?



Von

Jean Médecin

Mitglied des Investment Committee

Carmignac

Sieben Jahre nach dem Ausbruch der grossen Finanzkrise, die mit radikalen geldpolitischen Rezepten behandelt wurde, befindet sich die Welt am Anfang einer entscheidenden Übergangsphase. Der jüngste Volatilitätschub bei den Kursen der als „risikofrei“ bezeichneten Finanzwerte hat diese weltweite eingeläutet.

Die fehlende Prognosesicherheit bezüglich der Nebenwirkungen der jüngsten Wendepunkte der Griechenland-Krise stellt offenkundig ein weiteres Missgeschick dar. Zwar sind mehrere Zentralbanken, darunter die EZB, nach wie vor eifrig am Werk, doch sieht sich ihre Fähigkeit, weiterhin die Rolle eines Risikominderers für die Märkte zu spielen, künftig durch die Perspektive einer allmählichen Erholung der Gehaltsinflation in den Ländern bedroht, in denen annähernd Vollbeschäftigung erreicht ist, so die USA, das Vereinigte Königreich, Deutschland oder Japan. Die Vermögensverwalter müssen sich zugleich fragen, inwieweit sie darauf vorbereitet sind, diese neue Phase der Ungewissheit ohne Schäden für ihre Kunden zu managen, und ob sie in der Lage sind, gleichzeitig langfristige Gelegenheiten zu nutzen, die zutage treten (und von entscheidenden technologischen Zäsuren in bestimmten Sektoren bis hin zu den Reformen reichen, die in zahlreichen Ländern unternommen werden).

In den Vereinigten Staaten wird die wichtigste Änderung den Übergang zu einer Normalisierung der Geldpolitik betreffen. Der drastische Verfall des Ölpreises im vergangenen Jahr gestattete es, den Beginn dieser Massnahmen zu vertagen. Doch der Übergang ist unabwendbar: Die Auswir-

kungen der laufenden Verbesserung der Arbeits- und Immobilienmärkte seit drei Jahren, werden langsam bei den Gehältern und den Mieten spürbar. Zugleich ist die Dynamik des amerikanischen Wachstums weiterhin moderat und rechtfertigt die von Janet Yellen bisher an den Tag gelegte Vorsicht. Die Konsumentenzahlen erholen sich, während die Investitionszahlen weiterhin schwach bleiben. Das Management des Übergangs ist daher schwierig: Es ist von essentieller Bedeutung für die Fed, sich wieder Handlungsspielraum bezüglich ihrer Geldpolitik zu verschaffen (sowohl um eine mögliche Beschleunigung der Inflationsindikatoren zu kontrollieren, als auch um bei der nächsten zyklischen Abkühlung handlungsfähig zu sein), aber es ist ebenso unerlässlich, die Finanzierungsbedingungen einer noch immer fragilen Wirtschaft nicht zu schnell zu drosseln. Die Folge für die Gesamtheit der Zinsmärkte ist eine historische Systemänderung, die den Abschied von der Stabilität einer dreissigjährigen deflationistischen Tendenz und den Eintritt in eine instabilere Phase markiert.

In der Eurozone stellt die Griechenland-Krise die Spitze des Eisbergs dar, der sich vor der Europäischen Währungsunion auftut. Denn seit fünf Jahren wurde für zahlreiche Länder der Eurozone die Nichteinhaltung der Konvergenzkriterien zur Regel, so dass sie sämtliche haushaltspolitische Flexibilität, d. h. die Fähigkeit zur Konjunkturbelebung, verloren haben. Mittelfristig hat dies zur Folge, dass die Geldpolitik der Union sich beim nächsten Anzeichen einer wirtschaftlichen Abkühlung nicht an den Stützungsbedürfnissen der schwächsten Länder ausrichten kann, weshalb die wirtschaftliche

und finanzielle Entwicklung Letzterer noch stärker von jener der stärksten Länder abweichen wird. Wenn die Eurozone nicht riskieren möchte, erneut über den Rand des Abgrunds einer Aufspaltung zu schielen, muss sie den Übergang zu einer stärkeren Integration schneller vorantreiben. Die Entwicklung dieser politischen Risiken wird die Aktienmärkte und auch die Devisenmärkte in erheblichem Masse beeinflussen.

In China geht es mittelfristig um den Übergang zu einer offenen und weltweiten Wirtschaft. Die Öffnung der Kapitalmärkte, die Konvertierbarkeit des Renminbi mit anschliessender Erlangung des Status als Reservewährung des IWF, die Finanzierung der wirtschaftlichen Entwicklung in Asien über die Gründung der Asiatischen Infrastruktur-Investitionsbank stellen Meilensteine auf diesem Weg dar. Der Weg hin zu einem ausgewogenen und florierenden Wachstum wird kein Spaziergang und die chinesischen Behörden werden eine Drosselung der Kreditmärkte vornehmen müssen und dabei versuchen müssen, Wirtschaftseinbrüche zu vermeiden. Der Erfolg dieser Politik wird die Bedingung für den Umfang des Kapitals sein, das in Form von Investitionen in einen Markt fliessst, dessen Gewicht in den weltweiten Aktienindizes sich früher oder später verdoppeln kann.

Im Rest der Schwellenmärkte erweist sich die Wiederherstellung des Gleichgewichts in Volkswirtschaften, die noch zu häufig von Rohstoffexporten abhängig sind, als zentrale Problematik. Die Wiedererlangung des Gleichgewichts in der chinesischen Wirtschaft, die eine drastische Abnahme ihrer Rohstoffimporte zur Folge hat, ist nicht unbeteiligt an den Schwierigkeiten zahlreicher Schwellenländern, die sich nun in der Rezession befinden oder mit einer beschleunigten Entwertung ihrer Währung konfrontiert sind. Doch diese Stressphasen lieferten in der Vergangenheit auch Anlagegelegenheiten, wenn es sich dabei um das Vorspiel zu Reformen handelte, welche die Wiederherstellung des grossen makroökonomischen Gleichgewichts sicherstellten.

Japan versucht seit 2013, einen Übergang in Gang zu bringen, der historisch wäre: hin zu einer Wirtschaftsdynamik, die von der Steigerung der Haushaltseinkommen, der Verbesserung der Corporate Governance

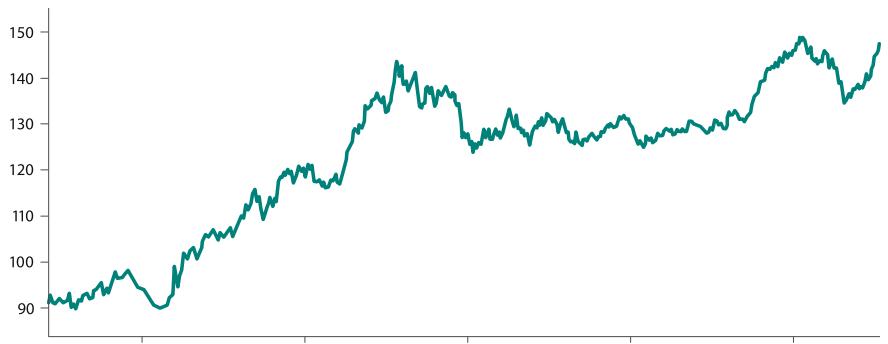
und der Deregulierung des Arbeitsmarkts und in der Vergangenheit geschützter Sektoren getragen wird. Die bis dato unerschütterliche Unterstützung durch die Bank of Japan zielt darauf ab, dem Land Zeit für diesen Übergang zu geben. Doch Letzterer erweist sich als sichtlich mühsam und muss noch fest verankerte kulturelle Hindernisse überwinden. Die „Reflation“ der japanischen Wirtschaft ist lebenswichtig für die Tragbarkeit des Verschuldungsniveaus des Landes. Ebenso ist sie es für die Bewertung seiner Märkte.

Das Management der Marktrisiken in einer solchen Phase solch allgegenwärtiger Übergänge ist ebenso unerlässlich wie komplex. Ein Fehler wäre es, der maximalen Verringerung der kurzfristigen Volatilität einen so hohen Stellenwert einzuräumen, dass die langfristigen Herausforderungen dadurch vernachlässigt würden. Was uns betrifft, so erscheint es uns beispielsweise unabdingbar, uns weiterhin in Unternehmen zu positionieren, die Wachstum und Prognosesicherheit bieten und deren Gewinnwachstum nicht stark von einer Beschleunigung des Wirtschaftszyklus abhängig ist. Auf Sektorebene kann es sich beispielsweise um Unternehmen handeln, die in grossen, zentralen Tendenzen engagiert sind: sei es die Behandlung der Leiden des kommenden Jahrhunderts (Fettleibigkeit, Diabetes, Krebs), die Verfolgung der Globalisierung der Konsumgewohnheiten durch starke Marken mit weltweiter Ausstrahlung oder auch die Welt des Internets, wo die typische Logik des „the winner takes it all“ historische Gelegenheiten für einige grosse Gewinner des Sektors schafft.

Doch das Management der Risiken ist ebenso schwierig. Es erfordert es, gut zwischen tatsächlichen Risiken, d. h. der Möglichkeit von „dauerhaften“ Verlusten, und Volatilität zu unterscheiden, d. h. einer Folge von Schwankungen, bei denen ein Anlageverwalter einen kühlen Kopf bewahren muss, die jedoch letztendlich nur Schall und Rauch sind. Der Druck des Entschuldungsbedarfs der Staaten, die bereits stark ausgereizten Grenzen der Zentralbank-Massnahmen und das Joch der Vorschriften im Bereich des Bankensektors haben die traditionellen Volatilitätspuffer geschwächt. Je stärker die erwähnten Übergänge zeitlich zusammenfallen, desto höher ist die den Märkten

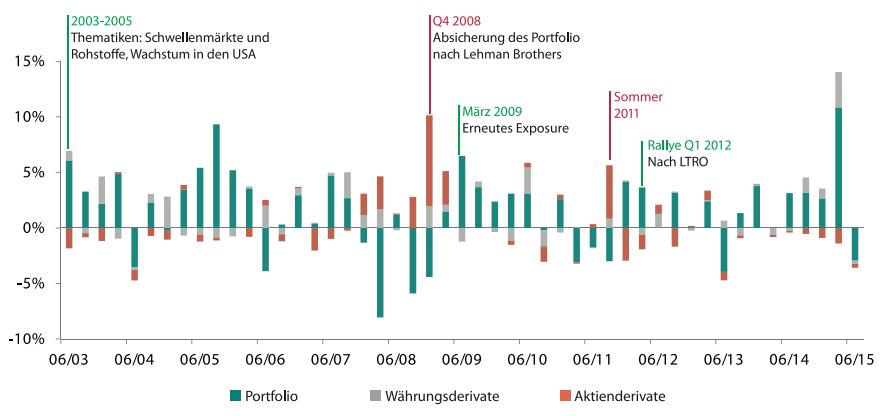
Performance der Qualitätswerte: Die Qualitätswerte weisen weiterhin eine Outperformance gegenüber den Werten geringerer Qualität auf

Weltweite Qualitätswerte ggü. weltweiten Werten geringerer Qualität



Quelle: Bloomberg, Juli 2015

Die Derivatestrategien sollen die langfristigen Themen aufrechterhalten:



Quelle: Carmignac; Analysezeitraum vom 31.03.2005 bis 30.06.2015
Die frühere Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Sie variiert mit der Zeit.

innwohnende Instabilität. Daher wird es das anbrechende Zeitalter erfordern, ein höheres Volatilitätsniveau zu tolerieren und zugleich ein disziplinierteres Risikomanagement denn je zu betreiben, um gelassen die wahren langfristigen Gewinnchancen wahrzunehmen. Die Anwendung einfach konzipierter, jedoch in ihrer Umsetzung fachspezifischer Verfahren wird ein entscheidender Faktor für den Erfolg sein. Es wird sich dabei beispielsweise um die Beherrschung der „Long-Short“-Verwaltung handeln, mit der bei geringem Marktrisiko Alpha generiert werden kann, um „Barbell“-Positionierungen (d. h. einer Positionierung, die ein Gleichgewicht zwischen einerseits starken, jedoch volatilen Überzeugungen, und andererseits Vermögenswerten mit geringer Performance, jedoch hoher Stabilität darstellt), um die Auswahl stark dekorrelierender Vermögenswerte, um den Einsatz von de

visenbasierten Diversifizierungsstrategien usw.

Im aktuellen Umfeld wird man flexibel sein und seine Fähigkeiten als Risikomanager unter Beweis stellen müssen. Diese Philosophie ist es, die nicht nur auf den Schutz der Ersparnisse der Kunden vor den Gefahren umfangreicher Marktkorrekturen abzielt, sondern auch darauf, unterschätzte Performancequellen zu nutzen. Es ist in einer instabilen Welt von entscheidender Bedeutung, das Exposure in Aktien, Zins-sätzen und Devisen zügig anzupassen zu können sowie Investitionen in Unternehmen den Vorzug zu geben, die selbst flexibel sind, d. h. kaum Schulden haben und Cashflow generieren. ■

Die indexierte Vermögensverwaltung

Ein regressiver Faktor für die nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung



Von
Olivier Ferrari
Direktor der Genossenschaft ONE CREATION

CONINCO Explorers in finance SA

Sein nunmehr drei Jahrzehnten steht die indexierte Vermögensverwaltung der aktiven Vermögensverwaltung gegenüber. Die Verfechter des passiven Asset Managements vertreten die Ansicht, dass es langfristig unmöglich sei, den Markt zu übertrumpfen, und dass es demzufolge vorteilhafter sei, einen Index nachzubilden. „Unliebsame“ Überraschungen würden so vermieden, denn sowohl bei einer Hause als auch einer Baisse erzielt der Investor im Laufe der Jahre eine der Marktentwicklung entsprechende Rendite.

Auf diese Weise kann einer „konjunkturbedingten“ Unzufriedenheit des Kunden vorbeugt werden, denn nun kann nicht mehr mit dem Positionierungsrisiko argumentiert werden, sei es ein geographisches, branchenspezifisches oder durch die Kapitalisierung bedingtes Risiko. Für indexierte Produkte sind die Verwaltungsgebühren auf ein Minimum reduziert. Sie sind so gering, dass man bei einer Analyse der tatsächlichen Kosten wohl zu dem Schluss käme, dass diese Produkte ein potentielles Verlustgeschäft sind. Im Gegensatz dazu ermöglicht die aktive Verwaltung Entwicklungen, welche zu einer Diversifizierung der wirtschaftlichen Entwicklung beitragen, da sie durch ihre Positionierung die ineffizientesten Gesellschaften sanktionieren. Eben diese Sanktionen werden von der indexierten Vermögensverwaltung augenblicklich nachgebildet.

Jahrzehntelang haben genau dieselben Verwaltungsgesellschaften, die heute eine indexierte Vermögensverwaltung predigen, ins Feld geführt und mithilfe von Statistiken nachgewiesen, dass das Market Timing eine

strategische Zuteilung nicht überbieten kann. Bei Letzterer wird das Vermögen unter Berücksichtigung der individuellen Bedürfnisse der Investoren in Wertpapieren und Immobilien mit unterschiedlichen Anlagezeiträumen kurz- bis langfristig angelegt.

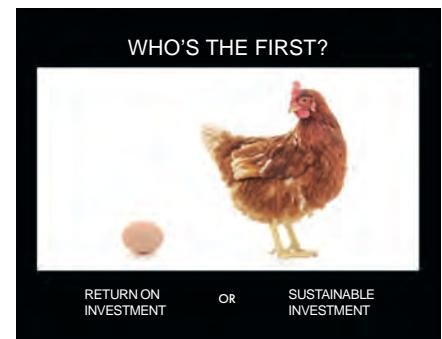
Finanzprodukte ohne wirtschaftlichen Wert

Angesichts der beschriebenen Unfähigkeit, Indizes zu übertreffen, in Verbindung mit einem *Market Timing*, das die Schaffung eines realen Werts potentiell erschwert, bieten die Finanzinstitute zunehmend hybride Anlagelösungen an. Gemeint sind Alpha-generierende Produkte, strukturierte Produkte aller Arten, Floor Funds usw.

All diese Ausprägungen basieren auf den Grundsätzen der Vermögensverwaltung und zielen darauf, jede Anlagemethode in eine für den Investor wohlklingende Formel zu „verpacken“. Sie generieren genauso viele – sichtbare oder verborgene – Verwaltungskosten, die es ermöglichen, an Stelle einer komplexen aktiven Vermögensverwaltung zu treten und neue, beträchtliche Ertragsquellen zu erschliessen. Schaut man sich dies genauer an, so handelt es sich grösstenteils um Verwaltungsstrategien, die ihre mittel- und langfristige Effizienz zumeist nicht unter Beweis gestellt haben und die nur bei einer bestimmten wirtschaftlichen Konjunktur über ein positives Potential verfügen.

Analysiert man die Funktionsweise dieser oder jener angebotenen Anlagelösung, so kann man nicht umhin festzustellen, dass wir es nicht mehr mit einer nachhaltigen industriellen Wirtschaftsentwicklung zu tun

haben, sondern mit einer Erzeugung von Reichtum, die auf die Finanz ausgerichtet ist. Diese Unterscheidung ist wesentlich. Denn die Finanz kann nur überleben, weil die gesamte wirtschaftliche Entwicklung die Anleger dazu bewegt, ihre Ersparnisse in Unternehmensgründungen, in die Industrie und in die Schaffung von Arbeitsplätzen zu investieren. Das exponentielle Bevölkerungswachstum, der schrittweise Übergang der verschiedenen Länder zur Marktwirtschaft sind zentrale Faktoren, die zur Bildung von individuellem Reichtum und zu einer Verbesserung des Lebensstandards für einen Grossteil der Weltbevölkerung beigetragen haben. So weit, so gut.



Zeitgleich zu diesem Entwicklungsprozess hat die Verbesserung der Rechenkapazitäten der Computer – genutzt von einer Finanzbranche, welche die Rolle des finanziellen Mittlers hinter sich gelassen hat, um sich einzigt und allein der Wertschöpfung durch die Finanz für die Finanz zu verschreiben – den Grundsatz der nachhaltigen Schaffung von Reichtum zerschlagen, der ursprünglich auf folgende Elemente zielte: effektive Arbeitsplätze in der realen Wirtschaft, Industriekredite und die Gründung von Handels- und Industrieunternehmen. Die Mathematiker suchen nach dem heiligen Gral in Form neuer Algorithmen, die absolute Performance erreichen, und wollen eine Gleichung aufstellen, die sämtliche Variablen der Schöpfung des Universums enthält.

Das Aufteilen der Finanzmittel, die in den Dienst der Unternehmensgründung gestellt werden könnten und die stattdessen für die Strukturierung von Produkten und komplexe Finanzmodelle abgezweigt werden, führt zu einer Pauperisierung der ökonomischen Entwicklung. Das Grundprinzip, nach dem durch Innovation und Unternehmensgründungen Reichtum entsteht, wird

nicht mehr berücksichtigt. Dies gilt ebenso für die institutionellen Anleger wie für die grossen Privatvermögen sowie für die übrigen Makler, die tagein, tagaus an der Online-Börse handeln, und trägt zu verstärkten Börsenschwankungen nach oben und nach unten bei. Diese Bewegungen treten immer häufiger auf und sind die Konsequenz von Spekulationen, die zu einer geographischen, branchenspezifischen oder kapitalisierungsabhängigen Neuzuweisung führen. Im Vergleich zum jeweiligen Referenzindex ist die indexierte Vermögensverwaltung zu einem kurzfristigen Instrument geworden, um die Resultate des Asset Managements als nicht anfechtbar abzusichern.

Die wirtschaftliche Tyrannie der indexierten Vermögensverwaltung

Die indexierte Vermögensverwaltung setzt der Unsicherheit ein Ende, die auf die Unmöglichkeit zurückzuführen ist, das Verhalten jedes einzelnen Wertpapiers präzise vorherzusagen. Sie vermittelt Sicherheit aufgrund einer billigenden „Resignation“, weil das Portfolio ebenso auf eine Hause wie auf eine Baisse reagieren wird, und zwar im gleichen Ausmass wie die relevanten Märkte.

Die Tatsache, dass zahlreiche Akteure zu einer indexierten Vermögensverwaltung tendieren, mindert allgemein das Potential für Innovationen und neue Wirtschaftsopportunitäten. Der Index, der sowohl die Performance der besten als auch der schlechtesten Unternehmen, aus denen er sich zusammensetzt, widerspiegelt, führt zu einem Verwaltungsmodell, das der freien Willensentscheidung ein Ende setzt, das Ganze von festgelegten Grössen abhängt und es gleichzeitig nach unten nivelliert. Dass die Finanz-Player weltweit auf diese Weise konvergieren, führt zu einer geringeren Vielfalt der Wirtschaftsunternehmen. Aus dieser Feststellung ergibt sich, dass die indexierte Vermögensverwaltung zur bestimmenden Grösse der wirtschaftlichen Entwicklung wird. Letztere wird von den Akteuren bzw. Investoren massgeblich beeinflusst, gelenkt von den Analysten, die zu Zensoren der Entscheide der Verwaltungsräte werden, die keine andere Wahl haben als den – dreimonatigen! – Erwartun-

gen der Finanz-Gemeinschaft zu entsprechen, anstatt den positiven Investitionszyklus (Investition – Forschung & Entwicklung – Ausarbeitung neuer Produkte – Marktentwicklung – Produktion – Lieferung an die Endverbraucher) fortzusetzen.



Wir befinden uns nicht mehr im Industriezeitalter, als man noch Zeit und Raum zur weiteren Entwicklung gewährte. Heutzutage muss das Geld so investiert werden, dass es dem Anspruch der augenblicklichen Generierung von Reichtum gerecht wird.

Ein solcher Ansatz kann nur einen Rückschritt der wirtschaftlichen Entwicklung bedeuten, die damit der Nachhaltigkeit entbehrt. Um diesem Trend entgegen zu wirken, muss die aktive Vermögensverwaltung eine Antwort parat halten, mit der unsere Gesellschaft Werte schaffen kann, die nicht mehr ausschliesslich finanziell orientiert sind, sondern die sich der Aussicht auf ein dynamisches Wachstum in allen Bereichen unserer Gesellschaft verschreiben. Dies impliziert auch zuzugeben, dass gewisse Wirtschaftsbereiche ausgedient haben und andere, neue Bereiche entstehen müssen.

Eine Alternative hierzu besteht in den sogenannten Private-Equity-Anlagen. Doch auch hier muss der private Anleger langfristig investieren können. Für viele sind sie nicht mit der Notwendigkeit eines schnellen Return-on-Investments vereinbar, für andere stellen sie eine nicht mehr akzeptable Form der Spekulation dar.

Die ökonomische Biodiversität – eine langfristige Investition

Ob private oder institutionelle Anleger – alle haben kurz-, mittel- oder langfristige Bedürfnisse und Verpflichtungen. Deshalb

ist es wichtig, auf das Grundprinzip der Kongruenz zwischen den festen Anlagen mit entsprechenden Laufzeiten und eben diesen Verpflichtungen zurückzukommen. Nicht mehr die Finanz steht im Mittelpunkt der Entwicklung, sondern das Unternehmen mit seinem gesamten Engagement für die Gesellschaft. Mit anderen Worten: Es geht darum, der wesentlichen Notwendigkeit Rechnung zu tragen, Arbeitsplätze in der Industrie zu schaffen und zu erhalten, was die Unternehmen auf natürliche Weise unterstützt und dauerhaft Gewinne generiert. Der Staat verfügt auf diese Weise über diversifizierte Steuereinnahmen und profitiert von einer wahren Strategie der Weitergabe an die künftigen Generationen – durch die Entwicklung und Bewahrung des Ganzen und den Erhalt der Umwelt. Eine gute Governance darf nicht nur innerhalb eines Unternehmens konzipiert und umgesetzt werden, sondern sie muss in unserem täglichen Handeln zum Ausdruck kommen – wenn immer es darum geht, politisch, wirtschaftlich, sozial und finanziell Stellung zu beziehen. ■

Pensionskassen: Wenn Kosten wichtiger erscheinen als Rendite und Diversifizierung!



Von

Adrien Koehli

Mitglied der Geschäftsleitung,
Institutionelle Vermögensverwaltung

CONINCO Explorers in finance SA

Wenn eine Ökonomie durch die Eingriffe der Zentralbanken und nicht mehr durch die tatsächliche Entwicklung von Wirtschaft und Unternehmen bestimmt wird, müssen die Pensionskassen sich neu erfinden, insbesondere hinsichtlich ihrer Anlagenverwaltung.

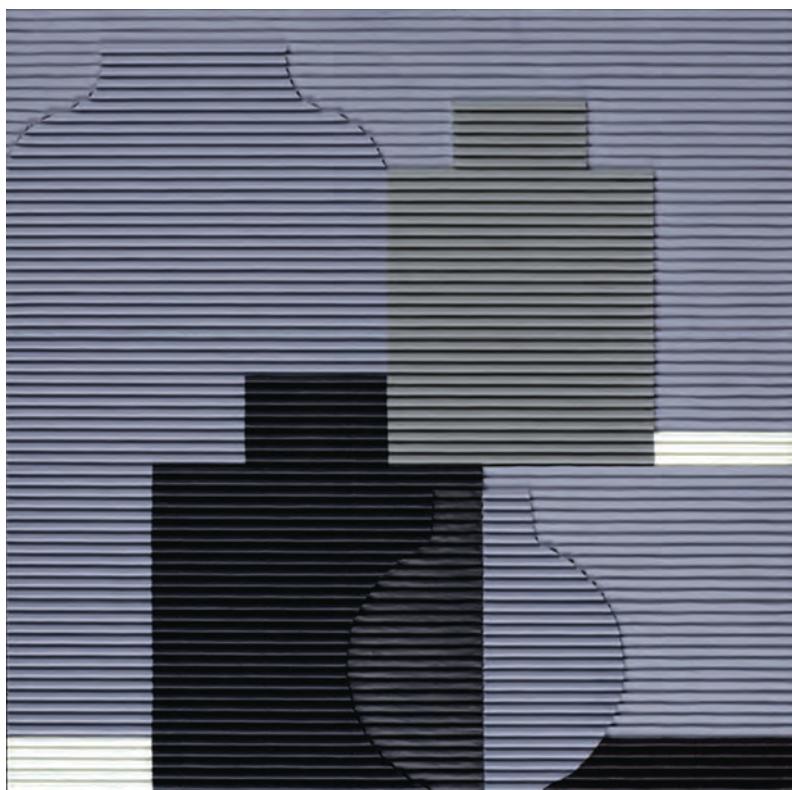
Der Anfang des Jahres 2015 wurde durch die plötzliche Aufhebung des Euro-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank geprägt. Darauf folgte die Einsetzung des quantitative easing seitens der Europäischen Zentralbank, um die Konjunktur in der Eu-

rozone anzukurbeln. Diese erste Phase hatte nur eine punktuelle Auswirkung auf die Aktienmärkte. Die Einführung von Negativzinsen hingegen hatte Folgen, die wir noch bis heute spüren. Der Sommer 2015 wurde dann infolge der Krise in Griechenland – das wieder einmal durch die westlichen Grossmächte und die Nationalbanken gerettet wurde – von Befürchtungen um die Zukunft der Eurozone gekennzeichnet. Auch hier waren die Auswirkungen auf die Aktienmärkte nicht deutlich spürbar, aber schlussendlich konnte trotzdem keine langfristige Lösung gefunden werden. Tatsache ist je-

denfalls, dass heute durchschnittlich 30 bis 40 % der Pensionskassenvermögen in Obligationen angelegt sind, die keine effektive Rendite und noch weniger Kapitalgewinne erwirtschaften und – schlimmer noch – in manchen Fällen sogar Geld kosten. Zwei Möglichkeiten eröffnen sich den Kassen, die allerdings häufig den gleichen traurigen Ausgang haben, wenn man sich auf Tatsachen und nicht auf Erwartungen stützt.

Die erste und naheliegendste Möglichkeit besteht darin, den Obligationenanteil zugunsten anderer Alternativen zu verringern. Betrachtet man das Ganze näher, fällt jedoch auf, dass nach Abzug der klassischen Anlageklassen – d.h. Aktien oder Immobilien, welche ungefähr 50 % der Asset-Allocations ausmachen – nur noch Anlagen übrig bleiben, die als „alternativ“ eingestuft werden und das gesetzlich vorgegebene Limit von 15 % des Portfolios nicht überschreiten dürfen. Zwar können unter bestimmten Voraussetzungen Sondergenehmigungen erwirkt werden. Es stellt sich hier jedoch schnell die Frage der damit verbundenen Kosten. Tatsächlich steigen die Kosten für Recherche, Analyse und Auswahl der Anlagen rapide an, sobald man andere Möglichkeiten als Aktien und Obligationen in Erwägung zieht. Glücklicherweise erlaubt die neue Gesetzgebung den Vorsorgeeinrichtungen, alle indirekten Kosten buchhalterisch zu erfassen, um sie im Nachhinein wieder abzuziehen. Aber lassen Sie es mich ganz unmissverständlich formulieren: Dies hat keinerlei Auswirkung auf das Nettoergebnis. Doch vor diesem Hintergrund scheinen sich die anderen Verwaltungsstile auf einem Markt, in dem traditionelle Anlagen künstlich in die Höhe getrieben werden, nicht differenzieren zu können, außer vielleicht durch ihre Kosten, die höher erscheinen.

Eine weitere Möglichkeit wäre eine aktive Anlagenverwaltung, welche die Freiheit böte, sowohl in Staats-, Unternehmens- als auch in Wandelanleihen usw. zu investieren. Aber auch hier wären die Kosten – verglichen mit einer indexbasierten Vermögensverwaltung ohne Auswahlmöglichkeit und Verwaltungsaufwand – nicht die gleichen. Außerdem wird es dieser aktiven Verwaltung durch die Zinsmanipulationen der Zentralbanken nach unten erschwert, eine wirklich bessere Performance zu erzielen.



Magdalena Rubin - 60 x 60 cm



Patrick Corrado - White Miky - 170 x 200 cm

Die Kostenproblematik scheint also für die Pensionskassen bei ihrer Entscheidungsfindung von zentraler Bedeutung zu sein. Und wenn man sich allein auf diese Feststellungen stützt, haben sie recht. Warum sollten sie mehr zahlen, um im Endeffekt das gleiche Ergebnis zu erzielen? Selbst wenn diese Erkenntnis der Schlusspunkt vieler Überlegungen ist, sollte sie besser an deren Anfang stehen. Die Frage, die man sich dann stellen sollte, wäre: Wird das Risiko-Ertrags-Verhältnis bei gleicher Netto-Performance, oder vielleicht sogar bei einem zeitlich versetzten Wachstum des Anlagevermögens, verbessert? Diese für einen Investor grundlegende Frage beschäftigt sich immerhin nicht mehr mit der Vergangenheit, sondern mit einem Ausblick auf die Zukunft. Das Hauptanliegen jeder Vorsorgeeinrichtung sollte schliesslich nicht das sein, was sie hätte gewinnen können oder zahlen müssen, sondern das, was sie von ihren zukünftigen Investitionen bezüglich Performance, aber auch Risiko erwarten kann – bei ei-

nem Nettoergebnis zu kohärente statt zu möglichst niedrigen Kosten.

Diese Quadratur des Kreises soll dazu dienen, künftige und vorhersehbare wirtschaftliche Entwicklungen zu berücksichtigen, Anlagen zur Verminderung von konjunkturellen und strukturellen Risiken in der Entwicklung unserer Gesellschaft zu diversifizieren, Leistungen unter Gewährleistung kurzfristiger Finanzierungen langfristig zu garantieren – und das alles zu vertretbaren Kosten. Genau diesen Begriff der angemessenen Kosten gilt es zu bestimmen: es geht nicht um den geringsten Preis, sondern um einen für eine bestimmte Anlage akzeptablen Preis.

Eine grösstmögliche Diversifizierung ermöglicht es, übermässigen – sowohl negativen als auch positiven – Fluktuationen entgegenzuwirken. Erreicht wird dies durch verschiedene Anlagemöglichkeiten, die sowohl die nachhaltige Entwicklung, Mikro-

finanz, Infrastrukturprojekte, private Anlagen (Private Equity) als auch makroökonomische Trends oder grundlegende Änderungen der Weltwirtschaft berücksichtigen. Diese Möglichkeiten weisen oft unkorrelierte Renditen zu Aktien und Obligationen auf – je nachdem, ob die Konjunktur sich nach oben, nach unten oder seitwärts entwickelt. Auf alle Fälle ermöglichen sie es, das Risiko-Ertrags-Verhältnis netto zu optimieren. Dieser Nettowert ist der wahre Ursprung von Vermögensbildung. Das impliziert, dass man den Preis dafür bereitwillig zahlt. Ich meine hier bewusst „den Preis“ und nicht „einen Preis“ oder jedweden Preis. Jedenfalls wird sich herausstellen, dass er höher ist als bei einer indexbasierten Verwaltung, die sowohl das Schlimmste, als auch das Beste garantieren kann, und deren tatsächlich verrechneter Preis unterhalb der effektiven Betriebskosten der Strukturen liegen. Aber das ist eine andere Debatte über die Ethik fairer Preise und darüber, wer was zahlt! ■

Talentsuche

Wie findet man eine seltene Perle?



Von
Cédric Kohler
Head of Advisory

Fundana SA

Wenn Sie George Soros im Jahr 1969 1000 Dollar anvertraut hätten, wären Sie heute im Besitz eines Vermögens von mehr als 9 Millionen Dollar! Warren Buffet hätte Ihnen zu fast 2 Millionen verholfen, während eine Anlage im S&P 500 über denselben Zeitraum lediglich 33.000 Dollar eingebracht hätte.

Warum sind manche Vermögensverwalter so aussergewöhnlich gut? Wurden sie von der Gnade Gottes berührt? Besitzen sie ein ausserordentliches Talent oder haben sie einfach nur sehr viel Glück? Wen Sie in Ihrem Umfeld auch fragen, alle werden sich einig sein, dass Mozart das musikalische Genie, Tiger Woods die Perfektion im Golfsport und Warren Buffet das Talent der Finanzbranche verkörpert. Seit frühester Kindheit gelten sie als Virtuosen ihrer Kunst, und man könnte glauben, sie wurden mit einer göttlichen Gabe geboren. Mozart lernte mit drei Jahren Klavier spielen, kom-

ponierte mit fünf und gab seine ersten Konzerte mit acht Jahren! Tiger Woods war mit nur 21 Jahren der jüngste Gewinner eines Masters, und Warren Buffet handelte bereits im Alter von elf Jahren mit Wertpapieren. Ihre Biografien fördern allerdings auch eine andere Seite zutage. Die ersten Kompositionen von Mozart sind eigentlich Imitationen von damaligen Komponisten. Als Sohn eines Musiklehrers drehte sich für Wolfgang schon in frühester Kindheit alles um Partituren, und er verbrachte unzählige Stunden damit, zu proben. Die Kritiker erkannten jedoch erst das 9. Klavierkonzert, komponiert 1777 in Salzburg im Alter von 21 Jahren, als sein erstes echtes Meisterwerk an. Mit anderen Worten: Obwohl er in einem optimalen Umfeld aufwuchs, wurde Mozart erst nach 18 Jahren harter Arbeit zu Mozart.

Natürlich hatte er Talent – das jedoch mit viel Schweiß geformt wurde! Earl Woods,

der Vater von Tiger, begeisterte sich ebenso für Golf wie für das Unterrichten dieses Sports. Er schlug stundenlang Bälle vor seinem dreijährigen Sohn im Kinderwagen, bevor er ihm einen Golfschläger in die Hand drückte. Nach 17 Jahren Training holte Tiger schliesslich seinen ersten Titel! Der kleine Warren kaufte seine ersten Wertpapiere im Alter von elf Jahren im Rahmen eines Praktikums bei seinem Vater, einem Börsenmakler in Nebraska. Doch erst mit 30 Jahren begann er, wirklich ausserordentliche Renditen zu erzielen.

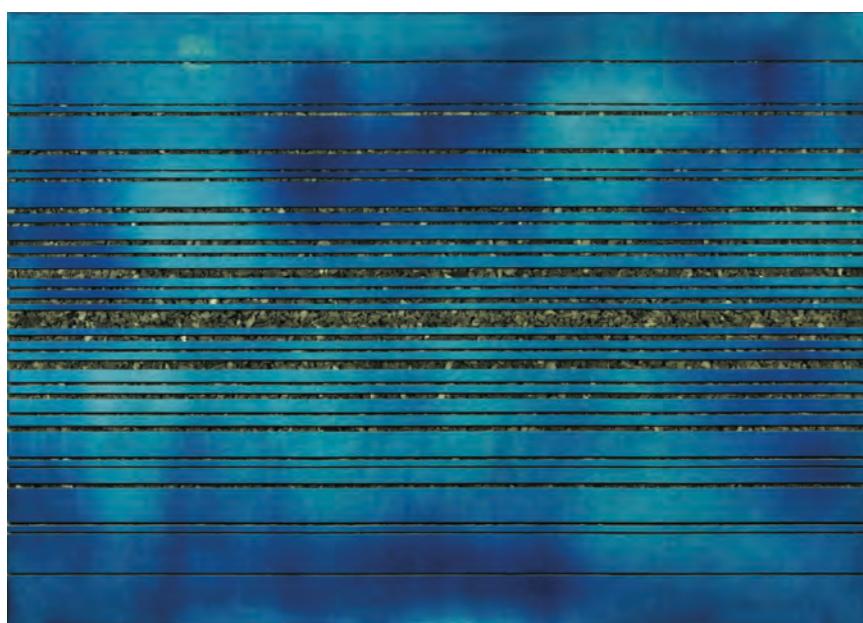
Ob in der Musik, im Sport oder in der Finanzwelt, man erfindet sich nicht als Superstar, sondern wird es in einem günstigen Umfeld und mit unermüdlich harter Arbeit. Zum Bedauern der Talentsucher macht Spitzenleistung allein auch in der Finanzbranche noch kein Genie aus. Die Leistung eines Vermögensverwalters kann schlicht und einfach das Ergebnis eines Glückstreffers sein. Um die Virtuosität eines Vermögensverwalters zu erkennen, benötigt man Zeit. Je langfristiger eine Leistung hervorsticht, desto unwahrscheinlicher ist es, dass sie ein Zufallsprodukt ist, und umgekehrt. Es ist sehr schwierig, die Qualität einer Leistung über einen Zeitraum von drei Jahren zu beurteilen.

Trotzdem ist es entscheidend, die Exzellenz eines Vermögensverwalters zu erkennen, bevor sie in aller Öffentlichkeit ans Licht kommt, denn dann hat man andere Sorgen: ein riesiges verwaltetes Vermögen, ein enormes Privatvermögen oder eine Verschlechterung der Liquidität des Portfolios, um nur einige zu nennen.

Die Lösung dieser Gleichung erfordert mehr Aufmerksamkeit. Sie besteht darin, den Wettbewerbsvorteil, das Emotionsmanagement sowie die Organisation des Vermögensverwalters sorgfältig zu analysieren.

Wettbewerbsvorteil bestimmen

Am wichtigsten ist es zu verstehen, welchen Wettbewerbsvorteil (edge) ein Vermögensverwalter bietet. Nehmen wir das Beispiel eines Verwalters von Aktienanlagen: Man muss verstehen, inwiefern sich seine Fundamentalanalyse eines Unternehmens



Julien Carpi - carbone et époxy - 99 x 133 cm

von den Erwartungen des Marktes abhebt und wie sich diese Diskrepanz kurz- und mittelfristig entwickelt. Zu oft haben Vermögensverwalter, die ein neues Unternehmen analysieren, den Eindruck, einen neuen Markt oder ein besonderes Unternehmen zu entdecken, und entscheiden sich logischerweise für einen sofortigen Kauf des Wertpapiers. Dabei ist es allerdings wichtig zu wissen, ob der Markt bereits über diese Informationen verfügt. In diesem Fall führt das Gewinnwachstum der Branche nämlich nicht automatisch zu guten Renditen, da die Märkte die Bewegung bereits vorweggenommen haben.

In gleicher Weise sind auch die Analysten auf der sell-side nicht vor Fehlern gefeit. Da sie permanent für über hundert Unternehmen zuständig sind, haben sie weder die Möglichkeit, eine detaillierte Analyse jedes einzelnen Unternehmens durchzuführen, noch den nötigen Abstand zu gewinnen und langfristige Entwicklungen des Sektors einzubeziehen (denken Sie an Apple). Ihre Analysen beziehen sich vor allem auf die letzten drei Quartale und marginale Anpassungen der Erträge und Gewinne. Im Gegensatz dazu kann ein Vermögensverwalter, der sich auf nur etwa 20 Titel konzentriert, seine Analyse vertiefen, Paradigmenwechsel erkennen und damit über die Kurzsichtigkeit des Marktes hinausblicken.

Den Mensch hinter der Anlage verstehen

Jeder Mensch ist ein empfindsames Wesen, das den verschiedensten Gefühlen und Emotionen ausgesetzt ist. Bei Anlageentscheiden sind diese allerdings kontraproduktiv. Die Erfahrung zeigt, dass wir uns oft mehr durch aktuelle Daten beeinflussen lassen (anchoring), dass wir uns leicht von Massenbewegungen mitreißen lassen und dass wir vom Glauben an die Richtigkeit unserer Prognosen (overconfidence) oder von unserer Neigung, Informationen zu suchen, die unseren Standpunkt bestätigen (confirmation bias), beherrscht werden.

Die gute Nachricht lautet: Es ist möglich, unsere eigenen Fehler zu erkennen und zu verringern. Die Modellierbarkeit unseres Gehirns ermöglicht es uns, uns anzupassen. Doch wie im Sport oder in der Musik sind Jahrzehntelanges Training und ständige Be-

mühungen erforderlich, um sich von den eigenen Fehlern freizumachen und von der Masse abzuheben.

Übermässiges Vertrauen in das eigene Urteil ist ein typischer Fehler von Menschen, die keine Veränderung mögen. Um dem entgegenzuwirken, können solche Menschen versuchen, sich mit Szenarien und Wahrscheinlichkeiten zu beschäftigen, anstatt auf eine einzige Vorhersage zu setzen. Auch das Führen eines Tagebuchs ermöglicht es, die Gründe für jede einzelne Investition, die Sicht auf den Markt zu dem jeweiligen Zeitpunkt sowie die Anlagerisiken festzuhalten.

Die Organisation verstehen

Auch die Organisation des Fondsverwalters ist bestätigen ein wichtiges Element, das es zu beachten gilt. Häufig werden die Anzahl der beschäftigten Personen, die eingerichteten Systeme sowie die Eigenständigkeit der Funktionen analysiert. Zunächst ist es jedoch entscheidend, die Anreize der Organisation zu verstehen.

Im Idealfall greift man auf einen Verwalter zurück, der seinen eigenen Fonds verwaltet und einen beträchtlichen Teil seines Privatvermögens darin investiert hat. Sein Ansatz entspricht eher dem eines Unternehmers, Fachmanns oder Geschäftsführers als dem eines Angestellten oder Agenten. Seine Interessen stimmen mit denen des Anlegers überein: Er ist bestrebt, die Renditen langfristig zu maximieren.

Leider wenden zu viele Organisationen diesen Ansatz nicht an, genau wie ein grosser Teil der Long-only-Fonds oder bestimmte grosse alternative Plattformen. Das Problem liegt jedoch auf der Hand: Ein Verwalter, der selbst keine Anlagen in seinem Fonds hat, profitiert von den Gewinnen, muss sich jedoch nicht um die Verluste scheren. Im Fall einer Katastrophe verliert er im schlimmsten Fall seinen Posten. Damit wird eine für ihn vorteilhafte Asymmetrie geschaffen. Die Organisation ist also eher daran interessiert, kurzfristig die Erträge ihrer Tätigkeit zu maximieren, als die Performance des Fonds zu steigern. Die Folge: Anstatt sich auf die Performance zu konzentrieren, entwickeln solche Organisationen eine ganze Palette von Produkten, um permanent einen Gewinn zu erzielen.

Man sollte also eine Organisation vorziehen, deren Eigentümer gleichzeitig die Funktion des Verwalters erfüllen und breit in den Fonds investiert sind.

Wissen, wann man geht

Einen Vermögensverwalter auszuwählen, bedeutet auch, den richtigen Moment zu erkennen, um sich von diesem zu trennen. Neben den klassischen und nicht weniger wichtigen Kriterien wie Performance, Quelle der Renditen, Anlageprozess oder beteiligte Partner ist auch die Grösse des Fonds und des Unternehmens ein wichtiges Element. Sie ist ein sehr guter Indikator, um viele potenzielle Probleme zu vermeiden. Ein kleineres Problem in einem Fonds von bescheidener Grösse hält sich in der Regel in Grenzen. Eine schwierige Position in Höhe von 5 Prozent bei einem Fonds von 100 Millionen entspricht einem Betrag von 5 Millionen. Derselbe Prozentanteil in einem Fonds von 10 Milliarden entspricht allerdings einem Betrag von 500 Millionen. Wenn es also einfach ist, Liquidität für eine Position von 5 Millionen aufzubringen, so gilt dies nicht unbedingt für eine Position von 500 Millionen.

Eine grosse Organisation bedeutet außerdem, dass mehr Anleger bedient werden müssen, mehr Personal zu verwalten ist und mehr Gegenparteien existieren. All diese Elemente können den Verwalter ablenken und die Performance des Fonds beeinträchtigen. Nur wenige Verwalter sind in der Lage, ein solches Wachstum zu steuern, ohne ihr Unternehmen zu gefährden. Weitere Anzeichen wie das aufgeblähte Ego eines Verwalters, zunehmende Arroganz oder ein Burn-out sollten den Anleger sofort alarmieren und dazu veranlassen, sein Engagement in dem Fonds zu hinterfragen.

Talentierte Vermögensverwalter zu finden, ist also keine einfache Angelegenheit, vor allem, wenn man sich nicht damit zufriedengibt, auf aktuelle Stars zu setzen. Wie im Sport und in der Musik trägt Talent auch in der Finanzbranche erst nach Jahrzehntelangem hartem Training Früchte. Um ein solches Talent erkennen zu können, braucht man ebenfalls Talent, das wiederum mit viel Schweiss verbunden ist... ■

Dekarbonisierung der Portfolios: Damit es noch ein Morgen gibt



Von

Hervé Guez

Director Responsible Investment
Research, Mirova

Natixis Global Asset Management

Einleitung

Während die Vorverhandlungen für die Klimakonferenz in Paris vom 30. November bis 11. Dezember 2015 laufen, denken zahlreiche Anleger über das CO₂-Risiko in ihrer Strategie nach. Die Überzeugung, dass es einer „Dekarbonisierung“ der Finanzportfolios bedarf, scheint mittlerweile in die Debatten Einzug gehalten zu haben und wird heute von zahlreichen Anlegerinitiativen vertreten: Portfolio Decarbonization Coalition, Montréal Pledge, Divest/Invest Pledge. Wenn man jedoch diesbezüglich etwas bewirken möchte, sollte man die Gründe für den Wunsch der Finanzakteure, den CO₂-Fußabdruck ihrer Portfolios zu verringern, richtig verstehen. Was sind ihre tiefen Beweggründe?

Der Zweck bestimmt die Mittel

Drei grundsätzliche Arten von Beweggründen können Anlass für eine verantwortungsvolle Anlagestrategie sein: Wirtschaftliche, finanzielle und ethische Beweggründe. Nur aus der Kombination dieser drei Ziele entsteht eine starke Motivation, die sich letztendlich in konkreten Maßnahmen niederschlagen kann.

Diese drei Beweggründe sind untrennbar miteinander verbunden. Auf wirtschaftlicher Ebene wird der Klimawandel Folgen haben, die sich nicht ignorieren lassen. Auf rein finanzieller Ebene wird die regulatorische Entwicklung im Bereich CO₂-intensiver Industriezweige den Wert unserer Portfolios beeinflussen. Auf ethischer Ebene schließlich bringen unser Platz in der Wirtschaft und unsere Aufgabe in der Gesellschaft eine gewisse Verantwortung mit sich und verpflichten uns, mit Lösungen

zum Kampf gegen den Klimawandel beizutragen.

Zunächst scheint lediglich der finanzielle Beweggrund einleuchtend zu sein. Die Finanzakteure sind sich des regulatorischen Risikos bewusst geworden. Das Klimarisiko ist deutlich weniger im Bewusstsein vorhanden und nur wenige fühlen sich von ihrem Verantwortungsgefühl angetrieben. Die Anleger suchen daher nach Lösungen zur Verringerung des CO₂-Risikos ihrer Portfolios, indem sie beispielsweise das Engagement in den CO₂-intensivsten Unternehmen oder Sektoren beschränken und im Gegenzug die vermeintlich emissionsärmsten Sektoren übergewichten.

Derartige Strategien reichen nicht aus. Diese „Schmalspur“-Dekarbonisierung entspricht weder den aktuellen wirtschaftlichen und klimatischen Herausforderungen noch der uns obliegenden Verantwortung. Es gibt zwei Gründe hierfür.

Der CO₂-Fußabdruck: Ein komplexes Thema

Die Bewertung der CO₂-Emissionen eines Portfolios ist eine komplexe Aufgabe. Die meisten der derzeit angewandten Modelle konzentrieren sich auf die direkten Emissionen. So wird sich die CO₂-Intensität einer Erdölgesellschaft auf die CO₂-Emissionen aus ihrer Förder- und Raffinerietätigkeit beschränken, wohingegen diejenige eines Windradherstellers nicht die Reduzierung des Treibhausgases (THG)-Ausstoßes berücksichtigen wird, die diese Windräder über mehrere Jahrzehnte hinweg bewirken werden. Bei Anwendung dieser Methoden gelangt man zu Klassifizierungen, bei denen Unternehmen wie Zementhersteller das

höchste CO₂-Risiko aufweisen und Medien, Banken usw. am unteren Ende der THG-Emissionsskala stehen.

Was bedeutet das konkret? Dass für die Dekarbonisierung eines Portfolios die Untergewichtung der Zementindustrie zugunsten des Bankensektors ausreichen würde. Kann man davon ausgehen, dass mit dieser Lösung die Energiewende zu finanzieren ist? Sicherlich nicht.

Die „Best-in-class“-Methode, bei der in jedem Sektor die Unternehmen mit den geringsten Emissionen ausgewählt werden, während zugleich eine im Verhältnis zum Markt neutrale Branchengewichtung beibehalten wird, ist ebenfalls nicht die perfekte Lösung. Sektorneutralität ist grundsätzlich eine Form des Nicht-Engagements, die Innovation und Energiewende nicht ausreichend fördert.

Die Verringerung der CO₂-Intensität eines Portfolios durch die Herausnahme der umweltschädlichsten Unternehmen ist nicht zufriedenstellend und kann sich sogar als kontraproduktiv erweisen. Die Sektoren mit den höchsten Emissionen sind nämlich genau diejenigen, auf die es sich zu konzentrieren gilt und die ein besonderes Nachdenken erfordern. Unserer Meinung nach sollte man sich nicht mit unzulänglichen Methoden zufrieden geben und in emissionsarme Unternehmen investieren; der Kampf gegen den Klimawandel erfordert eine erhebliche Umschichtung der Anlagen zugunsten von erneuerbaren Energien und Energieeffizienzprojekten.

Durch diese Kursänderung würden die Ersparnisse in Richtung Unternehmen und Projekte gelenkt werden, die die Energiewende beschleunigen, und in Richtung der Firmen, die Produkte und Dienstleistungen anbieten, die den THG-Ausstoß deutlich und messbar reduzieren. Um diese Unternehmen bestimmen zu können, gilt es in erster Linie, die tatsächlich von diesen ausgehende Belastung zu verstehen. Dazu müssen nicht nur die CO₂-Emissionen aus ihren Tätigkeiten, sondern auch aus der Nutzung ihrer Produkte und Dienstleistungen gemessen werden. Es geht also darum, den CO₂-Gesamtfußabdruck ihres Geschäftsmodells zu bestimmen.



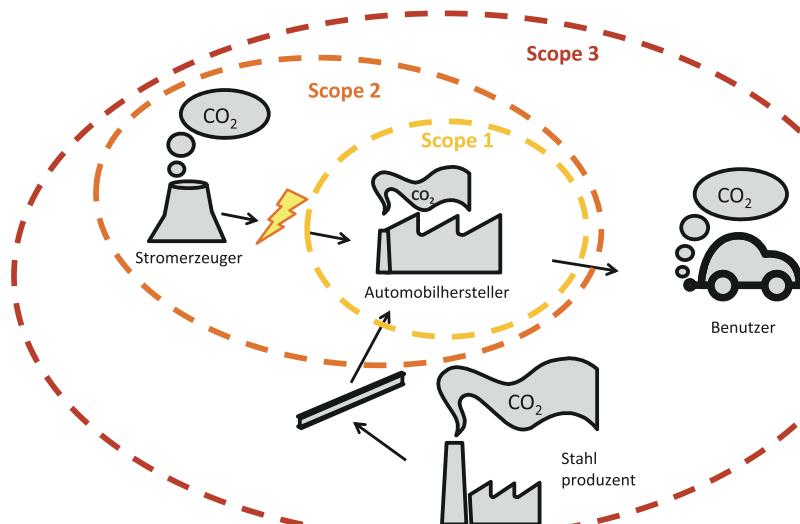
Aménagement d'intérieur
Avenue de Lavaux 35
1009 Pully

021 729 96 57
www.janam.ch



janam

Grafik 1: Veranschaulichung der „Scopes“ 1, 2 und 3 eines Automobilherstellers.



Scope 1 : Direkte Emissionen

Scope 2 : Indirekte Emissionen aus dem Strom-, Wärme- oder Dampfverbrauch, der für die Herstellung des Produkts erforderlich ist.

Scope 3 : Sonstige indirekte Emissionen, z. B. aus der Gewinnung von zugekauften Materialien für die Herstellung des Produkts oder die Emissionen aus der Anfahrt von Mitarbeitern und Kunden, die kommen, um das Produkt zu kaufen.

Eine weitere Methode besteht darin, die CO₂-Belastung anhand der direkten und indirekten Treibhausgasemissionen über den gesamten Lebenszyklus der Produkte hinweg zu messen. Was bedeutet das konkret? Vergleichen wir einen wichtigen Wasserkraft-Stromproduzenten mit einem großen Erdölunternehmen. Die Treibhausgasemissionen des Ersteren (obwohl er deutlich kleiner ist) sind etwa doppelt so hoch wie die des Zweiten. Diese Methode zeigt jedoch auf, dass die durch den Stromproduzenten vermiedenen CO₂-Emissionen 1,4 Mal höher sind als seine tatsächlichen Emissionen, wohingegen das Erdölunternehmen keine Emissionen vermeiden konnte. Dies zeigt, dass das Geschäftsmodell des einen zur Energiewende beiträgt, das des anderen nicht. **Wir sind der Ansicht, dass dieses Verhältnis zwischen vermiedenen Emissionen und tatsächlichen Emissionen ein deutlich interessanterer Indikator als der alleinige Umfang der direkten Emissionen ist.**

Passive Portfolioverwaltung bremst die Dekarbonisierung

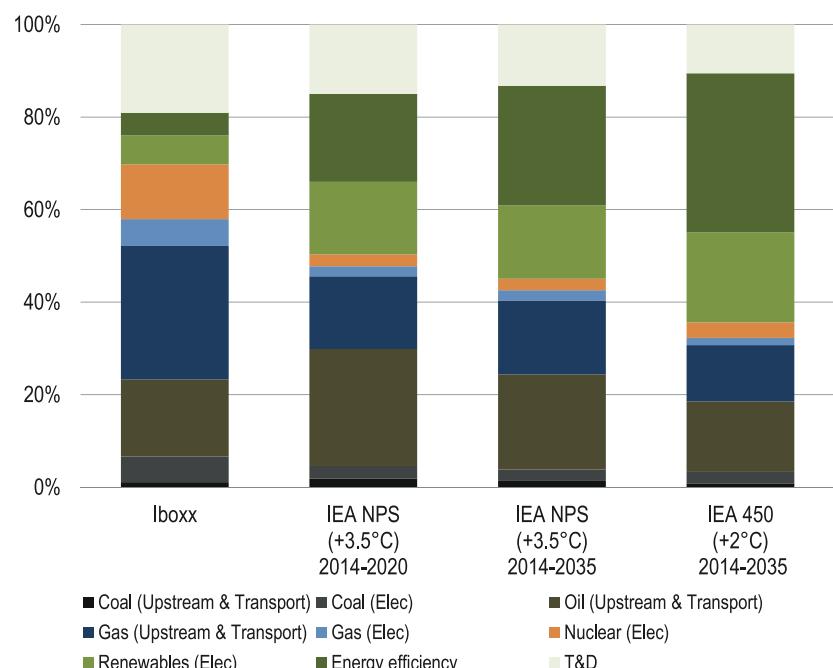
Die Bedeutung der passiven Portfolioverwaltung stellt ein zweites Hindernis für die Dekarbonisierung dar. Es erscheint recht verlockend, die CO₂-Intensität eines Portfolios zu verringern und sich dabei so we-

legern bisweilen als erster durchaus zufriedenstellender Schritt betrachtet.

Wir sind dagegen der Ansicht, dass sich Anleger auf Abweichungen gegenüber den Marktindizes einlassen können. Der in den letzten Jahren verzeichnete Erfolg von „Smart-Beta“-Ansätzen oder intelligenten Indizes (z. B. Minimum-Varianz-Strategie) sind ein gutes Beispiel hierfür. Diese intelligenten Indizes weichen nämlich deutlich von den traditionellen Börsenindizes ab. Der Tracking Error einer Minimum-Varianz-Strategie liegt beispielsweise bei 6 %. Dies beweist, dass Anleger bereit sind, Abweichungen von den Referenzindizes hinzunehmen, wenn hierdurch ein Ergebnis erreicht werden kann: In diesem Fall die Verringerung des finanziellen Risikos. Warum sollten sie nicht auch Abweichungen in derselben Größenordnung hinnehmen, um ihre CO₂-Intensität zu verringern?

Um die Herausforderungen des Klimawandels zu bewältigen, bedarf es einer Umwichtung der Anlagen. Die Energiewende erfordert massive Investitionen. Doch in Wirklichkeit geht es eher darum, In-

Grafik 2: Vergleich des Energiebestandteils des iboxx-Index mit verschiedenen Investitionsszenarien der Internationalen Energieagentur (IEA)



Der Balken Iboxx zeigt die geschätzte Verteilung der Energieinvestitionen im Index.

Die Balken IEA NPS 2014-2020 und IEA NPS 2014-2035 zeigen die erforderliche Investitionsstruktur für die Erfüllung des NPS (New Policy Scenario, +3,5 °C) in den betreffenden Zeiträumen

Der Balken IEA 450 2014-2035 zeigt die erforderliche Investitionsstruktur für die Erfüllung des Szenarios 450 (+2 °C) im Zeitraum 2014-2035



Tara Divilly - photographie

vestitionen umzuschichten als deren Volumen zu erhöhen; weniger in Unternehmen oder Sektoren mit langfristig nicht überlebensfähigen Geschäftsmodellen und dafür mehr in diejenigen zu investieren, die echte Lösungen bieten. Aus einem Bericht der Green Growth Action Alliance, einer öffentlich-privaten Partnerschaft mit dem Ziel die privaten Investitionen in „grünen“ Sektoren zu steigern, geht hervor, dass 90 % der für die Energiewende benötigten Investitionen in Wirklichkeit durch Umschichtungen bestehender Investitionen abgedeckt werden könnten. Es ist also weniger zweckdienlich, neue Finanzmittel zu beschaffen als die Anleger davon zu überzeugen, ihre Portfolios richtig auszurichten. Dem Finanzsektor kommt dabei natürlich eine ganz wesentliche Rolle zu. Die Finanzakteure müssen sich mit dem Gedanken abfinden, dass „Business as usual“ – auch in korrigierter oder marginal angepasster Form – zu keiner Lösung führt, und sich bewusst werden, dass eine erhebliche Umschichtung der Vermögenswerte erforderlich ist.

Öffentliche Unterstützung notwendig

Dieser Wandel erfordert natürlich die Unterstützung der öffentlichen Hand. Auf nationaler und internationaler Ebene bedarf es Maßnahmen, die der Energiewende dienende Investitionen attraktiver machen, sowie ein Handeln, das dazu geeignet ist, Normen

hervorzu bringen und eine Harmonisierung zu begünstigen.

Einige Fortschritte wurden bereits erzielt, wie die Schaffung der Europäischen Langfristigen Investmentfonds (European Long-Term Investment Funds, ELTIF). Diese neuen Finanzierungsvehikel für institutionelle Anleger sollen zu einer Vermehrung des verfügbaren Kapitals für Gesellschaften und langfristige Infrastrukturprojekte beitragen, die einen noch zu geringen Teil der Portfolios institutioneller Anleger ausmachen. Gleichwohl berücksichtigen zu viele Vorschriften das CO₂- und Klimarisiko überhaupt nicht. Die Versicherungsgesellschaften sind zum Beispiel durch ihre Solvenzregelungen nach wie vor sehr eingeschränkt. Die Infragestellung dieser Regelungen würde die Freigabe oder zumindest die Begünstigung von Investitionen in erneuerbare Energien ermöglichen.

Ebenso erscheinen uns die aktuellen Beratungen zur Kapitalmarktunion relativ entmutigend. Es wird über die Kapitalmärkte diskutiert als ob sie vom Rest der Wirtschaft unabhängig wären und eine Verbesserung ihrer Funktionsweise angestrebt, ohne jemals nach ihrem Nutzen zu fragen. Die Effizienz der Kapitalmärkte kann nicht ein Ziel als solches sein; sie erhält ihre Berechtigung durch die Möglichkeiten, die sie bietet, insbesondere im Bereich der Finanzierung von Unternehmen und Projekten zur nachhalti-

gen Entwicklung. Wir sind daher Verfechter der Idee eines vereinigten und beständigen Marktes für nachhaltiges Kapital.

Schließlich ist es wichtig, dass Anleger „positive“ Finanzprodukte leicht erkennen und auswählen können. Einige tragen bereits vielsagende Namen, die eine Orientierungshilfe für Anleger darstellen, wie z. B. grüne Anleihen. Diese Bezeichnungen werden jedoch von den Emittenten selbst vergeben. Die Einführung von Normen, geprüften Bezeichnungen und glaubwürdigen Spezialindizes würde dem nachhaltigen Investmentansatz zugutekommen.

Es bestehen echte Lösungen zur Dekarbonisierung der Portfolios und zur Förderung des Kampfes gegen den Klimawandel. Grüne Anleihen, Fonds für erneuerbare Energien und grüne Aktienfonds zeugen von einem wachsenden Angebot des Finanzsektors für Anleger, die bereit sind, echte Entscheidungen zu treffen. Unter „echten Entscheidungen“ verstehen wir keine marginale Anpassung der derzeitigen Portfolios zur Risikobegrenzung. Wir verstehen darunter vielmehr aufgeklärte, strukturierende Entscheidungen auf der Grundlage zuverlässiger Methoden zur Bewertung des CO₂-Ausstoßes; Entscheidungen, die eine bedeutende Umschichtung der Vermögenswerte ermöglichen und dadurch die Finanzierung der Energiewende unterstützen. Regierungen und Aufsichtsbehörden müssen den Anlegern durch entsprechende Maßnahmen das Treffen dieser Entscheidungen ermöglichen. Die allgemeine Sensibilisierung, die sich derzeit bemerkbar macht, und die daraus resultierenden zahlreichen Initiativen müssen den Finanzsektor ein deutliches Stück voranbringen. ■

ILS

Eine Allokation gegen Wind und Wetter



Von
Arnaud d'Anterroches
Sales Director - Institutional Clients

Schroder Investment Management (Switzerland) AG

Im August 1992 verwüstete der Hurrikan Andrew die Küsten der US-Bundesstaaten Louisiana und Florida. Der Sachschaden belief sich auf 45 Mrd. USD. Damit war Andrew der teuerste Wirbelsturm in der Geschichte der USA, bis der verheerende Hurrikan Katrina 2005 New Orleans überflutete und Schäden in Höhe von 108 Mrd. USD verursachte und damit als teuerste Naturkatastrophe der USA in die Geschichte einging.

Doch Hurrikan Andrew zerstörte nicht nur Küstenstreifen, Gebäude und Infrastruktur. Er trieb auch 11 Versicherungsunternehmen, die nicht über ausreichend Kapital verfügten, um für die versicherten Schäden aufzukommen, in die Insolvenz. Als Folge des Hurricane Andrew haben Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen 1992 begonnen, bestimmte durch Naturereignisse getriebene Extremrisiken auf den Kapitalmarkt zu übertragen und an Investoren als verbrieftete Versicherungsrisiken zu ze-

dieren. Damit war der Grundstein für den Versicherungsverbriefungs-Markt (Englisch Insurance-Linked Securities „ILS“) gelegt.

Der Markt für ILS-Anlagen bildet bis heute einen, mit anderen traditionelleren Anlageklassen vergleichsweise, kleinen aber rasch wachsenden Markt. Speziell der wachsende Marktanteil von ILS gegenüber der ‚traditionellen‘ Rückversicherung, und allgemeiner, der Zuwachs von versichertem Eigentum und Warenwert sowie aufsichtsrechtlicher Veränderungen (z.B. Solvency II) sorgen für ein stetig wachsendes Angebot an ILS. Für Erstversicherer sind ILS-Anlagen mittlerweile als valable Alternative zur traditionellen Rückversicherung akzeptiert und entsprechend machen viele Erstversicherer von beiden Formen der Risikozedierung Gebrauch. Auch die Nachfrage nach dieser Anlageklasse nimmt zu: die gute Diversifikation zu traditionellen Anlageklassen und stabile Renditen locken immer mehr Inves-

Tara Divilly - photographie



toren an, in ILS-Produkte zu investieren. Das Volumen des ILS-Marktes wird derzeit auf 75 Mrd. USD geschätzt. Mittelfristig (in den nächsten drei bis fünf Jahre) wird eine jährliche Steigerung von 15 – 20 % erwartet.

Doch was genau beinhaltet dieser Markt? Was sind die Renditetreiber und welche Risikofaktoren sind ILS Produkte ausgesetzt? Diese Fragen sowie auch weitere Aspekte, die eine Schweizer Pensionskasse bei einer möglichen Allokation in diesen Markt berücksichtigen sollte, wollen wir in diesem Artikel beantworten bzw. erläutern.

Eigenschaften von ILS Instrumenten

In der Folge wollen wir auf folgende Eigenschaften von ILS Instrumenten vertiefter eingehen:

- (i) Die Liquidität
- (ii) Die abgedeckten Risiken

Die Instrumente, die innerhalb des ILS-Universums die höchste Liquidität aufweisen sind die sogenannten „Cat Bonds“. Das sind Naturkatastrophenanleihen, die dem Emittenten – in der Regel Versicherungsunternehmen oder Rückversicherer – dienen, die aus Naturkatastrophen entstandenen Versicherungsschäden zu finanzieren. Die relativ hohe Liquidität dieser Instrumente röhrt daher, dass diese spezifische Kategorie von Naturkatastrophenanleihen bezüglich Instrumentenstruktur und vertraglichen Bedingungen am stärksten standardisiert und weitgehend handelbar sind. Die Anleihen werden täglich via „Brokers“ gehandelt, welche auch wöchentlich Ankaufs- und Verkaufspreise veröffentlichen. Das aktuelle Marktvolumen von „Cat Bonds“ beträgt rund 25 Mrd. USD.

Die sogenannten „Cat Bond Lite“ sind Naturkatastrophenanleihen mit typischerweise kleinerem Emissionsvolumen. Im Gegensatz zu den standardisierten „Cat Bonds“, bei welchen eine weite Gruppe von „qualifizierten institutionellen Investoren“ partizipieren kann, sind in Cat Bond Lite Instrumente üblicherweise nur kleine Gruppen von Investoren in Form eines Syndikats beteiligt. Folglich weisen die Cat Bond Lite Instrumente eine etwas beschränktere Liquidität als standardisierte Cat Bonds auf. Auf der anderen Seite decken Cat Bond Lites

oftmals andere Risiken ab was sich diversifizierend auswirkt und die Rendite-Risiko-Struktur verbessert.

Eine dritte Kategorie von ILS-Instrumenten umfasst Privattransaktionen. Dabei handelt es sich um ausserbörsliche Kontrakte, die zwischen Versicherungsgesellschaften und einzelnen institutionellen Investoren abgeschlossen werden. Solche Instrumente sind nicht handelbar und die Risikoperiode dauert üblicherweise ein Jahr. Der Markt für Privattransaktionen bietet eine weite Variabilität bezüglich der Art von gedeckten (Naturkatastrophen-) Risiken, dem Risikoausmass (risikofreudigere oder risikoscheuere Transaktionen) und Zedenten der Risiken. Aus Sicht eines Investors ermöglicht dieser Marktsektor eine zusätzliche Diversifikationsstufe gegenüber den Cat Bonds und Cat Bond Lites zu erreichen. Das Marktvolumen von Privattransaktionen wird gemäss heutigem Stand auf ca. 50 Mrd. USD geschätzt.

Im Wesentlichen werden mittels ILS-Instrumenten drei verschiedene Arten von Versicherungsrisiken für Investoren auf dem Kapitalmarkt zugänglich gemacht:

(i) Naturkatastrophen:

- a. Wetterrelevante Risiken wie Tropenstürme, Wirbelstürme, Hurrikane, Winterstürme in Europa, Tornados in den USA, Taifune in Asien, Überschwemmungen und
- b. sonstige Naturkatastrophen, d.h. Erdbeben, Buschbrände in Australien oder Vulkanaustrüche.

Naturkatastrophenrisiken formen den grössten Teil der zedierten Risiken im ILS Markt

(ii) Katastrophen, die aufgrund menschliches Misslingen entstehen, d.h. Katastrophen im Flug-, Schiffs- und Automobilverkehr, auf Bohrinseln usw. Diese Art von Risiken machen einen eher kleineren Teil des gesamten ILS-Marktes aus

(iii) Verschiedene Risikokategorien im Lebensversicherungsbereich; üblicherweise extreme Sterblichkeitsrisiken (z.B. Pandemien) oder Langlebigkeit risiken und Morbidität (erhöhte Erkrankungsrate). Oft werden „Leben-ILS-Instrumente“ auch als

Finanzierungsbedarf für Lebensversicherungsunternehmen so strukturiert, dass die Lebensversicherungsunternehmen hauptsächlich das Stornorisiko den Investoren zedieren d.h. das Risiko, das eine grössere/extreme (mehr als erwartete) Anzahl Lebenspolizen storniert wird, und dem Lebensversicherungsunternehmen folglich die erwarteten Einnahmen fehlen

Struktur von ILS Instrumenten

Die ILS Instrumente werden üblicherweise in Form von Anleihen ausgegeben. Das Anlegerkapital der Investoren wird von einer sogenannten „Zweckgesellschaft“ (englisch Special Purpose Vehicle, oder kurz „SPV“) verwaltet, welche die Investitionsmittel ausschliesslich zum Erwerb von Versicherungsrisiken verwendet. Die Sponsoren der Anleihen, typischerweise (Rück)-versicherungsunternehmen gehen mit der Zweckgesellschaft einen Rückversicherungsvertrag ein und bezahlen eine vertraglich abgemachte Versicherungsprämie. Die Zweckgesellschaft verbrieft die Versicherungsrisiken, machen sie für Investoren zugänglich und geben die von der Versicherungsgesellschaft gezahlte Prämie in Form von Coupons an die Investoren weiter. Als Gegenleistung können (Rück)-versicherungsunternehmen bei Eintreten eines vordefinierten Naturereignisses und entsprechender Schadenslast Zahlungsansprüche gegenüber der Zweckgesellschaft erheben. Tritt das versicherte Ereignis ein, werden die Investitionsmittel entsprechend der vertraglich abgemachten

Schadensdeckung von der Zweckgesellschaft an den Versicherer ausgezahlt.

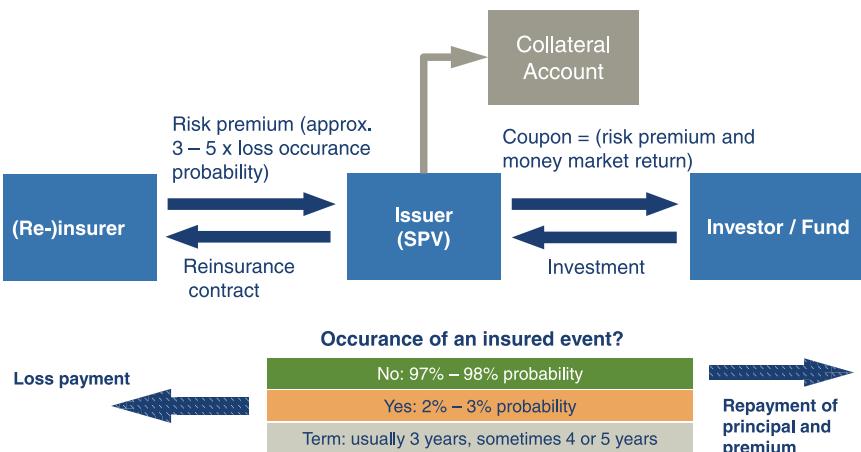
Das Kapital der Anleger wird bei Auflage des Instrumentes als Pfand auf ein Treuhandskonto einbezahlt. Während der Laufzeit der Anleihe ist es ausschliesslich den Versicherungsrisiken ausgesetzt, die den spezifisch versicherten Naturereignissen und entsprechender gedeckter Schadenslast entsprechen. Wichtig zu erwähnen ist, dass, da das investierte Kapital von der Zweckgesellschaft, d.h. von einer „juristischen Dritt-Partei“ verwaltet wird, es gegen den Zahlungsausfall des emittierenden (Rück-)versicherungsunternehmen geschützt ist.

Beim Eintreffen einer Naturkatastrophe, die den spezifischen Bestimmungen des Rückversicherungsabkommens zwischen dem Sponsor der Anleihe und der Zweckgesellschaft entspricht, werden typischerweise folgende Fälle¹ (sogenannte Schadensauslöser im englischen „Triggers“ genannt) unterschieden, die zum Auslösen einer (Teil-)Auszahlung des investierten Kapitals führen:

1. Das eingetretene Naturereignis hat für den Sponsor der Anleihe zu einer Schadenslast geführt, die eine im Rückversicherungsabkommen abgemachte Minimalschwellen überschritten hat. Dabei werden die Verluste bis zu dieser Minimalschwellen zunächst von den Selbstbehalten der Versicherungsgesellschaften und von den traditionellen Rückversicherern getragen

Structure of a cat bond

Tradable ILS



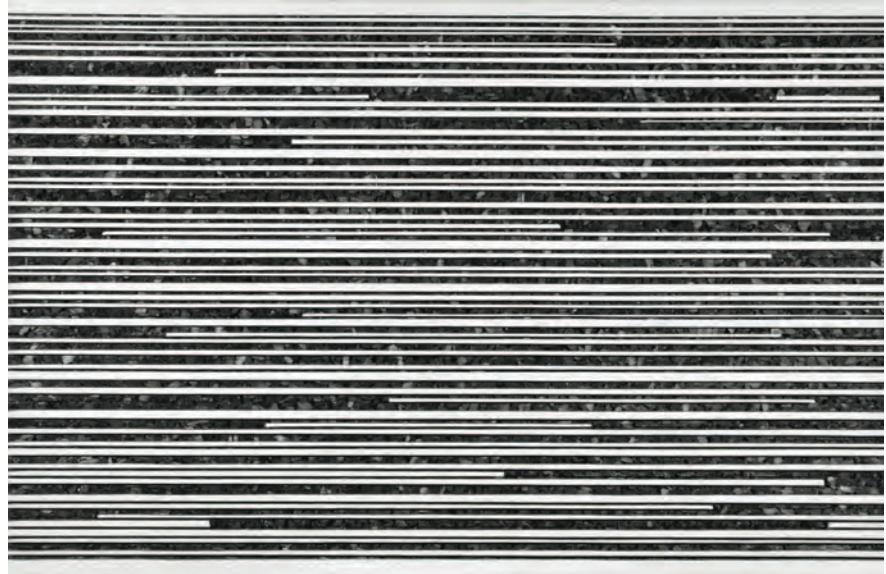
Quelle: Schroders, Secquaero Advisors

2. Nicht die spezifischen Verluste des zedierenden (Rück-) Versicherers, sondern die Verluste der ganzen Versicherungsindustrie infolge des eingetreten Naturereignisses haben eine im Rückversicherungsabkommen abgemachte Minimalschwelle überschritten. Die (Teil-)Auszahlung des investierten Kapitals wird dem Sponsor der Anleihe übermittelt, ist aber in diesem Fall indirekt durch den entsprechenden „Industrieschaden“ definiert. Für den Sponsor der Anleihe besteht somit keinen Anreiz, bei Eintreffen der Naturkatastrophe eine „überproportionale“ Schadensmeldung zu akzeptieren, im Wissen dass es durch die emittierte Anleihe gedeckt ist
3. Die physikalische Messeigenschaft des Naturereignisses, z.B. Windgeschwindigkeit oder Luftdruck eines Hurrikans hat, an einer im Rückversicherungsabkommen definierten geographischen Lage, die entsprechende vertraglich abgestimmte Schwelle überschritten

Gegeben die Strukturierung der Transaktion und die entsprechenden Ausmasse der zedierten Risiken wird in all diesen drei Fällen eine (Teil-)Auszahlung des investierten Kapitals „nur“ von Extremereignissen veranlasst. Das röhrt hauptsächlich daher, dass solche Anleihen von den (Rück-) Versicherungsgesellschaften genutzt werden, um sich gegen Extremnaturereignisse mit relativ geringer Eintrittswahrscheinlichkeit jedoch entsprechend relativ grosser Schadenslast abzusichern.

Gleichzeitig bedeutet das, dass das Kapital der ILS-Anleger üblicherweise erst beeinträchtigt ist, wenn ein Extremnaturereignis eintrifft. Schwerwiegende Hurrikans (Kategorie 3 oder höher) kommen historisch gesehen alle 20 – 30 Jahre vor, während schwere Erdbeben lediglich alle 200 Jahre eintreten – manche sogar seltener.

ILS Instrumente können auch so strukturiert sein, dass sie ein spezifisches Risiko abdecken, d.h. der Zahlungsanspruch kann erhoben werden, falls eine spezifische Naturgefahr in einer spezifischen geographischen Region, z.B. Wirbelsturm im US Bundesstaat Florida eintrifft. Solche Strukturen werden im Fachjargon „Single-Peril“-Strukturen“ genannt. Alternativ, werden ILS Instrumente auch so strukturiert,



Julien Carpi - carbone et époxy

dass sie eine Kombination verschiedener Naturgefahren in verschiedenen geographischen Lokalitäten abdecken, sogenannte „Multi-Peril-Strukturen“, z.B. Hurrikane und Erdbeben in ganz USA. Nur ganz selten werden bei diesen Multi-Peril-Strukturen eine Kombination von Naturkatastrophenrisiken und Lebensversicherungsrisiken gedeckt.²

Im Allgemeinen sind die von ILS Instrumenten gedeckten Naturkatastrophen vor allem auf dicht besiedelte Gebiete in Industrieländer konzentriert, in denen die Bevölkerung über einen hohen Versicherungsschutz verfügt. Die beiden Hauptrisiken, die durch ILS abgedeckt werden, sind Wirbelstürme („Hurrikane“) und Erdbeben in den USA.

Besonderheiten bei der Verwaltung eines ILS-Portfolios

Die Verwaltung eines ILS Portfolios verlangt die Erfüllung vielseitiger Aufgaben, welche ein fundiertes Wissen in den Bereichen der Finanz-, Versicherungs-, Rückversicherungswirtschaft sowie in der Modellierung von Eintrittswahrscheinlichkeiten von Naturkatastrophenereignissen und deren Folge auf Risiken und Verluste beinhaltet. Der Manager eines ILS-Portfolios muss auf der einen Seite die Portfolioausrichtung gegenüber Extremereignissen verwalten, auf der anderen Seite muss er aber auch sicherstellen,

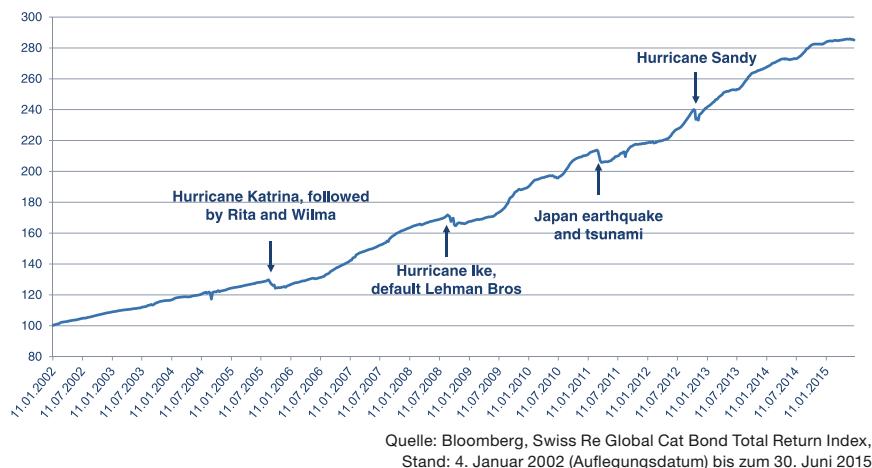
dass die Entlöhnung für die übernommenen Risiken ausreichend ist. Im Rahmen der täglichen Analysen bei der Portfolioverwaltung muss deshalb vergewissert werden, dass die innerhalb des Portfolios bestehenden Risikofaktoren ausreichend diversifiziert sind und eine zu starke Konzentration bestimmter Gefahren in geographischen Regionen vermieden wird. Zudem muss der Portfolio-Manager die Saisonalität einiger Naturkatastrophen im Jahresverlauf berücksichtigen.

Dies gilt vor allem für wetterabhängige Ereignisse (Hurrikane, Wirbelstürme, Tainfune, Überschwemmungen etc.). So ist zum Beispiel die Exponierung gegenüber Wirbelstürmen an der amerikanischen Nordatlantikküste von Mai bis Ende Oktober am grössten oder besser gesagt reell, da sich die ganze Hurrikansaison auf diese Monate des Jahres konzentrieren. Weiter muss der Portfoliomanager Änderungen des Angebots und der Nachfrage der handelbaren Anleihen im Markt im Auge behalten und deren Preisentwicklung genau überwachen, um die Wertentwicklung des Portfolios optimal zu steuern. Und schliesslich muss sichergestellt werden, dass im Falle eines Eintritts eines schwerwiegenden Naturereignisses das Portfolio nicht zu stark belastet und der mögliche Schaden für das Portfolio minimiert bzw. (teilweise) abgesichert wird.

1 In weiteren Fällen sind Anleihen so strukturiert, dass die (Teil-)Auszahlung des Kapitals von einer „offiziell“ akzeptierten Drittpartei aufgrund entsprechender Modellierungen oder festgelegter Indizes erfolgen.

2 Im Moment gibt es nur eine Anleihe auf dem Markt, die eine Kombination von Naturkatastrophenrisiken und Lebensversicherungsrisiken abdeckt.

Performance des Swiss Re Cat Bond Index



Vorteile für Pensionskassen-Portfolios

Art. 71 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) und Art. 53 der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen-, und Invalidenvorsorge (BVV2) legen fest, dass ILS Instrumente, ebenso wie Hedgefonds, Private Equity, Infrastrukturanlagen und Rohstoffe, zulässige Anlagen der Kategorie „alternative Anlagen“ sind.

Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld, in dem die Renditen nahe Null oder sogar im negativen Bereich liegen und nahezu alle Anlageklassen aus relativer Sicht der Investoren als teuer empfunden werden, bieten ILS Produkte für Pensionskassen eine interessante Investitionsmöglichkeit mit attraktiven Renditen. Sie bieten zudem einen Schutz vor Zinserhöhungsrisiken, bzw. die ILS Instrumente sind nur minimal gegenüber einem Zinserhöhungsrisiko exponiert, da der Coupon der Anleihen mit einer unterliegenden variablen Verzinsung, (z.B. LIBOR oder Geldmarktrendite) ausgestattet und daher typischerweise kurzen Laufzeiten ausgesetzt sind. Die Fälligkeit von Naturkatastrophenanleihen beträgt meist drei Jahre (in seltenen Fällen 4 – 5 Jahre) und bei privaten Kontrakten überschreitet sie selten ein Jahr.

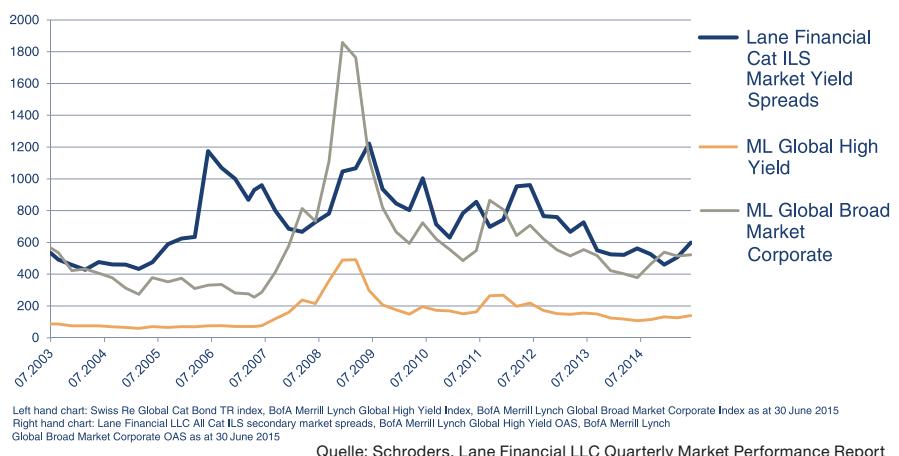
Während die Zinsen im ILS Markt, über die letzten fünf Jahre gesehen, momentan nahe einem Tiefstand liegen (siehe Abb. 1 «Kurzfristige Renditen»), bewegen sie sich im langfristigen, historischen Vergleich weiter auf „fair value“ Niveau (siehe Abb. 2

«Langfristige Renditen»). Darüber hinaus ist, aufgrund der Weiterentwicklung des ILS-Marktes, auch in Zukunft mit einer relativ schnellen Anpassung der Zinsen nach dem Eintritt von Katastrophen zu rechnen, was die Volatilität dieses Marktes weiterhin tief halten wird, speziell im Vergleich zu traditionelleren Anlageklassen.

Schliesslich bieten ILS attraktive Renditen im Vergleich zu traditionellen Anleihen. Das Renditeniveau ist mit dem von Hochzinsanleihen vergleichbar, wobei die Volatilität geringer ausfällt (siehe Abb. 3 „Wertentwicklung von Cat Bonds gegenüber Hochzinsanleihen und IG Unternehmensanleihen“).

In diesem Zusammenhang scheint es uns auch wichtig, die Interpretation der Bonitätsbewertungen von ILS Instrumenten zu erläutern. Die Bonitätsbewertungen für ILS-Instrumente beziehen sich auf die Ausfallwahrscheinlichkeit des ILS Instruments.

Abbildung 1 – Cat Bond Zinsen (Lane Financial All Cat ILS Market Spreads Index)



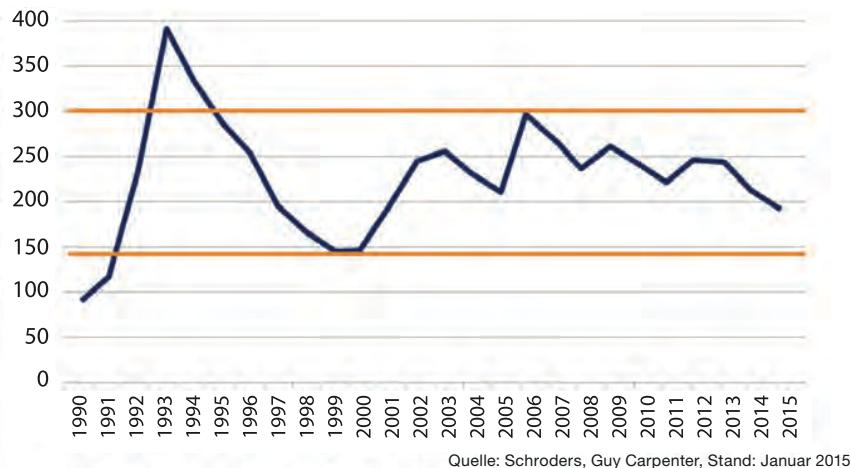
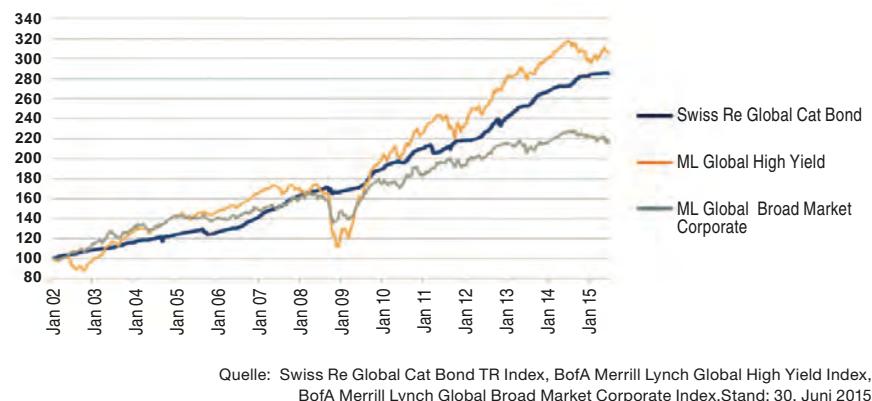
Eine Ausfallwahrscheinlichkeit von 1% entspricht dem Eintreten eines aussergewöhnlichen Naturereignisses, das erwartungsgemäss in diesem Ausmass einmal in 100 Jahren vorkommt. Es bezieht sich in keiner Weise auf die Ausfallwahrscheinlichkeit des Sponsors der Anleihe und der damit verbundenen Schwierigkeiten des Sponsors die entsprechenden finanziellen Verbindlichkeiten zu erfüllen (Bezahlen der Prämie). Wie bereits erwähnt, hat aufgrund der Struktur von ILS Instrumenten ein möglicher Kreditausfall des Sponsors keine Auswirkung auf das Kapital der Investoren.

ILS Instrumente zeichnen sich durch eine sehr geringe Korrelation zu Finanzmarktrisiken aus, denn die fundamentalen Risikotreiber (d.h. z.B. Naturkatastrophen) dieser Instrumente verhalten sich unabhängig von den typischen Finanzmarktrisiken und von den traditionellen Anlageklassen, die in den Portfolios institutioneller Anleger vertreten sind.

Zur Verdeutlichung der erwähnten Aspekte werden in der nachstehenden Tabelle die Wertentwicklung und die Volatilität verschiedener Anlageklassen verglichen. Dabei werden vor allem zwei Aspekte deutlich:

1. ILS Instrumente weisen ein höhere Rendite auf
2. Die Dynamik von ILS Instrumenten ist im Wesentlichen von den traditionellen Finanzmärkten unabhängig

Diese Tabelle macht nicht nur deutlich, dass die Naturkatastrophenanleihen in beinahe neun von zehn Fällen, während die anderen

Abbildung 2 – Langfristigere Zinsen (Guy Carpenter Property Global Catastrophe Rate Index)**Abbildung 3 – Wertentwicklung von Cat Bonds gegenüber Hochzinsanleihen und Hochbonitäts-Unternehmensanleihen**

The case for ILS

Attractive returns, excellent diversification

	Cat Bonds	Equities	IG Bonds	Hedge Funds	Commodities	High Yield Bonds
Ann. return (USD)	+8.2%	+6.5%	+5.8%	+2.0%	+7.3%	+8.7%
Volatility (p.a.)	2.8%	14.6%	6.5%	4.8%	23.4%	10.6%
% positive months	91%	64%	69%	64%	58%	70%
Cat bonds positive, if index negative	-	86%	88%	84%	91%	85%
Worst month	-3.9%	-16.8%	-14.9%	-9.9%	-27.8%	-17.3%
Date of worst month	Mar 11	Oct 08	Oct 08	Oct 08	Oct 08	Oct 08

Data from January 2002 to 30 June 2015. Cat Bonds: Swiss Re Cat Bond Index, Equities: S&P500 Total Return Index, IG bonds: JP Morgan IG Corporate Total Return Index, Commodities: S&P Goldman Sachs Commodity Index, Hedge Funds: HFRX Equally Weighted Index, High Yield Bonds: Merrill Lynch Global HY Index. Cat bonds positive if index negative refers to monthly performance of Swiss Re Cat Bond Index vs. other indices.

Daten aus der Zeit von Januar 2002 bis zum 31. März 2015 – Cat Bonds: Swiss Re Cat Bond Index, Aktien: S&P500 Total Return Index, Anleihen mit Investment Grade: JP Morgan IG Corporate Total Return Index, Rohstoffe: S&P Goldman Sachs Commodity Index, Hedgefonds: HFRX Equally Weighted Index, Hochzinsanleihen: Merrill Lynch Global HY Index. «Positive Wertentwicklung von Cat Bonds bei negativem Index-Ergebnis» bezieht sich auf die monatliche Wertentwicklung des Swiss Re Cat Bond Index gegenüber den anderen Indizes

Anlageklassen Verluste verzeichnen, einen positiven Wertertrag erzielen, sondern dass die Korrekturen am ILS-Markt auch deutlich geringer ausfallen.

Ausblick

Es gibt keinen Zweifel, dass die globale Klimaerwärmung langfristig das Auftreten von Extremrisiken und somit auch den Versicherungsmarkt beeinflussen wird. Die verschiedenen Studien zum Klimawandel haben bisher jedoch keine einheitlichen Ergebnisse hervorgebracht, die eindeutig zeigen, wie sich der Effekt des Klimawandels langfristig auf die ILS Anlageklasse auswirken wird, vor allem in Bezug auf die Häufigkeit, den Verlauf und die Intensität von Extremergebnissen. Eine von Simon Wang, Associate Professor für Klimadynamik, Prognosen und Extremrisiken der Utah State University, in 2011 veröffentlichten Studie kommt zum Schluss, dass der Klimawandel die Zahl der Atlantikstürme erhöhen wird, jedoch eine geringere Anzahl die Küsten erreichen wird.³ Obwohl ILS Instrumente eine zu kurze Laufzeit haben um vom Klimawandel direkt betroffen zu werden – oder zumindest in einer Weise die nicht schon bei der Modellierung der Risiken berücksichtigt wurde – wird der Klimawandel langfristig den ILS Markt beeinflussen.

Langfristig werden zudem weitere Faktoren den Markt für Versicherungen und Rückversicherungen beeinflussen. Dazu zählen vor allem demografische und geografische Entwicklungen. So wächst wahrscheinlich die Weltbevölkerung weiter, ihr Wohlstand steigt, die Urbanisierung nimmt zu und dabei werden auch die Küsten immer dichter besiedelt. Häufiger eintretende Extremergebnisse in Gebieten mit hoher Bevölkerungsdichte und besserer Versicherungsabdeckung sowie einer teureren Infrastruktur könnten das Versicherungs- und Rückversicherungsgeschäft künftig grundlegend verändern und damit langfristig einen Effekt auf den ILS-Markt haben. So könnte angesichts eines möglichen steigenden Versicherungsbedarfs in Zukunft eine höhere Markttiefe erreicht werden. Gleichzeitig werden sich auch die Strukturen der ILS Instrumente der neuen Marktgegebenheiten anpassen müssen und Prämien sich entsprechend verändern.

Bereits heute gibt es Klimaphänomene, die einen kurzfristigeren Einfluss auf das Eintreten von Extremereignissen haben und bereits bei der Risikomodellierung und der Bewertung der ILS Instrumente berücksichtigt werden, wie z.B. El Niño (eine grossflächige Erwärmung der Deckenschicht des tropischen Pazifiks), die Nordatlantische Oszillation (NAO, Schwankung der Druckverhältnisse über dem Nordatlantik) oder die Atlantische Multidekaden-Oszillation (AMO, Veränderung der Meeressoberflächentemperaturen des Nordatlantiks).

In der nahen Zukunft wird die globale Erwärmung den ILS-Markt jedoch aufgrund der kurzen Laufzeit der ausgegebenen Instrumente (ein bis drei Jahre) nicht oder kaum beeinflussen.

Abschliessend lässt sich festhalten, dass es sich bei ILS Instrumenten um eine interessante Anlageklasse handelt, die sich mit steigendem Marktvolumen rasch entwickelt und in den Portfolios von Schweizer Pensions-

kassen bisher nur gering vertreten ist, allerdings, in der jüngsten Vergangenheit sich stärker etabliert hat.

Die ILS Anlageklasse zeichnet sich durch attraktive Eigenschaften aus, vor allem in Bezug auf die erwartete Rendite, kombiniert mit der relativen geringen Volatilität. Ihr grösster Vorteil liegt allerdings in der niedrigen Korrelation mit den traditionellen Anlageklassen, dem Finanzmarktrisiko. Damit bieten ILS Instrumente in unruhigen Finanzmarktzeiten eine gewisse Stabilität für das Portfolio einer Schweizer Pensionskasse. ■

³ Shih-Yu Wang and Robert R. Gillies, "Observed Change in Sahel Rainfall, Circulations, African Easterly Waves, and Atlantic Hurricanes Since 1979," International Journal of Geophysics, vol. 2011, 14 pages, 2011.

Kompetenz Das zeichnet uns aus



Als Verband Schweizerischer Vermögensverwalter fördern wir Kompetenz und Können aller unserer Mitglieder. Durch unser umfassendes Aus- und Weiterbildungsangebot leisten wir einen wesentlichen Beitrag zur Qualität des Schweizer Finanzplatzes. Kompetenz verbindet uns und macht uns zum branchenführenden Verband von Berufsleuten für Berufsleute.



Verband Schweizerischer Vermögensverwalter | VSV
Association Suisse des Gérants de Fortune | ASG
Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni | ASG
Swiss Association of Asset Managers | SAAM

Bahnhofstrasse 35
8001 Zürich
Tel. 044 228 70 10
www.vsv-asg.ch

Saisonalität und Finanzmärkte



Von
Emmanuel Ferry
Chief Investment Officer

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA, Genf

I. Darstellung und Erklärung saisonbedingter Phänomene auf den Märkten

“History does not repeat itself, but it does rhyme” – M. Twain

Die Saisonalität wird von Wirtschaftswissenschaftlern regelmässig angeführt, um die Ineffizienz der Märkte anzuprangern, aber sie wird selten erwähnt, wenn man die wichtigsten von Vermögensverwaltern verwendeten Kriterien betrachtet. Letztere neigen eher dazu, theoretisch solide Investitionsstrategien vorzuziehen, die jedoch auf Hypothesen beruhen, deren Richtigkeit erst im Nachhinein überprüft werden kann¹. Eine auf Saisonalität beruhende Herangehensweise entbehrt zwar jeder erwiesenen Grundlage, aber sie weist den Vorteil auf, dass man für ihre Umsetzung keine Hypothese braucht.

Die Saisonalität der Märkte ist ein sehr umfangreiches Forschungsgebiet. Den Wissenschaftlern ist es nicht nur gelungen, beinahe ebenso viele Kalendereffekte zu bestimmen, wie es Zeiteinheiten gibt, sondern sie haben auch vom Kalender unabhängige saisonale Phänomene entdeckt, die von politischen Amtszyklen über Mondphasen bis hin zu Sonnenflecken reichen. Der Anleger hat also zwischen Einflussfaktoren zu unterscheiden, die sowohl empirisch belegt, als auch in ihrer Umsetzung ressourcenschonend sind, und die ihnen zugrundeliegende Logik zu erkennen.

Die erste Kategorie der saisonalen Schwankungen umfasst Kalendereffekte. Dabei kann es sich um eine tägliche, wöchentliche, monatliche oder jährliche Frequenz handeln. Der bekannteste ist der Januar-Effekt, der wegen der Überperformance im Januar im Vergleich zu den anderen Monaten so ge-

nannt wird. Diese Überperformance im Januar kann seit beinahe zwei Jahrhunderten empirisch in zahlreichen Regionen und über lange Zeiträume hinweg beobachtet werden. Der einfachste aller Erklärungsansätze besagt, dass die Anleger aus steuerlichen Gründen ihre Verluste realisieren, indem sie ihre Verlust-Anlagen am Jahresende verkaufen, um sie im Januar wieder zurückzukaufen. Diese steuerlich bedingte Erklärung wird oft von „Window dressing“-Operationen der Fondsmanager begleitet, die sich zu Jahresende von Verlustpositionen trennen und das Geld im Januar wieder investieren, um ausschliesslich Top-Titel in ihrem Jahresabschluss vorzuweisen zu können.

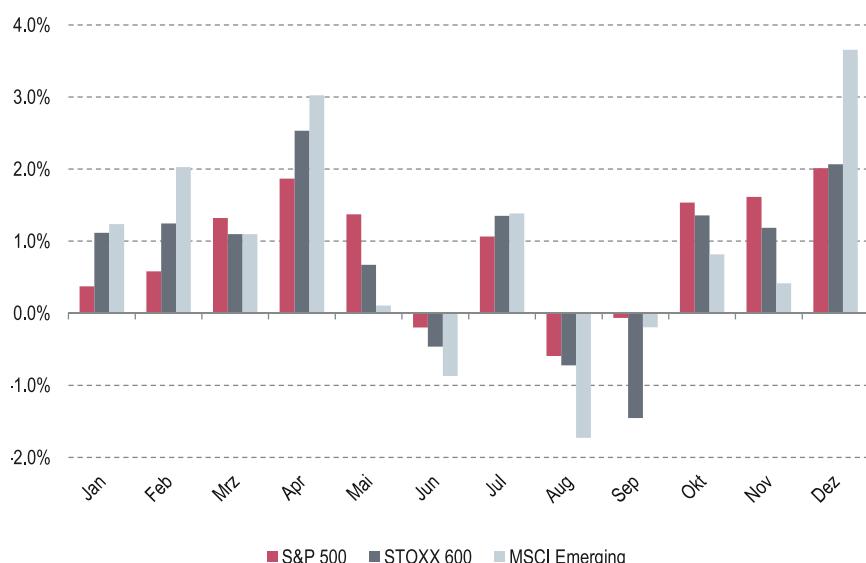
These beiden Argumente erklären die Saisonalität anhand von rationalen Verhaltensmustern, aber sie sind in gewisser Hinsicht nicht ausreichend. Erstens konnte im Laufe der letzten zwanzig Jahre eine Abschwächung des Januar-Effekts beobachtet werden. Dennoch sind die Wintermonate (von

November bis Mai) bei allen grossen Aktienindizes (USA, Europa, Emerging Markets) immer noch von einer Überperformance geprägt. Zweitens zeichnen sich diese Wintermonate nicht nur durch eine Aktien-Überperformance gegenüber den anderen Monaten des Jahres, sondern auch durch eine Überperformance der risikoreicheren Anlagen gegenüber risikoärmeren Anlagen aus. Diese Beobachtungen legen nahe, dass der Januar-Effekt nur ein besonderer Fall innerhalb eines umfangreicheren Winter-/Sommerphänomens ist (die berühmte „Sell in May and go away“-Regel), dessen Erklärung auf der Hypothese einer jahreszeitlich bedingten Schwankung der Risikoaversion beruht. Es handelt sich hierbei wohl eher um „Animal Spirits“, als um irgendein rationales Optimierungsverhalten.

Auch wenn die Vorstellung, dass die Risikofreudigkeit zu Jahresbeginn am grössten ist und dann abnimmt, plausibel erscheint, so kann man sich bei manchen Schlussfolgerungen ein Lächeln kaum verkneifen. So vergleichen gewisse Studien die Überperformance der risikoreicheren Anlagen zu Jahresbeginn mit der Hochsaison der Casinos in Las Vegas im gleichen Zeitraum. Andere Forscher wiederum haben eine Verbindung zwischen der Underperformance von Juni bis Oktober und der saisonal bedingten Depressionswelle hergestellt, die jedes Jahr im Herbst zu beobachten ist.

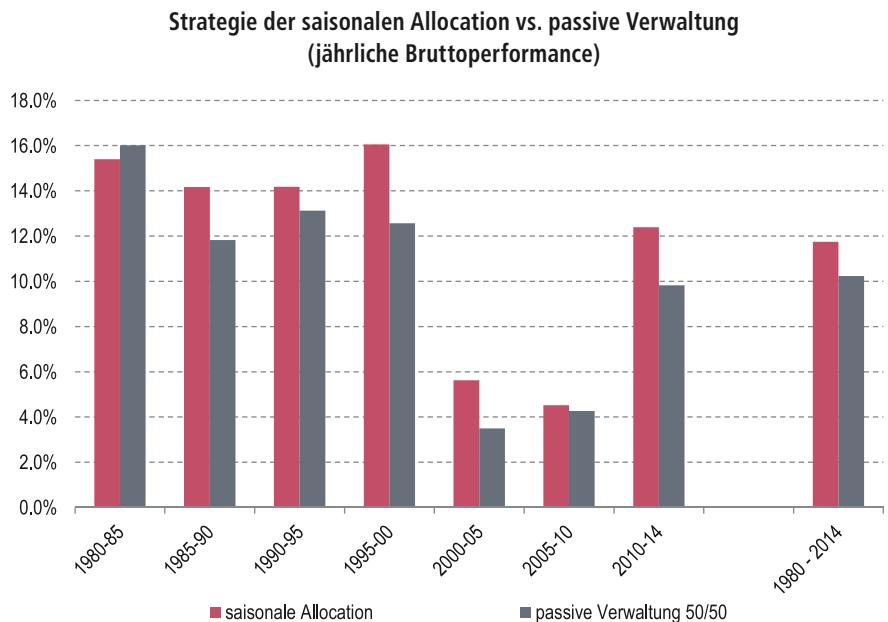
Kalenderzeiteffekte können auch in kürzeren Intervallen vorkommen. Zu dieser

Durchschnittliche Performance der Aktienmärkte pro Monat



Kategorie gehören der Turn-of-the-Month-Effekt, bei welchem die Aktien in den letzten 3 Tagen und den ersten 3 Tagen eines Monats die besten Renditen erzielen, und der Montag-Effekt, wonach die Renditen montags im Durchschnitt niedriger ausfallen als an anderen Wochentagen. Schliesslich haben mehrere Studien die Renditen im Laufe eines Tages analysiert: Danach bietet eine Strategie mit Kauf bei Handelsschluss und Verkauf bei Eröffnung („Overnight“-Rendite) eine bessere risikoadjustierte Performance als eine Strategie mit Kauf bei Eröffnung und Verkauf zu Handelsschluss („Intraday“-Rendite). Diese „kurze“ Saisonalität kann jedoch wegen der häufig nötigen Rebalancings schwieriger ausgenutzt werden. Darüber hinaus ist sie weniger gut empirisch belegt als die jährlichen Effekte.

Hingegen gibt es auch saisonale Zyklen, die über ein Jahr hinaus gehen: Der bekannteste ist die Amtszeit des US-Präsidenten und dauert 4 Jahre. Die Aktienmärkte der Vereinigten Staaten haben jeweils in den letzten zwei Jahren eines Mandats eine bessere Performance als in den ersten zwei Jahren, weil die Zeit vor den Wahlen durch eine höhere gesetzgeberische und haushalterische Freizügigkeit gekennzeichnet ist, was den Aktienmärkten zugutekommt. Das Jahr der Zwischenwahlen hat die schwächste Performance des ganzen Zyklus, und den besten Moment für einen Einkauf bietet somit in der Regel das Jahresende zur Mandatsmitte.



Die anderen Saisonalitäten (Mondphasen, Sonnenflecken) wurden hier nur zu Informationszwecken angeführt, da die mir vorliegenden Studien keinen überzeugenden empirischen Beweis erbringen und die Kosten für ihre Umsetzung aller Voraussicht nach hoch sind.

2. Vermögensverwaltung im 21. Jahrhundert unter Berücksichtigung saisonal bedingter Phänomene

“I only believe in statistics that I doctored myself” – W. S. Churchill

Der Winter-/Sommerzyklus und der Januar-Effekt sind die am besten empirisch belegten saisonalen Markt-Muster. Dennoch können sie wegen der potentiell unregelmässigen Saisonalität und der entsprechenden Rebalancing-Kosten nicht problemlos genutzt werden. Dem Anleger eröffnen sich drei Möglichkeiten: Er kann seine Asset-Allocation erstens an die saisonalen Zyklen anpassen, die Saisonalität zweitens durch verschiedene Verwaltungsstile ausnutzen, ohne die Asset-Allocation zu verändern, oder aber er trifft seine Anlageentscheidung drittens zum günstigsten Zeitpunkt.

Small Caps vs. Large Caps (durchschnittlicher monatlicher Unterschied der Bruttoperformance pro Jahrzehnt)



Der Asset-Allocation-Ansatz besteht darin, ab November den Aktienanteil zu Lasten der Obligationen zu erhöhen, um ihn im Mai wieder zu senken. Über einen längeren Zeitraum betrachtet, sind die Ergebnisse überzeugend. Eine Zuteilung mit 25 % (75 %) US-Obligationen und 75 % (25 %) US-Aktien während der Winter- (Sommer-) Monate erwirtschaftete zwischen 1980 und 2014 eine Jahresperformance, die 2 % über der Performance von passiv verwalteten Portfolios (50 % Aktien / 50 % Obligationen) liegt. Diese Overperformance ist konstant und trifft auf sämtliche 5-Jahres-Abschnitte zu, mit Ausnahme des Zeitraums 1980-85.

Diese Methode setzt vor allem auf den saisonalen Faktor, aber sie bringt mehrere bedeutende Nachteile mit sich. Eine auf Saisonalität fassende Asset-Allocation könnte nämlich schnell mit anderen grundlegenden, technischen oder auch bewertungstechni-

schen Kriterien in Konflikt geraten. Außerdem wäre sie mit erheblichen Verwaltungskosten verbunden, da das oben genannte Beispiel jedes Jahr eine vollständige Erneuerung des Portfolios bedingen würde.

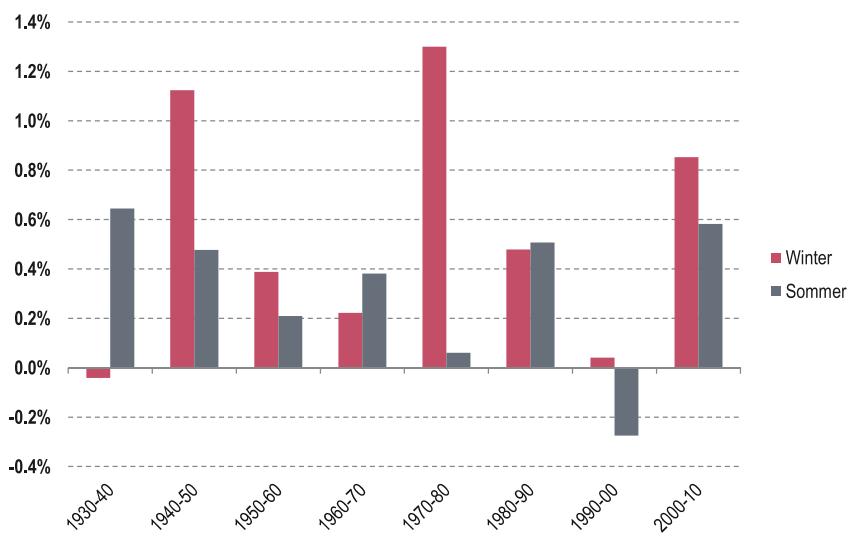
Ein zweiter, alternativer Ansatz dazu wäre, den Rahmen einer klassischen Asset-Allocation zu verlassen, um sich mit der Wechselwirkung zwischen saisonalen Mustern und der Dynamik innerhalb von Asset-Klassen zu beschäftigen. In den Vereinigten Staaten kann zum Beispiel seit den 30er Jahren ein sehr ausgeprägter Winter-/Sommerzyklus bei den Anlagestilen Small Caps und Value beobachtet werden.

Die Small Caps erzielen in den Monaten November bis April eine bessere Performance als die Large Caps und sind zwischen Mai und Oktober Underperformer. Dieses Muster bleibt über die Jahre stabil und kann in allen Jahrzehnten seit 1930 – mit Ausnahme des Zeitraums von 1930 bis 1940 – beobachtet werden.

Ähnliches wird auch beim Verwaltungsstil Value vs. Growth festgestellt, aber das Muster ist im Laufe der Zeit weniger konstant. Durch einen Managementstil, der sich an der Jahreszeit orientiert, kann man sich aktiv eine saisonbedingte Prämie sichern, die Asset-Allocation konstant halten und die Rotation innerhalb des Portfolios eingrenzen.

Mit dem dritten Ansatz können die Investoren aber auch den Moment der Portfolioumschichtung nutzen, um von einem Teil der

Value vs. Growth (durchschnittlicher monatlicher Unterschied der Performance pro Jahrzehnt)

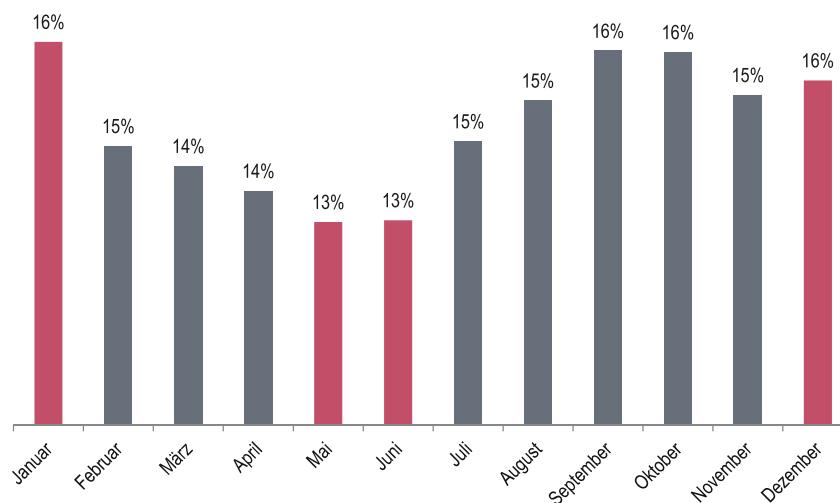


saisonalen Effekte zu profitieren. Eine altbewährte Strategie ist die „Zauberformel“ von Joel Greenblatt: Hierbei wird zur Auswahl der Wertpapiere die Gewinnrendite mit der Kapitalrendite kombiniert. Die mit dieser Strategie zwischen 1996 und 2014 erzielte jährliche Performance liegt bei einem Rebalancing im Dezember oder Januar bei 16 %, fällt bei einem Rebalancing im Mai oder Juni aber auf 13 % ab. Dieser Effekt ist zwar viel schwächer als die oben genannten, aber es ist interessant zu beobachten, dass man von der Saisonalität profitieren kann, wenn man einfach das Rebalancing-Datum auf den für die jeweilige Strategie günstigsten Moment verschiebt. Ein solcher Ansatz besticht durch seine Einfachheit, obwohl er der Saisonalität

letztendlich nur eine nebensächliche Rolle zuordnet.

Churchills Zitat am Anfang des Kapitels soll uns abschliessend daran erinnern, dass saisonale Abweichungen – mehr als jede andere Marktineffizienz – mit Vorsicht zu genießen sind. Das Risiko, sich zu irren, ist bei Effekten, die vielmehr auf einer zeitlich nachgelagerten Beobachtung als auf der Prüfung einer im Vorfeld formulierten Hypothese beruhen, besonders gross. Für die meisten Fälle gibt es plausible Erklärungen, aber sie sind schwer zu beweisen und können ein Gefühl der Scheinsicherheit vermitteln. Die Saisonalität hat durchaus ihren Platz in der Vermögensverwaltung, jedoch sollte man zwei der wichtigsten Erfordernisse nicht aus den Augen verlieren: Diversifikation und Kostenoptimierung. ■

Jährliche Performance der „Zauberformel“ (1996-2014)



¹ Aktienbewertungsmodelle wie zum Beispiel das Discounted Cash-Flow-Verfahren (DCF) erfordern eine Abschätzung der zukünftigen Gewinne und der Risikoprämie.



... and climbing.

Ein Global Player in Asset Servicing...

Offerieren von führenden Investor Service Dienstleistungen erfordert eine ständige Weiterentwicklung. CACEIS Strategie des nachhaltigen Wachstums ist Kunden zu helfen, ihre Herausforderungen im Wettbewerb auf globaler Ebene zu erfüllen. Finden Sie heraus wie Sie mit unseren kundenorientierten Dienstleistungen einen Sprung voraus bleiben.

CACEIS, Ihr Partner für die Fondsverwaltung und Depotbank in der Schweiz.

Unsere Büros in der Schweiz:

CACEIS in Switzerland

Nyon +41 58 261 9400

Zürich +41 58 261 9471

www.caceis.com

Ist das Konzept einer Strategischen Allokation ein Auslaufmodell? Sollten wir uns auf ein quantitatives Management zubewegen?



Von
Jaimy Corcos
Fund Manager Equity

Swiss Life Asset Managers AG

Die strategische Allokation von Vermögenswerten adressiert das Bedürfnis der Anleger ein bestimmtes Renditeziel innerhalb eines bestimmten Risikorahmens in einem gegebenen Zeithorizont zu erreichen.

Bei der taktischen Aufteilung bzw. Allokation der Vermögenswerte eines Portfolios geht es darum durch Abweichungen von der Strategischen Allokation dynamisch über die Zeit einen Renditevorteil gegenüber einer statischen Allokation zu erzielen. In der Vergangenheit haben unterschiedliche Vermögensklassen und – werte unterschiedliche relative Renditeattraktivitäten über die Zeit aufgewiesen. Die rechtzeitige Identifikation und effiziente Ausnutzung der Veränderung dieser relativen Renditeattraktivitäten sind der Schlüssel zum Erfolg der taktischen Vermögensallokation.

In der Vergangenheit ist die strategische Vermögensallokation vornehmlich anhand von diskretionären und qualitativen Strategien gesteuert worden. In jüngerer Vergangenheit kommen immer stärker quantitativ getriebene Ansätze auf. Nun drängt sich die Frage auf, wie zukünftig die Vermögensallokation gesteuert werden sollte, diskretionär oder quantitativ? Oder kann eine Kombination von beiden Ansätzen einen Mehrwert schaffen?

Was es heisst „Quant“ zu sein:

Quantitative Strategien sind das Ergebnis der Fortschritte in der Finanzforschung, welche ökonomische Konzepte und Zusam-

menhänge mit Methoden aus der Statistik, Mathematik und Physik konkret erforschbar, quantifizierbar und steuerbar machen.

Es ist unbestreitbar, dass das enorme Wachstum des verwalteten Vermögens, die Verbesserung von Datenzugang, Rechenkraft und Finanzforschung, der Einsatz von Derivaten und Veränderungen in den Liquiditätsquellen die Finanzlandschaft deutlich verändert hat. In diesem Artikel betrachten wir daher, welchen Platz quantitative Methoden in der heutigen Finanzwelt in der Allokation des Anlagevermögens haben können oder vielleicht sogar sollen.

Ein „Quant“ Anleger wendet diese ökonomischen Konzepte mit Hilfe der Methoden aus den oben erwähnten Wissenschaften in der Vermögensverwaltung und –anlage an. Dazu zählt auch eine ständige Bereitschaft seine Leistung und sein Risiko (vergangenes oder gegenwärtiges) zu messen und diejenigen Parameter zu schätzen.

Wie ist diese „Quant Einstellung“ für den Anlageprozess verwendbar?

I - Analyse des Konjunkturzyklus: Das Ziel ist zweifacher Natur:

Viele Anlageprozesse beruhen auf makroökonomischen Analysen. Aber nur sehr wenige leiten aus ihrer makroökonomischen Analyse eine direkte Quantifizierung dessen ab, welchen Vermögenswerten welches Gewicht in der Vermögensallokation zu kommen soll. Beispielsweise wissen wir, wie sich im Durchschnitt die relative Rendite-

attraktivität von Aktien und Anleihen über den Geschäftszyklus hinweg verändert. Zumeist bleibt es bei generellen Aussagen über die tendenzielle Entwicklung von Vermögenskategorien und die eigentliche Allokationsentscheidung verbleibt diskretionär. Das Problem solcher diskretionären Entscheidungen ist, dass sie häufig ähnlich wie Wetten bei Pferderennen sind, wo wir nur hoffen können, durch die Beherrschung der Dynamik und Unsicherheit Informationen zu gewinnen (siehe Handbook of Sports and Lottery Markets von Donald B. Hausch und William T. Ziemba).

In unserem Anlageprozess steuern wir unsere Allokation zwischen beispielsweise Aktien und Anleihen anhand von einer quantitativen Analyse des Geschäftszyklus.

Das Ziel dieser Analyse ist es zu quantifizieren: Wo stehen wir; wohin gehen wir? Wie wird der Zustand der Wirtschaft sich wahrscheinlich entwickeln?

Das Ergebnis dieser Analyse ist eine Vermögensaufteilung: wie viele Aktien, wie viele Staatsanleihen (risikofreie), wie viele Unternehmensanleihen (Kredit), wieviel Immobilienanteil sind erforderlich, um, mit Blick auf unsere aktuelle Einschätzung des Konjunkturzyklus unser jeweiliges Rendite-Risiko Profil zu maximieren (Sharpe Ratio).

Wir beschreiben den Zustand der Wirtschaft durch vier verschiedene Haupttreiber:

- Die wirtschaftlichen Aktivitäten (z.B. Indikatoren im Zusammenhang mit der Kapazitätsauslastung)
- Arbeitslosigkeit
- Inflation
- Zuversicht oder Unsicherheit der Wirtschaftsakteure (z.B. deutscher IFO-Index)

Anschliessend können wir einen Index der globalen Gesundheit bauen, welcher die Verkettung von Informationen aus den genannten vier Zyklen darstellt und uns jederzeit die Wahrscheinlichkeit angibt, dass wir uns in einer Situation eines wieder anziehenden, sich beschleunigenden, sich verlangsamen oder aber sich verkleinernden Wirtschaftswachstumes befinden.

Phase probabilities

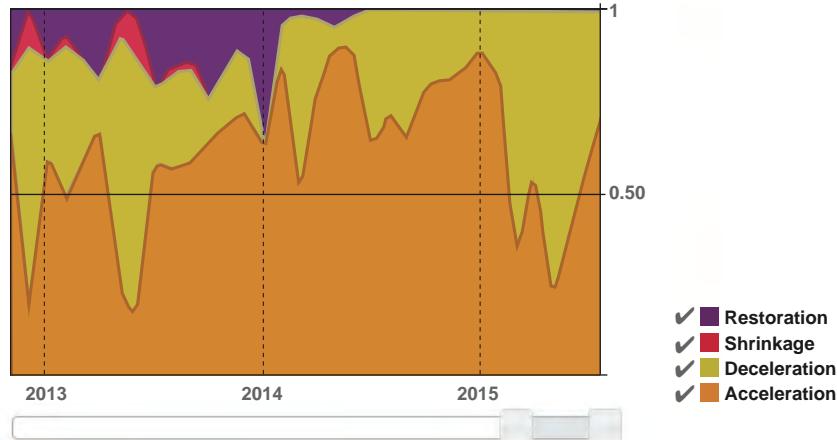


Abbildung: Wahrscheinlichkeiten des Zustandes der Wirtschaft im 31. Juli 2015 und die Wahrscheinlichkeiten der globalen Zykusphasen:

Wiederaufleben: Wahrscheinlichkeit 0,39%

Beschleunigung: Wahrscheinlichkeit 73,18%

Verlangsamung: Wahrscheinlichkeit 26,40%

Kontraktion: Wahrscheinlichkeit 0,03%

2 - Systematisches Risiko- und Vermögenspreise: Volatilität, Korrelation, Erholung:

Risiken sind wesentlicher Bestandteil jeder Anlageentscheidung. Alle Finanzmarktteilnehmer sind sich in diesem Punkt einig. Eine signifikante Veränderung des Marktrisikos ist häufig ein Anzeichen für eine zu erwartende Kehrtwende. Die Veränderung des Risikos ist daher für uns eine extrem wichtige kurzfristig auftretende Information. Die ständige Analyse der Marktrisiken erlaubt uns Situationen der anstehenden Korrektur von Über- oder Unterbewertungen zu identifizieren, die nicht durch die Analyse des sehr viel langsamer laufenden Konjunkturzyklus erfasst werden. Dieser gegenläufige Aspekt ist zentral: Die ständige Analyse der Entwicklung der Risiken im Portfolio, ist somit essentiell, um mögliche kurz- oder mittelfristige Änderungen in der Bewertung der Vermögenswerte antizipieren zu können. Ebenso ist eine ständige Analyse der Korrelationen zwischen den Vermögenswerten im Portfolio wichtig, um die Verstärkung von Risiken frühzeitig zu erkennen. Das Ziel der Risikoanalyse ist es, folgende Frage zu beantworten: Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass der gegenwärtige Trend anhält?

Beide Arten von Informationen (Zyklusanalyse, Risikoanalyse) sind unabhängig im

Sinne der ihnen zugrunde liegenden Informationen und daher ergänzen sie sich sehr gut um dem Anleger ein klareres Bild seiner Vermögensanlagepolitik mit Blick auf die Finanzmärkte jederzeit zu geben.

3 - Die Portfoliokonstruktion:

Bei der Konstruktion des finalen Portfolios gibt es ebenfalls weitere Stellschrauben, welche zur Hilfe genommen werden können, um quantitativ und regelbasiert das Risiko-Rendite-Profil des Portfolios dynamisch zu steuern und dem Marktumfeld anzupassen.

Eine mögliche Variante, wie in der Portfoliokonstruktion die Veränderung des Marktumfeldes, und damit auch die Risiken und Renditechancen für das Portfolio, berücksichtigt werden können, ist die dynamische Anpassung der Gewichte der Vermögenswerte des Portfolios.

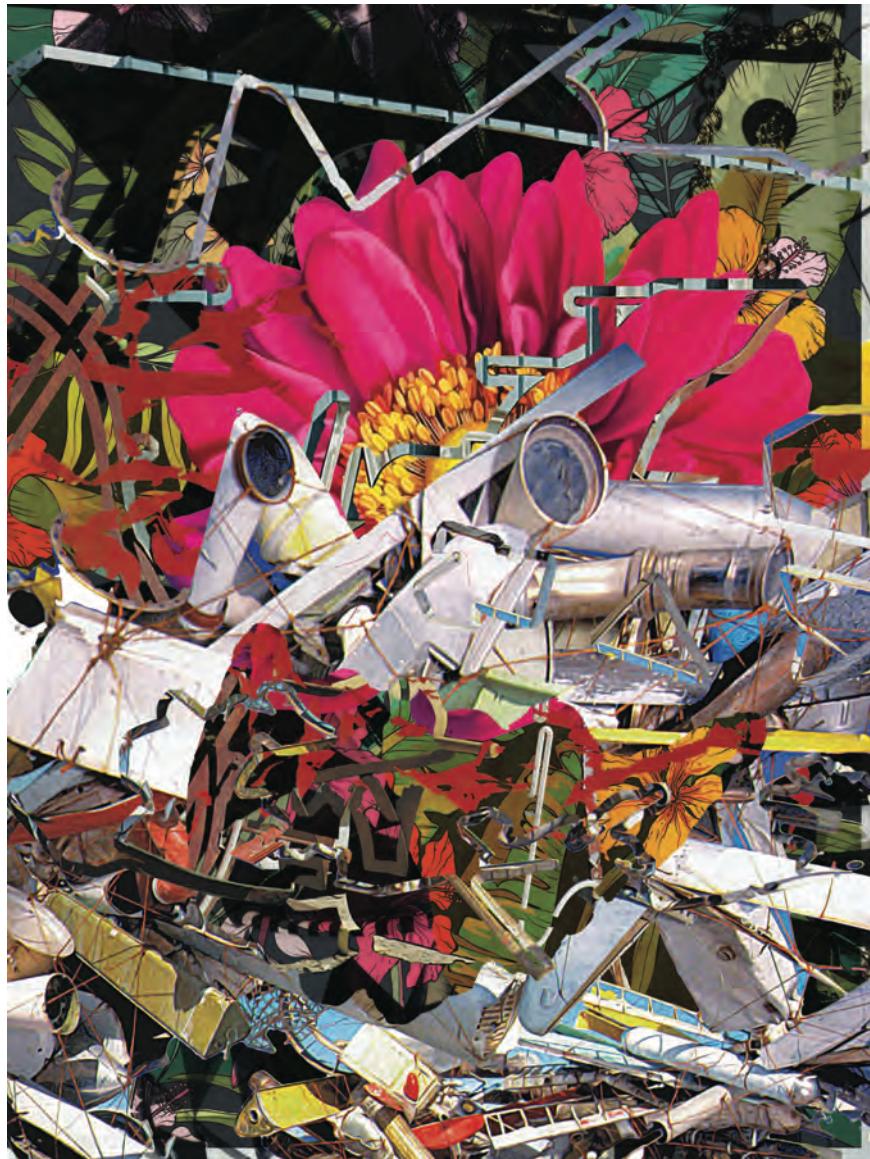
In früheren Studien über die Qualität Marktkapitalisierungs gewichteter Indizes hat das EDHEC Risk Institute gezeigt, dass diese, sich häufig nicht auf der Effizienzgrenze im Sinne von Markowitz befinden (*Evaluation de la qualité des indices de marché : exigences pour l'allocation d'actifs et la mesure de performance, EDHEC, September 2006*). Wie können wir das aus quantitativer Sicht beheben?

Empirische Studien zeigen, dass Portfolios mit alternativen Gewichtungsschemata, wie z.B. Minimum Volatilität, Risiko- oder Gleichgewichtung in der mittleren bis längeren Frist ein superiores Risiko-Rendite Profil gegenüber einem Marktkapitalisierungs gewichteten Referenzportfolio aufweisen

und dazu beitragen können, dass Anleger eine höhere Rendite bei gleichem Risiko oder aber eine gleiche Rendite bei geringerem Risiko erzielen können. Wer sich nun fragt, warum dann überhaupt noch irgend ein Anleger einen Marktkapitalisierungs gewichteten Index als Referenz wählt, oder aber wieso nicht alle Indizes auf ein anderes Gewichtungsschema erhalten sollen, dem sei mit einem Zitat von Charly Munger: „It is not supposed to be easy. Anyone who finds it easy is stupid“ (Charly Munger, Vice-Chairman Berkshire Hathaway Corp., quoted by Howard Marks). Auch hier ist es leider nicht so einfach.

Beispielsweise sind in der Regel in aufwärts laufenden Märkten die Aktien kleiner Unternehmen deutlich profitabler und somit erzeugt ein Gleichgewichtungsschema eine signifikante Überrendite zu einem Portfolio, welches grosse Unternehmen übergewichtet. Auf der anderen Seite haben kleine Unternehmen in unruhigen Marktphasen tendenziell eine schlechtere Rendite aufgewiesen. Dies führt dazu, dass ein Gleichgewichtungsschema zu möglicherweise deutlich schlechteren Renditen in gerade solchen sensiblen Marktphasen führen kann. Auch wenn im mittel-/längerfristigen Durchschnitt noch eine Überrendite erwirtschaftet wird, so sind solche Phasen, welche negative Marktentwicklungen noch verstärken, häufig nicht vom Anleger toleriert und gewünscht. Portfolios von Aktien mit geringer Volatilität weisen im Mittel besonders attraktive Renditen relativ zu einem Marktkapitalisierungs gewichteten Portfolio in turbulenten Marktphasen auf. In sehr ruhigen und sich stetig aufwärts bewegenden Märkten, oder aber durch die Konzentration bestimmter Sektoren oder hohe Bewertungen der Aktien im Portfolio, kann ein solches Gewichtungsschema aber zeitweise auch deutlich gegenüber einem Marktkapitalisierungs gewichteten Referenzportfolio verlieren.

Offensichtlich scheint es also hier Möglichkeiten der Verbesserung zu geben, indem man sich dynamisch zwischen unterschiedlichen Gewichtungsschemata bewegt, je nachdem was man für Einschätzungen darüber hat, wie sich das Marktumfeld zukünftig entwickeln wird. Einen solchen dynamischen Mechanismus der Portfoliokonstruktion setzen wir ein, um aktiv das Risiko-Rendite-



Patrick Corrado - Flower - 145 x 190 cm

Profil des Portfolios gegenüber dem Marktportfolio, welches auch für unsere Anleger häufig die Referenz ist, zu steuern.

4 - Alternative Vermögensklassen

Eine weitere Möglichkeit, die Vermögensallokation über das hinaus zu verbessern, was eine klassische strategische Vermögensaufteilung in Aktien und Anleihen hergibt, ist die Verwendung von zusätzlichen Vermögensklassen, welche eine niedrige Korrelation mit den vorbenannten Vermögensklassen aufweisen. Beispielsweise belegen empirische Studien, dass der Einsatz von Private Equity, Immobilien oder Hedge Fonds Strategien wie Long/Short einen signifikanten Beitrag zur Diversifikation des Portfolios und zur langfristigen Ver-

besserung des Risiko-Rendite-Profits des Portfolios beitragen können. Hier ist allerdings Vorsicht geboten, da diese Anlagekategorien auch längere Durststrecken aufweisen können und deswegen nur für Anleger mit sehr langen Anlagehorizonten wirklich geeignet sind.

Fazit

Die Entwicklung der Finanzforschung ermöglicht dem Anleger in seiner Entscheidungsfindung deutlich fundierter zu sein. Daher ist es nicht das Konzept der strategischen Allokation, dass in Frage gestellt werden muss, sondern die Werkzeuge und die Logik des Anlageprozesses mit denen diese implementiert wird.

Durch Messung und Schätzung, optimiert der „Quant“ Anleger jeden Schritt des Anlageprozesses. In diesem Artikel wurden einige Punkte aufgezeigt, an welchen Stellen quantitative Methoden hilfreich sein und die strategische Vermögensaufteilung verbessern können.

Es wurde ebenfalls deutlich, dass quantitative Methoden vorteilhaft sind, da der Prozess der Entscheidungsfindung transparent und erklärbar wird. Dieser letzte Punkt ist entscheidend und steht sehr im Gegensatz zu einer leider immer noch sehr verbreiteten Empfindung, dass „Quant“ Anlagestrategien notwendigerweise intransparent sind. Ein besseres Verständnis der Grundlagen dieser Methoden würde allerdings zur breiten Einsicht beitragen, dass quantitative regelbasierte Anlagestrategien vollkommen transparent sind.

Jeder Prozess der Entscheidungsfindung muss in einem klaren Rahmen umgesetzt werden. Dies ist das Ziel der «Quant Einstellung». ■



GOLF MAGAZINE

Events

*Putt your brand
where the decision makers are ...*

GOLF EVENTS MAGAZINE - Chemin des Prairies 39, 1279 Bogis-Bossey
Tél. +41 22 362 2110 - www.golf-events.ch

CONINCO  **MASTER CLASS**

Portraits de sociétés
Gesellschaftsporträts

Page / Seite

79



80



81



82



83



84



85



86



87



88



Aberdeen

- La gestion d'actifs est notre métier

Aberdeen Asset Management est une société de gestion d'actifs internationale cotée au FTSE 100. Nous sommes présents dans 26 pays, via 36 bureaux, 750 professionnels de l'investissement et un total de 2'700 collaborateurs.

Au 30 juin 2015, nous gérions CHF 451,7 milliards.

Notre activité consiste essentiellement à gérer activement des actifs financiers, en nous appuyant sur une recherche de première main pour orienter nos décisions d'investissement. La gestion active couvre les actions, les obligations et l'immobilier, qui partagent les ressources et une approche d'investissement commune.

Nous avons également mis en place une activité de solutions capable de mutualiser nos compétences sur les différentes classes d'actifs. Ces solutions permettent de fournir des résultats sur mesure afin de répondre aux besoins de nos clients. Celles-ci peuvent comprendre à la fois des compétences dans la gestion quantitative des portefeuilles actions et dans la gestion alternative.

Notre expertise en matière d'investissement se décline sous forme de produits dédiés ou de fonds ouverts, ce qui nous permet de nous adresser aux investisseurs aussi bien institutionnels que privés.

Aberdeen Asset Managers Switzerland SA

Pour en savoir plus,
veuillez consulter le site Internet :
www.aberdeen-asset.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

Aberdeen

- Vermögensverwaltung ist unser Business

Aberdeen Asset Management ist ein global aufgestellter Assetmanager und ein im FTSE 100-Index geführtes Unternehmen. Wir sind in 26 Ländern mit 36 Büros, über 750 Investmentspezialisten und insgesamt 2.700 Mitarbeitern vertreten.

Der von uns zum 30. Juni 2015 verwaltete Anlagenbestand beläuft sich auf CHF451.7 Milliarden.

Unser Kerngeschäft ist das aktive Management von Finanzanlagen auf der Basis eines intensiven Researchs aus erster Hand als Leitlinie für unsere Anlageentscheidungen. Dabei investieren wir aktiv in Aktien, Obligationen und Immobilien bei gemeinsamer Nutzung aller unserer Ressourcen anhand eines homogenen Investmentprozesses.

Des Weiteren haben wir die Sparte Anlagelösungen (Investment Solutions) aufgebaut, die unsere Ressourcen und Kompetenzen in den verschiedenen Anlageklassen bündelt, um massgeschneiderte Anlagelösungen zu entwickeln, die den spezifischen Anforderungen der einzelnen Kunden gerecht werden. Diese Sparte deckt mit ihren Kompetenzen auch quantitative Aktienstrategien und alternative Anlagen ab.

Unser Angebot umfasst sowohl Einzel- als auch gepoolte Produkte – so dass wir eine breite Vielfalt von Kunden, angefangen von institutionellen Investoren bis hin zu Privatanlegern, betreuen können.

Aberdeen Asset Managers Switzerland AG

Weitere Informationen
finden Sie auf
www.aberdeen-asset.ch



Allianz Global Investors est un gestionnaire actif diversifié soutenu par une maison mère robuste et fondé sur une véritable culture de la gestion des risques.

Grâce à notre présence dans 24 bureaux à travers 18 pays, nous offrons à nos clients des capacités d'investissement et de recherche d'envergure mondiale, associées à un service client de proximité.

Nous gérons actuellement plus de 454 milliards EUR d'encours pour le compte de particuliers, de family offices et d'institutions financières à travers le monde et nous comptons 547 professionnels de l'investissement.

Chez Allianz Global Investors, notre philosophie peut se définir en deux mots clés : **Comprendre. Agir.** Cette philosophie façonne notre vision du monde et détermine nos choix.

Nous souhaitons devenir le partenaire de confiance privilégié de nos clients. Nous cherchons à comprendre leurs enjeux via une écoute attentive afin d'agir de manière proactive en leur proposant des solutions adaptées à leurs besoins.

Allianz Global Investors GmbH, Frankfurt am Main Zurich Branch

Philippe Sudan, CFA
Institutional Clients Switzerland
Gottfried-Keller-Strasse 5
CH - 8001 Zürich
T +41 (0) 44 206 44 91
philippe.sudan@allianzgi.com
www.allianzglobalinvestors.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Allianz Global Investors ist ein breit aufgestellter aktiver Investmentmanager mit solidem Mutterkonzern und Risikomanagementkultur.

Mit 24 Standorten in 18 Ländern bieten wir globale Investmentkompetenz und umfassende Research-Expertise.

Wir verwalten ein Vermögen von über 454 Mrd. EUR AuM für Privatanleger, Family-Offices und institutionelle Anleger und beschäftigen 547 Anlagespezialisten.

Zwei Worte beschreiben unsere Philosophie: **Verstehen. Handeln.** Zwei Worte, die beschreiben, wie wir die Welt betrachten und wie wir uns verhalten.

Wir wollen für unsere Kunden der Anlagepartner sein, dem sie vertrauen. Wir hören genau zu, um die Bedürfnisse unserer Kunden zu verstehen, und handeln entschlossen, um sie beim Erreichen ihrer Anlageziele bestmöglich zu unterstützen.

Allianz Global Investors GmbH, Frankfurt am Main Zurich Branch

Philippe Sudan, CFA
Institutional Clients Switzerland
Gottfried-Keller-Strasse 5
CH - 8001 Zürich
T +41 (0) 44 206 44 91
philippe.sudan@allianzgi.com
www.allianzglobalinvestors.ch



BCV Asset Management : un concentré de compétences

Forte de son expérience dans la gestion de fonds institutionnels, la BCV dispose d'une entité Asset Management depuis plus de 30 ans. Tous les métiers d'une gestion d'actifs financiers hautement professionnelle y sont concentrés en flux tendu, que ce soit pour la gestion des mandats privés et institutionnels ou celle de fonds innovants et couvrant les principales classes d'actifs. Grâce aux forces réunies – près de 100 professionnels à votre service –, nous entendons vous faire profiter des synergies générées entre la politique de placement de la BCV et la gestion des portefeuilles. Vous aurez ainsi l'assurance de bénéficier pleinement de tous les avantages offerts par ce concentré de compétences. En outre, la BCV est en mesure d'offrir la gamme complète des prestations dans le domaine de la gestion du deuxième pilier, à l'actif comme au passif. Ce savoir-faire est propre à la BCV.

BCV Asset Management : une vision cohérente

BCV Asset Management se caractérise par une vision cohérente et par la rigueur de ses processus décisionnels. Le savoir-faire de la banque en matière de gestion et sa capacité d'innovation permettent en outre la création de produits spécifiques en fonction du profil du client et de l'orientation des marchés. Grâce à sa méthodologie, BCV Asset Management est en mesure de répondre efficacement aux attentes élevées des caisses de pensions et d'une clientèle exigeante en matière de performance et de gestion des risques.

Depuis 1845, notre Banque est un acteur majeur du paysage économique et social. Aujourd'hui, la BCV figure dans le top ten de la gestion d'actifs en Suisse.

BCV Asset Management

Urs Ziegler

T +41 21 212 20 51

F +41 21 212 25 79

www.bcv.ch/invest

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



BCV Asset Management: Ihr Kompetenzzentrum für Vermögensverwaltung

Die Waadtländer Kantonalbank kann auf eine langjährige Erfahrung in der institutionellen Vermögensverwaltung zurückblicken und verfügt seit mehr als 30 Jahren über eine Abteilung Asset Management. Hochqualifizierte Experten für professionelles Asset Management betreuen private und institutionelle Vermögensverwaltungsmandate und innovative Anlagefonds, welche die wichtigsten Anlagekategorien abdecken. Rund 100 Experten stehen Ihnen zur Verfügung, damit Sie von den Synergien zwischen der Anlagepolitik der BCV und dem Portfoliomangement profitieren und alle damit verbundenen Vorteile nutzen können. Ausserdem bietet die BCV im Bereich der 2. Säule eine vollständige Leistungspalette an, die sowohl die Aktiven- als auch die Passivenverwaltung umfasst. Dadurch hebt sich die BCV klar von ihren Konkurrenten ab.

BCV Asset Management: eine klare Linie

BCV Asset Management zeichnet sich durch einen kohärenten Managementansatz aus, der durch klar strukturierte Anlageprozesse sichergestellt wird. Dank ihrem Know-how in der Vermögensverwaltung und ihrer Innovationsfähigkeit kann die Bank Produkte entwickeln, die dem Kundenprofil und den Markttrends genau angepasst sind. BCV Asset Management ist aufgrund seiner Methodik in der Lage, den hohen Erwartungen der Pensionskassen und anderer anspruchsvoller Kunden in Bezug auf Performance und Risikomanagement gerecht zu werden.

Seit 1845 ist die BCV eine wichtige Akteurin im wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Umfeld und zählt heute in Sachen Vermögensverwaltung zu den Top Ten der Schweiz.

BCV Asset Management

Urs Ziegler

T +41 21 212 20 51

F +41 21 212 25 79

www.bcv.ch/invest/de



CARMIGNAC CONVICTION, INDEPENDANCE et PERFORMANCE

57 milliards d'euros
d'encours sous gestion

1,7 milliard d'euros
de fonds propres

24 OPCVM
commercialisés dans 13 pays

Fondée en 1989 par Edouard Carmignac, Carmignac compte aujourd'hui parmi les principaux intervenants européens de la gestion d'actifs financiers. Carmignac est un groupe indépendant, dont le capital est entièrement détenu par ses dirigeants, gérants et salariés. Avec notre volonté affirmée d'un développement international, notre aventure européenne a débuté en 1999 par l'ouverture d'une filiale au Luxembourg. Nous sommes désormais présents en France, au Luxembourg, en Allemagne, en Italie, en Espagne, au Royaume-Uni et en Suisse. Nous commercialisons nos Fonds dans 13 pays.

Nos équipes de promotion dédiées à chaque pays de commercialisation assurent un service client d'excellence axé sur la transparence de nos orientations de gestion et des valeurs sélectionnées. Afin de répondre à l'objectif de valorisation du capital de nos clients sur le long terme, nous mettons en œuvre une gestion de conviction qui a fait ses preuves depuis de nombreuses années. Notre gestion active vise à anticiper les tendances des marchés plutôt que les subir. Nos gérants, experts reconnus, recherchent, au sein d'une gamme de Fonds volontairement restreinte, à capter la performance sur l'ensemble des marchés mondiaux en maîtrisant les risques.

En Suisse, notre équipe est désormais composée de 6 personnes entièrement dédiées au développement de notre activité tant en Suisse Romande qu'en Suisse Alémanique, et tous nos docu-

ments commerciaux sont traduits dans 6 langues. Un bureau a été ouvert à Zurich en 2014.

*Source : Carmignac Gestion
au 30/06/2015*

Carmignac Schweiz AG

Marco Fiorini
Talstrasse 65
CH - 8001 Zurich
T +41 41 560 66 20
M +41 78 799 12 28
mfiorini@carmignac.com
www.carmignac.ch



CARMIGNAC ÜBERZEUGUNG, UNABHÄNGIGKEIT und PERFORMANCE

57 Milliarden Euro
verwaltetes Vermögen

1,7 Milliarden Euro
Eigenkapital

24 Anlagefonds,
die in 13 Ländern vertrieben werden

Die Gruppe Carmignac wurde 1989 von Edouard Carmignac gegründet und gehört heute zu den führenden europäischen Akteuren im Investmentmanagement.

Das Unternehmen ist eine unabhängige Gesellschaft, deren Kapital vollumfänglich von der Geschäftsführung, den Fondsmanagern und Mitarbeitern gehalten wird. Im Sinne seiner entschieden internationalen Ausrichtung eröffnete Carmignac Gestion 1999 in Luxemburg seine erste Niederlassung außerhalb Frankreichs. Mittlerweile hat das Unternehmen Niederlassungen in Frankreich, Luxemburg, Deutschland, Italien, Spanien, Großbritannien und der Schweiz. Vertreibt seine Fonds in 13 Ländern. Die

jeweils für spezifische Märkte zuständigen Vertriebsmitarbeiter gewährleisten eine hochwertige Kundenbetreuung, bei der Transparenz in Bezug auf die Ausrichtungen des Fondsmanagements und die ausgewählten Titel im Mittelpunkt steht.

Unser Ziel besteht in einer langfristigen Wertsteigerung des Kapitals unserer Kunden.

Dazu setzen wir auf ein Fondsmanagement, das auf Überzeugungen beruht und sich über lange Jahre bewährt hat. Wir legen Wert auf ein aktives Fondsmanagement, das bestrebt ist, vorausschauend zu handeln, anstatt sich von Marktbewegungen überraschen zu lassen. Unsere Fondsmanager sind anerkannte Experten auf Ihrem Gebiet. Sie konzentrieren sich im Rahmen unserer bewusst begrenzten Fondspalette darauf, das Potenzial der Entwicklungen auf den Weltmärkten optimal zu nutzen und zugleich die Risiken zu steuern. In der Schweiz ha-

ben wir ein Vertriebsteam bestehend aus sechs Personen, das sich sowohl in der Französischen, Italienischen als auch in der Deutsch-sprachigen Schweiz unseren Kunden annimmt. Alle Vertriebsunterlagen sind in sechs Sprachen erhältlich und die offizielle Niederlassung wurde 2014 in Zürich eröffnet.

*Quelle: Carmignac Gestion,
Stand: 30.06.2015*

Carmignac Schweiz AG

Marco Fiorini
Talstrasse 65
CH - 8001 Zürich
T +41 41 560 66 20
M +41 78 799 12 28
mfiorini@carmignac.com
www.carmignac.ch

CONINCO

Explorers in finance

CONINCO s'est spécialisée depuis 25 ans dans la valorisation de patrimoine institutionnel et philanthropique ainsi que dans la gestion durable.

Vouée à promouvoir une relation optimale entre l'investisseur et les marchés, CONINCO maîtrise, à des fins de conseil financier et de gestion de patrimoine, les principaux métiers de la finance et de son ingénierie : définition du profil d'investisseur, allocation d'actifs, sélection, qualification, allocation et arbitrage de gestionnaires, solutions d'investissements ainsi que la surveillance et le suivi de portefeuilles.

Notre savoir-faire s'appuie sur une longue tradition de la gestion institutionnelle qui nécessite une croissance structurée du patrimoine combinée à un rendement récurrent. Notre recherche en matière d'analyse financière se fonde sur la nécessité de ne pas prendre les données statistiques comme une valeur absolue de décision mais de bien comprendre le comportement du consommateur et l'impact de ses actes sur le développement

de l'économie. Cette caractéristique nous permet de prendre de la distance par rapport à une gestion de mouvements à court terme, de mettre en place des politiques de placement fondées sur des besoins individuels propres dans une perspective de construction structurée de chaque patrimoine ou part de patrimoine qui nous est confiée aussi bien en conseil, gestion que de surveillance.

Toutes nos procédures sont *compliance ISO 9001:2008*. Depuis quinze ans CONINCO s'est engagée dans la gestion sociétale responsable et un développement économique industriel durable. Notre engagement est confirmé par une certification ISO 14001:2004.

CONINCO propose des solutions d'investissements qui respectent des critères spécifiques de placements à long terme. Celles-ci sont formalisées au travers d'un fonds de placements ONE SUSTAINABLE FUND - Global Environment et d'une coopérative ONE CREATION, qui depuis 2010 concrétise notre engagement de répondre à la conjonction de besoins so-

ciaux, économiques et environnementaux.
www.onecreation.org

CONINCO propose une vision unique de par son expérience liée à la tradition de la gestion privée et de la rigueur de la gestion institutionnelle. Un savoir-faire prenant en compte les besoins et attentes de chaque client au bénéfice de la pérennité et du développement du patrimoine.

Une relation de confiance durable.

CONINCO Explorers in finance SA

Olivier Ferrari, Directeur général
Sabine Mabillard, Directrice Département Placements collectifs
Adrien Koehli, Directeur Département Gestion institutionnelle
Quai Perdonnet 5
Case postale 240
CH - 1800 Vevey 1
T +41 21 925 00 33
F +41 21 925 00 34
coninco@coninco.ch
www.coninco.ch

CONINCO

Explorers in finance

CONINCO ist seit 25 Jahren auf die institutionelle Vermögensverwaltung, die Vermögensverwaltung von Stiftungen mit philanthropischen Zielsetzungen sowie auf nachhaltige Investitionen spezialisiert.

CONINCO verfolgt das Ziel, zwischen dem Anleger und den Märkten eine optimale Beziehung zu schaffen. CONINCO beherrscht zwecks Finanzberatung und Anlageverwaltung die wichtigsten Bereiche der Finanzwelt sowie das damit verbundene Engineering: Bestimmen des Anlegerprofils, Asset Allocation, Auswahl, Bewertung und Zuteilung von Vermögensverwaltern, Investment-Lösungen sowie die ständige Überwachung und Begleitung der Portfolios.

Unser Know-how stützt sich auf eine langjährige Tradition der institutionellen Vermögensverwaltung. Letztere erfordert ein strukturiertes Wachstum des Vermögens gekoppelt mit einer regelmässigen Rendite. Unsere Forschung auf dem Gebiet der Finanzanalyse fusst auf der Notwendigkeit, statistische Werte nicht als eine absolute Entscheidungsgrösse zu betrachten, sondern das Verhalten des Anlegers und die Auswirkung seines Handelns auf die wirtschaftliche Entwicklung umfassend zu verstehen.

Diese Besonderheit versetzt uns in die Lage, uns von der Verwaltung kurzfristiger Anlagebewegungen zu distanzieren und Anlagestrategien umzusetzen, die sich an den jeweiligen individuellen Bedürfnisse ausrichten, mit dem Ziel einer strukturierten Zusammensetzung jedes uns zur Beratung, Verwaltung oder Überwachung anvertrauten Vermögens bzw. Teilvermögens.

All unsere Prozesse sind ISO 9001:2008 zertifiziert. Seit nun mehr fünfzehn Jahren engagiert sich CONINCO zugunsten einer sozial verantwortlichen Verwaltung und einer nachhaltigen Entwicklung der Industrie. Mit der Zertifizierung ISO 14001:2004 wurde dieses Engagement bestätigt und anerkannt.

CONINCO bietet Investment-Lösungen, die spezifischen Kriterien für langfristige Anlagen Rechnung tragen. Diese Kriterien spiegeln sich im Anlagefonds ONE SUSTAINABLE FUND – Global Environment und der Mitbegründung der Genossenschaft ONE CREATION wieder, die seit 2010 Ausdruck unseres Willens ist, sowohl sozialen und ökonomischen als auch ökologischen Anforderungen gerecht zu werden.
www.onecreation.org

CONINCO bietet aufgrund der Erfahrungen auf dem Gebiet der langjährigen privaten Vermögensverwaltung und einer sehr genauen institutionellen Vermögensverwaltung eine einmalige Vision. Wir verfügen über ein Know-how, das die Bedürfnisse und Erwartungen jedes Kunden berücksichtigt, damit der Fortbestand und die Entwicklung seines Vermögens gesichert sind.

Eine Beziehung, die von dauerhaftem Vertrauen geprägt ist.

CONINCO Explorers in finance SA

Olivier Ferrari, Generaldirektor
Sabine Mabillard, Direktorin
Investitionslösungen
Adrien Koehli, Direktor Institutionelle Vermögensverwaltung
Quai Perdonnet 5
Postfach 240
CH - 1800 Vevey 1
T +41 21 925 00 33
F +41 21 925 00 34
coninco@coninco.ch
www.coninco.ch



Fundana

INVESTMENT ADVISOR

La société Fundana a été fondée en 1993 pour offrir à ses clients un conseil spécialisé dans les hedge funds.

Elle est aujourd’hui une des rares sociétés suisses indépendantes exclusivement dédiées aux investissements en hedge funds. Basée à Genève, l’entreprise est constituée d’une équipe de quinze personnes qui conseillent un montant total supérieur à un milliard de dollars.

Fundana fournit à ses clients des solutions sur mesure par mandats dédiés à travers des fonds, des comptes ségrégués, des fonds pour investisseur unique ou des produits *white label*. La société ne conseille aucune autre classe d’actifs et ne gère directement aucun hedge fund.

Fundana conseille deux fonds de fonds : l’un *long / short equity* et l’autre multi-stratégies. Ces deux solutions de placements ont été récompensées ces dernières années par plusieurs awards.

La philosophie d’investissement de Fundana s’appuie sur les stratégies les plus liquides tels le *long / short equity*, l’*Event Driven*, le *Global Macro* et les *CTA*. L’objectif est d’éviter les stratégies comportant des risques non désirés comme l’effet de levier ou les problèmes de valorisation. La société s’efforce de trouver le meilleur équilibre entre performance, simplicité, transparence et liquidité.

La majorité des clients de Fundana sont des clients institutionnels comme des caisses de pension, des fonds souverains et des organisations caritatives. La clientèle provient essentiellement d’Europe continentale, du Moyen-Orient et d’Amérique latine.

Durant la crise financière de 2008, les fonds conseillés par Fundana n’ont pas été exposés aux produits Madoff et

n’ont pas fait face à une suspension du droit de rachat, à la création de side-pockets ou à des restrictions de retrait de fonds (*gates*).

L’entreprise est membre des associations suivantes: AIMA (Alternative investment management association), GSCGI (Groupement suisse des conseils en gestion indépendants), ARIF (Association romande des intermédiaires financiers).

Fundana SA

Cédric Kohler
Head of Advisory
Rue Ami-Lullin 12
Case postale 3332
CH – 1211 Genève 3
T +41 22 312 50 50
F +41 22 312 50 40
cedric.kohler@fundana.ch
www.fundana.ch



Fundana

INVESTMENT ADVISOR

Die Gesellschaft Fundana wurde 1993 gegründet und bietet ihren Kunden eine fundierte Beratung zu Hedgefonds.

Sie gehört heute zu den wenigen unabhängigen Gesellschaften in der Schweiz, die sich ausschliesslich Anlagen in Hedgefonds widmen. Das Unternehmen mit Sitz in Genf beschäftigt ein Team aus fünfzehn Mitarbeitern und betreut ein Anlagevolumen von insgesamt mehr als einer Milliarde US-Dollar.

Fundana bietet seinen Kunden je nach Auftrag zugeschnittene Lösungen von Fonds über Segregierte Konten, Einanlegerfonds bis hin zu *White Label*-Produkten. Die Gesellschaft berät zu keinen anderen Anlagekategorien und verwaltet keinen Hedgefonds direkt.

Seit 2003 berät Fundana zwei Dachfonds: einen *Long/Short Equity*-Dachfonds und einen Multistrategie-Dachfonds. Diese zwei Fonds wurden in den letzten Jahren mit mehreren Awards ausgezeichnet.

Die Anlagephilosophie von Fundana stützt sich auf Strategien grösstmöglichcr Liquidität wie *Long/Short Equity*, *Event Driven*, *Global Macro* und *CTA*. Strategien mit unerwünschten Risiken wie Leverage oder Bewertungsproblemen werden vermieden. Die Gesellschaft bemüht sich um ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Performance, Einfachheit, Transparenz und Liquidität.

Die meisten Kunden von Fundana sind institutionelle Kunden wie Pensionskas sen, Staatsfonds und karitative Organisationen. Diese Kunden sind hauptsächlich in Kontinentaleuropa, dem Nahen Osten und Lateinamerika ansässig.

Während der Finanzkrise von 2008 hielten die von Fundana empfohlenen Fonds keine Anteile an Madoff-Produkten und waren nicht von einer Aussetzung des Rückkaufrechts, der Schaffung von Side-Pockets oder Einschränkungen für die Rücknahme von Mitteln (*gates*) betroffen.

Das Unternehmen ist Mitglied in folgenden Vereinigungen: AIMA (Alternative investment management association), SVUF (Schweizerische Vereinigung Unabhängiger Finanzberater), ARIF (Association romande des intermédiaires financiers).

Fundana SA

Cédric Kohler
Head of Advisory
Rue Ami-Lullin 12
Postfach 3332
CH – 1211 Genf 3
T +41 22 312 50 50
F +41 22 312 50 40
cedric.kohler@fundana.ch
www.fundana.ch



Better Thinking for Modern Markets^{®1}

Natixis Global Asset Management (NGAM) est une organisation multi-affiliés qui offre un accès unique à plus de 20 sociétés de gestion spécialisées en Asie, en Europe et aux États-Unis. Avec 811,6 milliards d'euros d'actifs sous gestion², NGAM figure parmi les plus grands gestionnaires d'actifs mondiaux³. Natixis Global Asset Management une filiale de Natixis, la banque de financement, de gestion et de services financiers du Groupe BPCE. NGAM apporte une perspective mondiale aux défis de l'allocation d'actifs et de la gestion du risque. Grâce à sa philosophie d'investissement, **Durable Portfolio Construction®**, NGAM aide les institutionnels, les conseillers financiers et les particuliers à relever les challenges des marchés d'aujourd'hui. NGAM propose une offre diversifiée qui n'émane pas d'une seule société de gestion mais

agit de manière consultative avec les conseillers et intermédiaires financiers pour fournir des solutions d'investissement personnalisées.

Les sociétés affiliées de gestion d'actifs, de distribution et de services de Natixis Global Asset Management sont les suivantes : AEW ; AlphaSimplex Group ; Aurora Investment Management ; Darius Capital Partners ; DNCA Investments⁴, Dorval Finance⁵, Emerise⁶, Gateway Investment Advisers ; H2O Asset Management⁵ ; Harris Associates ; IDFC Asset Management Company ; Loomis, Sayles & Company ; Mirova⁷ ; Natixis Asset Management ; Ossiam ; Private Equity Division⁷ ; Seeyond⁵ ; Snyder Capital Management ; Vaughan Nelson Investment Management ; Vega Investment Managers⁵.

- ¹«Surmonter les défis des marchés d'aujourd'hui» ;
- ²Actifs sous gestion au 30 juin 2015 ;
- ³Cerulli Quantitative Update : Global Markets 2014 situe Natixis Global Asset Management à la 16ème position des asset managers mondiaux sur la base des actifs sous gestion au 31 décembre 2014 ;
- ⁴Une filiale de DNCA Finance ;
- ⁵Une filiale de Natixis Asset Management ;
- ⁶Une filiale de Natixis Asset Management et Natixis Asset Management Asia Limited, basée à Singapour et Paris.
- ⁷Comprend six sociétés de gestion de fonds privés. Services non disponibles sur tous les territoires de compétence.

NGAM Switzerland

Rue du Vieux Collège 10
CH - 1204 Genève
Babak Abrar
T +41 22 817 80 22
babak.abrar@ngam.natixis.com
Eric Battini
T +33 1 78 40 96 91
eric.battini@ngam.natixis.com
www.ngam.natixis.com



Better Thinking for Modern Markets^{®1}

Natixis Global Asset Management (NGAM) ist eine Organisation mit zahlreichen Mitgliedern und bietet Ihnen einen einzigartigen Zugang zu mehr als 20 spezialisierten Vermögensverwaltern in Asien, Europa und den USA. Mit 811,6 Milliarden Euro verwaltetem Vermögen² zählt NGAM zu den weltweit größten Asset-Managern³. Natixis Global Asset Management ist eine Tochtergesellschaft von Natixis, der Finanzierungs-, Verwaltungs- und Finanzdienstleistungsbank der BPCE-Gruppe. NGAM verleiht der Asset-Allocation und dem Risikomanagement eine internationale Perspektive. Mit ihrer Anlagephilosophie, **Durable Portfolio Construction®**, hilft NGAM institutionellen Investoren, Finanzberatern und Privatanlegern, die heutigen Marktérausforderungen zu meistern. NGAM zeichnet sich durch ein breit gefächertes Spektrum an Produkten und Dienstleistungen aus, die von mehreren Vermögensverwaltern

angeboten werden, und erstellt mit Finanzberatern und Finanzintermediären maßgeschneiderte Lösungen für die Kunden.

Folgende Vermögensverwaltungs-, Vertriebs- und Dienstleistungsgesellschaften sind Mitglieder von Natixis Global Asset Management:
AEW ; AlphaSimplex Group ; Aurora Investment Management ; Darius Capital Partners ; DNCA Investments⁴, Dorval Finance⁵, Emerise⁶, Gateway Investment Advisers ; H2O Asset Management⁵ ; Harris Associates ; IDFC Asset Management Company ; Loomis, Sayles & Company ; Mirova⁷ ; Natixis Asset Management ; Ossiam ; Private Equity Division⁷ ; Seeyond⁵ ; Snyder Capital Management ; Vaughan Nelson Investment Management ; Vega Investment Managers⁵.

- ¹„Die heutigen Marktérausforderungen meistern“
- ²Verwaltetes Vermögen zum 30. Juni 2015
- ³Laut Cerulli Quantitative Update: Global Markets 2014 belegt Natixis Global Asset Management Rang 16 unter den Vermögensverwaltern weltweit, gemessen am verwalteten Vermögen zum 31. Dezember 2014.
- ⁴Eine Tochtergesellschaft von DNCA Finance.
- ⁵Eine Tochtergesellschaft von Natixis Asset Management
- ⁶Eine Tochtergesellschaft von Natixis Asset Management und Natixis Asset Management Asia Limited mit Sitz in Singapur und Paris.
- ⁷Umfasst sechs verschiedene Private-Equity-Gesellschaften. Die Angebote sind nicht in allen Ländern erhältlich.

NGAM Switzerland

Rue du Vieux Collège 10
CH - 1204 Genf
Oliver Rothenberger
T +41 22 817 80 22
oliver.rothenberger@ngam.natixis.com
Eric Battini
T +33 1 78 40 96 91
eric.battini@ngam.natixis.com
www.ngam.natixis.com



Groupe britannique créé il y a plus de 200 ans, Schroders compte aujourd'hui parmi les plus importants gestionnaires d'actifs indépendants au monde. Coté à la bourse de Londres depuis 1959, Schroders est un groupe à contrôle familial exercé par la famille Schroder, qui l'a fondé en 1804. Avec 48 % du capital et des droits de vote, elle est garante de la stabilité de l'actionnariat et de la sécurité offerte à nos clients.

Aujourd'hui, Schroders se consacre à un seul et unique métier : la gestion d'actifs pour compte de tiers. Avec CHF 395 milliards d'encours sous gestion, une présence de 37 bureaux dans 27 pays et 3'500 collaborateurs dont 420 dédiés à la gestion de portefeuilles, Schroders est un acteur majeur sur les marchés financiers, spécialisé dans la gestion de produits à forte valeur ajoutée, sur l'ensemble des classes d'actifs et des zones géographiques.

Notre succès est dû à notre capacité à créer de la valeur pour nos clients et nos actionnaires en faisant preuve d'innovation et en identifiant les opportunités d'investissement les plus attractives et les mieux adaptées à un environnement en perpétuelle mouvance, qu'il soit réglementaire, économique ou qu'il s'agisse des besoins des clients ou d'environnement de marchés financiers.

Schroders n'est lié à aucun réseau financier, ce qui lui assure une totale indépendance : dépourvu de réseau de distribution captif, ses seuls gages de pérennité à moyen et long terme sont la qualité de ses gestions et des services rendus à ses clients. Cette indépendance nous permet d'adopter une approche collégiale et entrepreneuriale afin d'offrir les meilleures solutions d'investissement du marché et d'anticiper les besoins de nos clients

Présent en Suisse depuis plus de 50 ans et fort de plus de 200 collaborateurs dont 75 dans sa société de gestion de droit suisse, Schroders s'appuie sur ses deux bureaux de Zurich et Genève afin d'être au plus proche de ses clients institutionnels pour leur offrir le meilleur de ses services.

Source: Schroders au 31 Décembre 2014

Schroder Investment Management

Arnaud d'Anterroches
Directeur
Schroder Investment Management (Switzerland) AG
Rue d'Italie 8
CH - 1204 Genève
T +41 22 818 41 25
arnaud.danterroches@schroders.com
www.schroders.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Schroders verfügt über mehr als 210 Jahre Anlageerfahrung. Mit Hauptsitz in London und mit einem verwalteten Vermögen von CHF 465 Milliarden ist Schroders einer der weltweit führenden unabhängigen Vermögensverwalter. Seit 1959 ist Schroders an der Londoner Börse kotiert; die Kontrollmehrheit des Aktienkapitals wird jedoch immer noch von der Familie Schroders gehalten.

Unabhängigkeit ist uns sehr wichtig. Dies gilt im Hinblick auf die solide Finanzlage und Stabilität unseres Unternehmens wie auch in Bezug auf unser Geschäft. Wir konzentrieren uns einzig auf die Vermögensverwaltung und vermeiden so jede Art von Interessenkonflikten.

Schroders beschäftigt weltweit mehr als 3'500 Mitarbeiter an 37 Standorten in 27 Ländern. Über 420 Anlageexperten widmen sich allen grossen Finanzmärkten und Anlageklassen der Welt. Schroders betreibt damit in der Vermögensverwaltungsbranche eines der

grössten Research-Netze, das weltweit vor Ort tätig ist.

In der Schweiz wird das Unternehmen im institutionellen Bereich durch die Schroder Investment Management (Switzerland) AG mit Sitz in Zürich und Genf vertreten. Mit einer umfassenden Palette von Anlagefonds, spezifischen Mandatslösungen und grosser Fachkompetenz begegnet Schroders den hohen Anforderungen der institutionellen Schweizer Kundschaft und bietet Anlagelösungen für jegliche Anlagebedürfnisse.

Quelle für alle Angaben: Schroders.
Stand: 31. Dezember 2014

Schroder Investment Management

Arnaud d'Anterroches
Direktor
Schroder Investment Management (Switzerland) AG
Rue d'Italie 8
CH - 1204 Genève
T +41 22 818 41 25
arnaud.danterroches@schroders.com
www.schroders.ch



BANQUE PÂRIS BERTRAND STURDZA

La Banque Pâris Bertrand Sturdza SA (PBS) est une banque privée Suisse qui a été fondée début 2009 à Genève dans le but d'offrir aux investisseurs institutionnels et privés un conseil en investissement ainsi qu'une gestion de qualité et sur-mesure.

La Banque est détenue exclusivement par ses associés fondateurs. Georges Gagnebin en est le Président du Conseil d'Administration.

PBS compte parmi ses clients des entrepreneurs réputés, d'importants family offices et des institutions reconnues dans le domaine de la prévoyance professionnelle notamment.

La Banque privilégie une approche « Conseil » par opposition à une approche « Produit ».

Son modèle repose sur quatre piliers essentiels : sécurité, indépendance et ab-

sence de conflits d'intérêts, architecture ouverte, flexibilité.

La Banque s'interdit toute activité financière comportant un risque de bilan, ce qui lui permet d'afficher un tier one ratio proche de 100 %.

Afin de garantir la plus grande objectivité dans ses conseils et ses choix d'investissements, la Banque a volontairement renoncé à développer une activité d'intermédiation financière et de banque d'affaires. Elle offre une totale transparence sur son mode de rémunération et aligne ainsi ses intérêts avec ceux de ses clients.

La Banque fonctionne en totale architecture ouverte et jouit d'un accès privilégié aux principales contreparties (banques d'investissement, brokers, gérants d'actifs). PBS bénéficie également d'une couverture institutionnelle étendue et a la capacité de mettre en œuvre des solutions d'investissements très spécifiques.

Grâce à son positionnement qui consiste à replacer le client au centre des préoccupations et à sa structure optimisée à taille humaine, PBS est capable de proposer une offre « sur-mesure » avec la plus grande réactivité.

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Alexandre Poisson
Responsable Institutionnel

T +41 22 316 02 42
alexandre.poisson@bkpbs.com
www.bkpbs.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



BANQUE PÂRIS BERTRAND STURDZA

Die Banque Pâris Bertrand Sturdza SA (PBS) ist eine Schweizer Privatbank, die Anfang 2009 in Genf mit dem Ziel gegründet wurde, institutionellen und privaten Anlegern eine qualitativ hochstehende und massgeschneiderte Investment-Beratung anzubieten.

Die Bank PBS gehört ausschliesslich den Partnern, die die Bank gründeten. Präsident des Verwaltungsrats ist Georges Gagnebin.

Zu unseren Kunden zählen angesehene Unternehmer, bedeutende Family Offices sowie bekannte Einrichtungen, insbesondere im Bereich der beruflichen Vorsorge.

Die PBS zieht den auf die Beratung ausgerichteten Ansatz einem auf Produkte ausgerichteten Ansatz vor.

Unsere Arbeitsweise beruht auf fünf wichtigen Pfeilern: Sicherheit, Unabhängigkeit und Ausschliessen von Inter-

essenkonflikten, Investment-Know-how, offene Architektur und Flexibilität.

Die Bank PBS führt keinerlei Finanzgeschäfte durch, die ein Bilanz-risiko darstellen könnten, so dass sie eine Kernkapitalquote von nahezu 100 % aufweist.

Um bei der Beratung und den Anlage-Entscheiden so objektiv wie möglich zu sein, hat die PBS bewusst auf die Entwicklung jeglicher Form von Finanzintermediation oder Merchant Banking verzichtet. Unsere Bank setzt auf absolute Transparenz bei der Vergütung und bringt ihre Interessen so mit jenen der Kunden in Einklang.

Die PBS hat sich konsequent für die so genannte offene Architektur entschieden und verfügt über einen privilegierten Zugang zu den verschiedenen Partnern (Investment-Banken, Broker, Asset-Verwalter). Unsere Bank hat Zugriff auf ein breitgefächertes Netz an exklusi-

ven, institutionellen Playern und Partnern und kann sehr spezifische Investment-Lösungen umsetzen.

Da bei der PBS der Kunde im Zentrum steht und unsere Bank über eine optimierte, schlanke Struktur verfügt, sind wir in der Lage, sehr reaktiv zu handeln und massgeschneiderte Lösungen anzubieten.

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Alexandre Poisson
Verantwortlicher
Institutionelle Kunden

T +41 22 316 02 42
alexandre.poisson@bkpbs.com
www.bkpbs.com



SwissLife
Asset Managers

Swiss Life Asset Managers, l'un des gestionnaires de fortune les plus importants de Suisse, propose une large gamme de produits et de formules de placement, notamment aux investisseurs institutionnels.

Nous gérons les actifs de nos propres compagnies d'assurance depuis plus de 150 ans. A travers les divers cycles et crises économiques, nous avons acquis de précieuses connaissances, ce qui nous a permis d'étendre sans cesse notre savoir-faire en matière de placement et de gestion des risques. Notre flexibilité ainsi que nos stratégies axées sur le long terme font de nous un partenaire extrêmement fiable.

Nous gérons les actifs de clients tiers professionnels depuis plus de 25 ans. Swiss Life rencontre des problèmes similaires à ceux de notre clientèle institutionnelle. Nous comprenons donc parfaitement les besoins de cette entreprise

et lui apportons, en tant que prestataire indépendant, une plus-value très appréciable dans la conception de solutions et la gestion de patrimoine. Nous sommes des spécialistes dans les domaines des obligations, de l'immobilier, des placements mixtes ou encore des stratégies appliquées aux actions et basées sur le risque.

(en CHF, 30 juin 2015)

Total : Actifs sous gestion Groupe Swiss Life : 178,7 milliards
 - Actifs sous gestion des sociétés d'assurance : 143,7 milliards
 - Actifs sous gestion client externes : 34,9 milliards
 Nombre de collaborateurs : plus de 1400

Swiss Life Asset Management SA

Julien Boissier
 Senior Relationship Manager
 Boulevard des Tranchées 8
 P.O. Box 388
 1211 Genève 12
 T +41 43 284 70 25
julien.boissier@swisslife.ch
www.swisslife-am.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



SwissLife
Asset Managers

Swiss Life Asset Managers, einer der grössten Vermögensverwalter der Schweiz, bietet eine breite Palette von Produkten und Anlagelösungen vor allem für institutionelle Anleger an.

Durch die Verwaltung der Vermögen unserer eigenen Versicherungsgesellschaften seit über 150 Jahren haben wir in den verschiedenen Wirtschaftszyklen und Krisen wertvolle Erfahrungen gesammelt und unsere Kompetenz im Bereich Anlagen und Risikomanagement laufend ausgebaut. Unsere Anpassungsfähigkeit sowie die langfristige Ausrichtung unserer Strategien machen uns zu einem zuverlässigen Partner für unsere Kunden.

Seit über 25 Jahren verwalten wir die Vermögenswerte von professionellen Anlegern. Da Swiss Life mit ähnlichen Herausforderungen wie unsere institutionellen Kunden konfrontiert ist, verstehen wir deren Bedürfnisse sehr genau und bieten als unabhängiger

Anbieter einen wertvollen Mehrwert in der Konzeption von Lösungen sowie in der Vermögensverwaltung an. Unsere Kernkompetenzen liegen im Bereich Obligationen, Immobilien, Gemischte Anlagen und risikobasierter Aktienstrategien.

(In CHF per 30. Juni 2015)

Total Assets under Management Swiss Life Gruppe: 178,7 Mrd.
 Verwaltete Vermögen für die eigenen Versicherungsgesellschaften: 143,7 Mrd.
 Verwaltete Vermögen für externe Kunden: 34,9 Mrd.
 Anzahl Mitarbeitende: über 1400

Swiss Life Asset Management AG

Julien Boissier
 Senior Relationship Manager
 Boulevard des Tranchées 8
 P.O. Box 388
 1211 Genf 12
 T +41 43 284 70 25
julien.boissier@swisslife.ch
www.swisslife-am.com