

# SWISS GLOBAL FINANCE

MAGAZINE

Édition automne 2019 | Ausgabe Herbst 2019 | N°15



**GESTION TRADITIONNELLE  
TRADITIONNELLES MANAGEMENT  
VERSUS  
INVESTITIONSALTERNATIVEN  
ALTERNATIVES D'INVESTISSEMENT**



**... 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<sup>e</sup> banque dépositaire et le 1<sup>er</sup> 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](http://www.caceis.com)

**caceis**  
**INVESTOR SERVICES**  
solid & innovative

# Editorial • Leitartikel

## « GESTION TRADITIONNELLE VERSUS ALTERNATIVES D'INVESTISSEMENT »

La recherche permanente d'optimisation du ratio rendement/risque des investisseurs institutionnels et assimilables conduit le marché à offrir des approches et techniques de gestion de plus en plus diversifiées.

Toute correction technique, conjoncturelle ou « spéculative » des marchés pour des raisons qui seront toujours objectives et fondées après le constat du mouvement de baisse rappelle que les arbres ne montent pas au ciel.

Les professionnels des marchés ont développé un éventail de possibilités de gestion des actifs qui fait que l'on peut parfois, sous le couvert d'une méthodologie de gestion potentiellement unique, se retrouver avec un cumul de risque plutôt qu'une opportunité de diversification.

La gestion dite « traditionnelle » est ainsi confrontée à une multitude d'alternatives d'investissement qui demandent de mieux considérer les espérances de rendement et les risques pris.

Ce développement fait également suite à une baisse extrême des taux d'intérêts avec de nouveaux risques pour des situations qui ne se sont pas présentées depuis plusieurs décennies. On en oublie les fondamentaux de développement des marchés financiers et là aussi la diversification des alternatives d'investissement demande de mieux se préparer à des potentielles hausses des taux, corrections de devises, perte de valeurs dans de l'immobilier, sans compter que pour des investisseurs suisses, le retour sur investissement se valorise en CHF.

Dans ce contexte, le Swiss Global Finance se veut d'apporter un regard entre des investissements dits de gestion traditionnelle versus des alternatives assimilables.

L'objectif est de répondre à différentes questions telles que : « Quelles sont les perspectives de retour sur investissement d'une ou autre opportunité à 1 an, 5 ans et 10 ans. Dans quelle mesure chaque opportunité est à considérer tant en termes de rendement que de risque ? Quelle allocation consacrer à chaque classe d'actif ? »

Nous nous réjouissons de pouvoir apporter des réponses à des questions qui deviennent récurrentes, dans un contexte de développement ralenti de l'économie mondiale. La Chine a apporté sa contribution avec des performances collatérales qui sont peut-être épuisées. Une opportunité de donner confiance aux investisseurs.



Olivier Ferrari - CEO  
Fondateur de / Gründer von

**CONINCO Co**  
*Explorers in finance*

## “HERKÖMMLICHE VERMÖGENSVERWALTUNG VS. ALTERNATIVE INVESTMENTS”

Die ständige Suche nach der Optimierung des Rendite/Risiko-Verhältnisses seitens der institutionellen Investoren und ihresgleichen führt dazu, dass der Markt immer diversifiziertere Möglichkeiten und Verwaltungstechniken anbietet.

Bei jeder technischen, konjunkturellen oder spekulativen Korrektur der Märkte – für deren Absinken man im Nachhinein objektive und gute Gründe anführt – werden wir jedoch daran erinnert, dass die Bäume nicht in den Himmel wachsen.

Die Marktexperten haben eine Reihe an möglichen Verwaltungsstilen entwickelt, so dass man manchmal unter dem Deckmantel einer angeblich einzigartigen Verwaltungsmethode eher eine Risikokumulierung als eine Diversifikationsmöglichkeit vorfindet.

Die sogenannte herkömmliche Vermögensverwaltung wird auf diese Weise einer grossen Fülle an alternativen Investments gegenübergestellt, bei denen die Renditeerwartungen und die eingegangenen Risiken genauer betrachtet werden müssen.

Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund von extrem niedrigen Zinssätzen entstanden, was in einem Kontext, den es seit mehreren Jahrzehnten so nicht gab, zu neuen Risiken geführt hat. Jedoch vergisst man dabei die grundlegenden Elemente für die Entwicklung der Finanzmärkte. Außerdem verlangt die Diversifizierung von alternativen Investments, dass man sich besser auf allfällige Erhöhungen der Zinssätze, Währungskorrekturen und Wertverlust bei Immobilien vorbereitet. Zudem darf man nicht ausser Acht lassen, dass für Schweizer Investoren der ROI in CHF gerechnet werden muss.

Vor diesem Hintergrund möchte Swiss Global Finance einen Vergleich zwischen den sogenannten traditionellen Vermögensverwaltungen und vergleichbaren Alternativen anstellen.

Das Ziel besteht darin, verschiedene Fragen zu beantworten, wie zum Beispiel: „Welche ROI-Perspektiven ergeben sich bei der einen oder anderen Investitionsmöglichkeit für 1 Jahr, 5 Jahre oder 10 Jahre? In welchem Masse muss man bei jeder Investition die Rendite und das Risiko abwägen? Welche Allokation soll man für die verschiedenen Assetklassen vornehmen?“

Wir freuen uns, Ihnen vor dem Hintergrund eines verlangsamten Wachstums der Weltwirtschaft Antworten auf diese wiederkehrenden Fragen anzubieten. China hat seinen Beitrag mit kollateralen Performances schon geleistet, die vielleicht erschöpft sind. Eine echte Gelegenheit, den Investoren Vertrauen zu vermitteln.



Les sociétés participant au Beteiligten Unternehmen in der CONINCO  MASTER CLASS se présentent en pages 76 à 86 sind auf Seiten 76 bis 86 vorgestellt



**CONINCO**   
Explorers in finance



**LEGG MASON**  
GLOBAL ASSET MANAGEMENT

**MIRABAUD**  
Asset Management

**ROBECOSAM**  
We are Sustainability Investing.

**SFP**  
Swiss Finance & Property Group

**T.RowePrice**

**VIAAM**  
ERIC STURDZA  
MANAGEMENT COMPANY S.A.

**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

## GESTION TRADITIONNELLE VS ALTERNATIVES D'INVESTISSEMENT HERKÖMMLICHE VERMÖGENSVERWALTUNG VS. ALTERNATIVE INVESTMENTS

- 4 **Les machines ont-elles du talent ?**
- 42 **Ist Talent Replizierbar?**  
BCV Asset Management
- 9 **Risques de changes : savoir afin de pouvoir**
- 47 **Wechselkursrisiken: sachkundig handeln**  
CONINCO Explorers in finance SA
- 13 **Dette d'Infrastructure vs Obligations**
- 51 **Infrastrukturkredite vs. anleihen**  
Edmond de Rothschild Asset Management
- 16 **Cinq considérations pour l'investissement dans l'immobilier global**
- 54 **Fünf Erwägungen für Investoren, die in globale Immobilienanlagen investieren**  
Invesco Real Estate
- 20 **Gestion active contre gestion passive**
- 58 **Aktive versus passive Investments**  
Legg Mason Global Asset Management
- 26 **Objectifs de développement durable : Quelle valeur ajoutée pour les entreprises helvétiques ? « Swiss made » ? Oui mais encore !**
- 64 **«Swiss made»? Raum für neue Entdeckungen**  
MIRABAUD Asset Management
- 28 **Faut-il opposer gestion durable et gestion traditionnelle ?**
- 65 **Lassen sich Nachhaltigkeit und traditionelle Vermögensverwaltung miteinander vereinbaren?**  
RobecoSAM AG



BES - 150 x 75 cm

- 32 **Investir dans l'infrastructure pour les caisses de pension et les compagnies d'assurance suisses**
- 68 **Investieren in Infrastruktur für Schweizer Pensionskassen und Versicherungen**  
Swiss Finance & Property AG
- 37 **Actions émergentes : le fort potentiel des valeurs oubliées**
- 73 **Schwellenländeraktien – Suche nach den ergessenen Chancen**  
T. Rowe Price Emerging Markets Discovery Strategy
- 39 **La bonne mesure de « la création de valeur » ou la possibilité d'un investissement en actions plus serein**
- 75 **Wie kann man „Wertschöpfung“ richtig messen? Oder: die Möglichkeit einer unbekümmerten Aktienanlage**  
VIA AM - Eric Sturdza Management Company S.A.

Imprimerie :  
Musumeci Spa, Quart, Aosta - Italie

Source images :  
Ferrari Art Gallery

Tirage : 4'000 ex.

Plus d'informations :  
**www.coninco.ch**

Le magazine est illustré par les tableaux de Michèle Ansermet Papadopoulos proposées par :

Das Magazin wird durch die Gemälde von Michèle Ansermet Papadopoulos illustriert, präsentiert von:

**FERRARI ART GALLERY**  
VEVEY

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



# MICHÈLE ANSERMET PAPADOPoulos

*Michèle Ansermet Papadopoulos* partage son temps entre Chypre et Paris. Ancienne élève de l'École Nationale Supérieure des Arts Décoratifs de Paris et de l'Académie Charpentier, 1er prix du Salon d'automne de Paris en 2016 et du Prix Christiane Peugeot la même année, elle est depuis son plus jeune âge passionnée par le dessin et la couleur.

La puissance et l'énergie qui se dégagent de ses œuvres révèlent son caractère à la fois fougueux et généreux.

Francis Picabia intitulait une de ses toiles « La musique est comme la peinture ». Les œuvres de Michèle Ansermet Papadopoulos mêlent dessin, couleur, texte, mouvement, danse et musique. Le spectateur se trouve devant une scène de théâtre où se déroule une pièce : des personnages jouent, dansent, récitent, protestent, accusent, revendiquent, ou s'amusent, portés par un décor et un contexte souvent liés à l'actualité nationale et internationale.

Ses « jeux » de mots nous délivrent messages essentiels, ceux d'une femme libre, ceux d'une artiste portée par sa passion de la vie. Michèle Ansermet Papadopoulos expose régulièrement en France, à Chypre, au Japon, aux États Unis et en Belgique. Prochaines expositions en Suisse, en Chine et en Inde notamment.

Des messages essentiels, ceux d'une femme libre, ceux d'une artiste portée par sa passion de la vie.



# Les machines ont-elles du talent ?



de  
Miguel Tiedra  
Head of Alternative Investments



Frédéric Sonney  
Senior Alternative Investment Manager

BCV Asset Management

**L**es machines, nouvelles stars des hedge funds ? Très présents dans la finance, les algorithmes cherchent encore leur chemin dans la gestion alternative. La branche s'adapte pourtant à un environnement en profonde mutation et propose des solutions pour les investisseurs en quête de diversification low cost.

Comme l'aviation ou le commerce de détail, l'industrie financière est aussi touchée par une lame de fond inexorable : le low cost. Apparue dans les années 70, cette tendance s'est répandue comme une traînée de poudre et a été renforcée par l'essor de la digitalisation.

## Arrivée des ETFs

Dans la finance, la vague s'est traduite dans un premier temps par le développement des ETFs (Exchange Traded Funds ou fonds cotés en bourse). Ces produits, dont l'objectif initial est de délivrer la performance d'un indice, ont transformé la gestion d'actifs en mettant l'accent sur les coûts et la difficulté des gérants traditionnels à battre le marché. Les analystes sont remplacés par des algorithmes permettant de gérer quotidiennement des fonds toujours plus gros. Depuis la dernière grande crise financière, les ETFs semblent avoir conquis le marché. Selon certaines sources, au moins un tiers des flux des investisseurs sont désormais dirigés vers ce type de véhicules. Bloomberg estime que les ETFs pèsent USD 5300 milliards, dont 70% – ou USD 3700 milliards – investis aux seuls États-Unis. Ainsi, ils représentent environ un quart du volume du marché des actions américaines.

L'engouement qu'ils suscitent tient à leur coût, leur transparence et à leur liquidité. Les investisseurs peuvent les acheter ou les vendre quasiment instantanément. Mais leur succès s'explique aussi par une petite révolution dans l'industrie de l'Asset

Management (en français, la gestion d'actifs). Après le choc et la déception de 2008, les investisseurs ont en effet mis en question les capacités des gérants à ajouter de la valeur. Dans le jargon, la gestion active doit progressivement céder sa place à la gestion passive. Les gérants ou les analystes actifs, incapables de battre les indices boursiers sur une longue période, sont remplacés par des règles définies à l'avance et dont la gestion quotidienne est assurée aujourd'hui par des ordinateurs passifs.

Les investisseurs autrefois à la recherche du talent et de la surperformance se contentent désormais de la seule performance des indices. Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras.

2016 - 150 x 150 cm - Détail

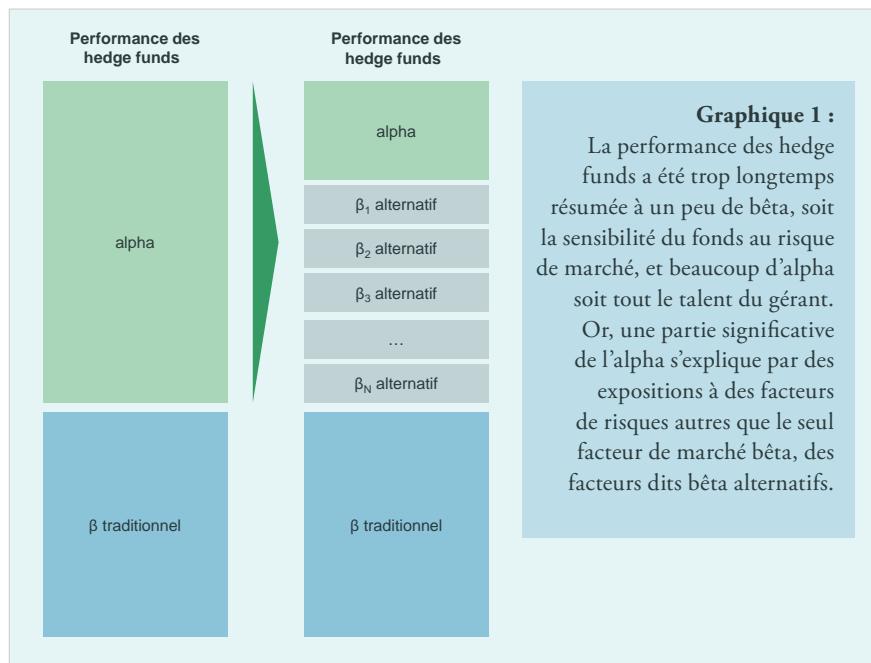


## Peu d'ETFs sur hedge funds

Ces instruments répliquent d'abord les grands indices actions puis obligataires, pour s'attaquer enfin à la plupart des classes d'actifs. Curieusement l'industrie de la gestion alternative, soit les hedge funds, est épargnée. En effet, il existe aujourd'hui très peu d'ETFs ou de produits répliquant leur performance. Et pourtant, l'environnement est porteur.

Malgré les espoirs que la gestion alternative avait fait naître après 2002 en raison de sa résilience durant l'éclatement de la bulle technologique, les hedge funds ont dévissé de 20% en moyenne durant la grande crise de 2008. Si, avant, les investisseurs étaient disposés à pardonner des frais élevés, une liquidité restreinte et une transparence limitée, ils remettent depuis en cause ces conditions. Mais avec un succès limité. Les hedge funds restent des produits chers avec des frais de gestion autour de 1,60% sans compter les frais de performance (entre 15% et 20%) qui peuvent faire grimper le total des frais sur encours (*Total Expense Ratio* ou TER) au-delà de 3% à 4%. Les conditions de souscription et de remboursement ne s'améliorent pas non plus, car les investisseurs, historiquement privés, sont désormais majoritairement institutionnels et n'ont pas véritablement besoin de la liquidité.

Tous les éléments sont réunis pour que des ETFs sur hedge funds ou des produits répliquant leurs performances concurrencent ces instruments. Or, il n'en est rien.



### Graphique 1 :

La performance des hedge funds a été trop longtemps résumée à un peu de bêta, soit la sensibilité du fonds au risque de marché, et beaucoup d'alpha soit tout le talent du gérant. Or, une partie significative de l'alpha s'explique par des expositions à des facteurs de risques autres que le seul facteur de marché bêta, des facteurs dits bêta alternatifs.

Au niveau international, moins d'une cinquantaine de produits sont disponibles et ils ne totalisent même pas 1% de la masse des hedge funds, estimée aujourd'hui autour d'USD 3200 milliards.

Les détracteurs des hedge funds avancent que cela s'explique par la performance décevante de ce type de gestion depuis la fin de la crise. Toutefois, cet argument ne tient pas face à la croissance des encours dans les hedge funds – ils ont atteint leur plus haut historique à la fin juin 2019 – ni en considérant leurs rendements réalisés ajustés au risque.

L'explication réside peut-être dans la nature des hedge funds. Après 2002, les investisseurs se sont tournés massivement vers ce type de gestion alternative à la recherche de solutions pouvant leur apporter une certaine décorrélation avec les actifs risqués lors de crises financières. Selon les promoteurs de ces fonds, cette décorrélation venait essentiellement du talent des gérants, de leur capacité à s'exposer aux marchés à la hausse ou à la baisse, mais aussi des instruments et des actifs utilisés et difficilement accessibles à l'investisseur lambda.

Ainsi, lorsque sont apparus les premiers ETFs ou réplicateurs de hedge funds low cost, les investisseurs ont refusé de croire que des ordinateurs puissent faire aussi bien en suivant des règles fixées à l'avance que des traders aguerris et payés des fortunes. Si le talent est la caractéristique principale

des hedge funds, comment imaginer que des machines puissent en avoir ?

### La réplication low cost gagne du terrain

La construction d'un portefeuille répliquant la performance de l'industrie des hedge funds n'est, en effet, pas chose aisée. L'approche la plus évidente et similaire à la pratique des ETFs indiciens classiques consisterait à investir directement dans un panier de hedge funds représentatif de l'industrie. Cette solution doit malheureusement être écartée, car un produit de réplication se doit d'être liquide et peu coûteux, ce que ne permettent évidemment pas des investissements directs en hedge funds.

Comment alors répliquer la performance des hedge funds sans y investir le moindre franc ? Pour répondre à ce défi, l'analyse quantitative propose plusieurs solutions, mais il est nécessaire pour bien les comprendre de faire, dans un premier temps, la distinction entre l'alpha et le bêta. En finance, ces deux lettres grecques sont directement tirées du modèle d'évaluation des actifs financiers (*Capital Asset Pricing Model* ou CAPM). Dans le cas des hedge funds, l'alpha représente la partie de la performance que les gérants génèrent grâce à leur talent tandis que le bêta détermine la partie de la performance générée par la rémunération des risques auxquels les gérants s'exposent. La représentation traditionnelle de la per-

formance d'un hedge fund peut se résumer ainsi: un peu de bêta, soit la sensibilité du fonds au risque de marché, et beaucoup d'alpha, soit tout le talent du gérant (voir graphique 1 colonne de gauche). Sur cette base, tenter de reproduire la performance des hedge funds, dont le bêta est limité puisque l'alpha représente la principale source du rendement, paraît donc difficile.

### De l'alpha au bêta alternatif

Au fil des décennies, la recherche académique et financière a toutefois mis en lumière qu'une partie significative de l'alpha pouvait aisément s'expliquer non pas par le talent, mais par des expositions à des facteurs de risque autres que le seul facteur de marché, le bêta (voir graphique 1 colonne de droite). Une partie non négligeable de l'alpha serait ainsi en réalité ce qu'on appelle désormais du bêta alternatif, qui représente la sensibilité du hedge fund à des primes de risque (*risk premia*) telles que Value, Size, Momentum, Trend ou Carry, pour n'en citer que quelques-unes.

Par définition, l'alpha ne peut pas être reproduit puisqu'il s'agit de la partie inexplicable, le talent. Cependant, rien n'est plus facile que de prendre des expositions à des primes de risque (bêtas alternatifs) de manière systématique, rendant ainsi le processus de réplication envisageable.

Concrètement, à partir de ce constat, répliquer un indice de hedge funds consiste à construire un portefeuille dont les sensibilités au marché et aux différentes primes de risque alternatives sont aussi proches que possible de celles de l'industrie des hedge funds dans son ensemble. Il ne reste alors plus qu'à résoudre la question de l'estimation de ces sensibilités (bêtas), qui ne sont évidemment pas observables, ce qui requiert l'utilisation de méthodes quantitatives plus ou moins sophistiquées.

### L'estimation des bêtas

Il existe principalement trois méthodes de réplication de la performance des hedge funds : la méthode directe ou reverse engineering, la réplication de la distribution des rendements et l'approche factorielle.

## La méthode directe (reverse engineering)

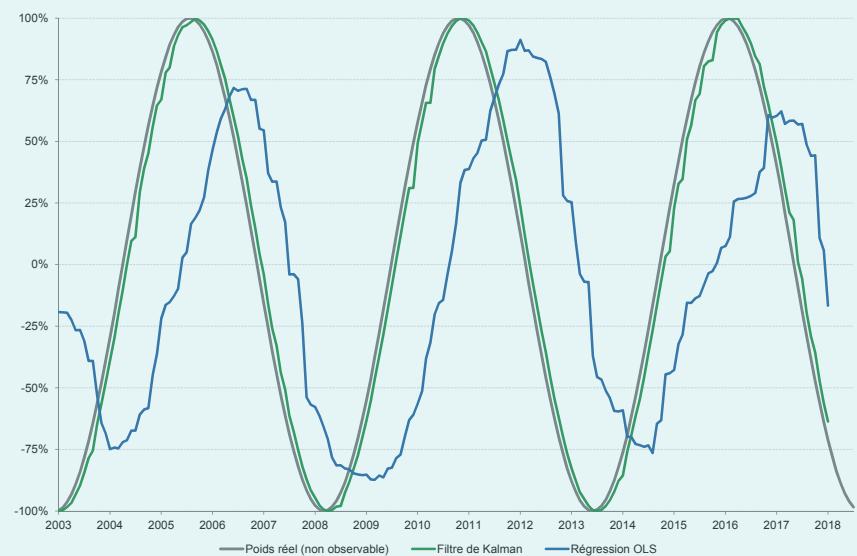
Cette méthode consiste à reproduire de manière systématique ce que font les gérants de hedge funds. Les philosophies d'investissement et les risques auxquels s'exposent les gérants étant très différents selon le type de stratégie considérée (Long-Short Equity, Market Neutral Equity, Merger Arbitrage, Trend Following, etc.), chacune devra être répliquée de manière totalement indépendante.

À titre d'exemple, la réplication de la stratégie Market Neutral Equity est rendue possible, car les gérants dans cette stratégie génèrent une partie de leur rendement grâce leurs expositions à des facteurs de risque alternatifs. Si leur bêta traditionnel est par définition proche de zéro (*market neutral*), ils sont toutefois exposés à un certain nombre de primes de risque alternatives, telles que Value, Momentum ou encore Quality, une liste non exhaustive qui peut inclure d'autres facteurs tels que Low Beta ou Size ou encore tenir compte de la composition sectorielle ou géographique de l'univers considéré. La réplication par reverse engineering consistera alors à acheter des titres bon marché, à fort momentum et de bonne qualité, et à vendre des titres jugés chers, à faible momentum et de mauvaise qualité. Ce portefeuille étant *long-short*, il permettra en outre de maintenir un bêta traditionnel proche de zéro.

Cette méthode de réplication directe est intuitivement attrayante et semble particulièrement bien adaptée à ce type d'applications. Elle souffre néanmoins de deux handicaps majeurs. Premièrement, toutes les stratégies de hedge funds ne se prêtent pas à cet exercice, certaines étant en effet particulièrement difficiles à répliquer. Deuxièmement, elle est extrêmement complexe à mettre en œuvre d'un point de vue opérationnel, en particulier lorsque c'est l'ensemble de l'industrie des hedge funds qui doit être répliquée.

## La réplication de la distribution des rendements

Cette méthode a un intérêt plus théorique que pratique. En effet, elle a pour objectif de construire un portefeuille dont la distribution des rendements est similaire à ceux des hedge funds. En d'autres termes, le por-



**Graphique 2 :**

La courbe grise dessine un portefeuille hypothétique composé d'un actif, le S&P 500 dont le poids varie entre -100% et +100% par paliers progressifs. La courbe bleue montre les estimations du modèle de régression OLS (utilisant 24 observations mensuelles) et la courbe verte celles du filtre de Kalman.

tefeuille aura un couple rendement-risques proche de celui des hedge funds, mais seulement en moyenne et sur une période relativement longue, soit de plusieurs années. Les rendements périodiques, par exemple mensuels, pourraient cependant dévier très sensiblement de ceux des hedge funds. On comprend donc aisément que cette méthode, par ailleurs difficile à appréhender, car relativement complexe d'un point de vue technique, a été un échec commercial.

## L'approche factorielle

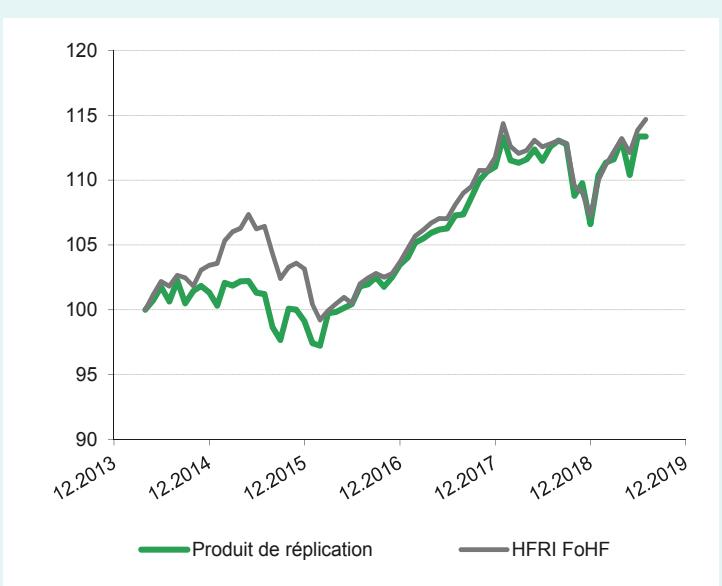
Sur la base des rendements réalisés par les hedge funds et de ceux de différentes classes d'actifs sur une période donnée, cette approche vise à inférer, à l'aide d'un modèle statistique, quelles ont été les expositions des hedge funds à ces différents actifs pour qu'ils génèrent les rendements observés. Le fonds de réplication investit selon les pondérations estimées par le modèle dans l'espoir d'obtenir une performance similaire à celle des hedge funds sur la période suivante.

La version la plus basique de cette approche utilise un modèle de régression très simple, dit des moindres carrés ordinaires ou *Ordinary Least Squares* (OLS) en anglais. Cette approche souffre toutefois d'un défaut principal. Elle estime une sorte d'exposition moyenne (bêta) sur l'intégralité de la

période. Or, les expositions des hedge funds varient bien souvent à travers le temps et peuvent être très différentes à quelques mois d'intervalle. L'objectif du fonds de réplication étant de construire un portefeuille ayant des expositions similaires aux expositions actuelles des hedge funds, la méthode des OLS atteint donc ses limites.

Des méthodes plus sophistiquées permettent néanmoins de réduire la portée de ce problème. C'est le cas de la méthode de régression dite du filtre de Kalman (Kalman Filter).

Ces différentes méthodes quantitatives intègrent différemment de nouvelles informations selon leur réactivité (voir graphique 2). Si l'on prend par exemple un portefeuille composé d'un seul actif, en l'occurrence le S&P 500 dont nous faisons varier le poids entre -100% et +100% par paliers progressifs, il suffit de comparer les résultats des différentes méthodes à déterminer par elles-mêmes les expositions au S&P 500 afin de tester la capacité des modèles de réplication. Il apparaît très clairement que le modèle OLS manque cruellement de réactivité. A contrario, le filtre de Kalman offre une solution beaucoup plus intéressante. Alors qu'il ne faut que quelques mois au filtre de Kalman pour déterminer que le portefeuille détient 75% de S&P en 2010, il faut une année à l'algorithme OLS.



### Graphique 3 :

Comparaison entre la performance d'un produit de réPLICATION global et celle d'un indice de fonds de hedge funds compilé par HFR.

En conclusion, le filtre de Kalman est probablement mieux adapté à la réPLICATION, car plus réactif. En outre, là où le filtre de Kalman supporte aisément les cas les plus réalistes où le nombre de classes d'actifs dépasse en général la dizaine, la régression OLS a plus de mal à les appréhender.

Après avoir abordé le contexte ainsi que les aspects théoriques des techniques de réPLICATION pour les hedge funds, la question suivante tient bien sûr à la capacité de ces produits à délivrer le résultat escompté. Si l'on compare la performance d'un produit de réPLICATION global – avec des performances réelles et non simulées – et celle d'un indice de fonds de hedge funds compilé par HFR sur une période de six ans, il est possible de constater que ce produit de réPLICATION reproduit particulièrement bien la performance d'un indice représentatif de l'industrie des hedge funds, alors que lui-même n'en détient pas un seul.

### Une performance liée aux hedge funds

L'objectif de tout réPLICATEUR est de délivrer la performance moyenne des gérants de hedge funds, soit la performance d'un indice global ou par stratégie. Se prononcer sur leur performance

attendue revient donc à se prononcer sur celle des hedge funds.

À long terme, il est possible d'envisager une prime de risque alternative, soit la performance excédentaire des hedge funds par rapport au taux sans risque. Historiquement, que cela soit avant ou après la crise financière, celle-ci s'est établie aux alentours de 3%. Si les taux des pays développés devaient rester proches de zéro, les hedge funds ne devraient donc pas faire beaucoup mieux que 3% à 4% en moyenne. Mais si les taux venaient à remonter, indubitablement la performance des hedge funds remonterait mécaniquement.

### Diversification à moindre coût

À la question initiale de savoir si des algorithmes exécutés par des machines pouvaient répliquer le talent des hedge funds, la réponse est évidemment négative. En revanche, il est possible aujourd'hui de démontrer que les rendements des hedge funds ne proviennent pas uniquement du talent de leurs gérants. En réalité, l'alpha des hedge funds n'explique qu'une (petite) partie de la performance. À côté de l'exposition aux marchés que prennent les hedge funds, il est possible désormais d'identifier de nombreuses primes de risque alterna-

tives. L'exposition à ces facteurs de risque est relativement facile à obtenir de manière systématique par des ordinateurs.

Ainsi, en investissant dans un réPLICATEUR ou un ETFs sur hedge funds, l'investisseur doit s'attendre à obtenir, en moyenne, une performance légèrement en deçà des hedge funds pour autant que ceux-ci ajoutent de la valeur. L'avantage de ce type de véhicule réside dans sa transparence, sa bonne liquidité et ses coûts réduits. Sur ce dernier point, les frais de gestion extrêmement faibles de ces véhicules low cost alternatifs permettent de compenser en partie le manque à gagner.

Dans le contexte actuel où chaque investisseur, privé ou institutionnel, se doit de compresser au maximum les coûts, ces nouveaux instruments permettent de délivrer à moindres frais un résultat très similaire à la moyenne des hedge funds. Ils offrent ainsi la possibilité aux investisseurs, comme pour les classes d'actifs traditionnelles, d'adopter une approche de type core-satellite en complétant un investissement principal dans un réPLICATEUR peu coûteux par quelques produits de niches plus chers. ■

# Vous êtes prévoyant?

**Nous aussi!** 7 caisses de pensions vaudoises sur 10 font confiance à la BCV pour la gestion de tout ou partie des avoirs de leurs assurés.



# Risques de changes : savoir afin de pouvoir



de

Sabahudin Softic

Fondé de pouvoir,  
CONINCO Explorers in finance SA

[ssoftic@coninco.ch](mailto:ssoftic@coninco.ch)

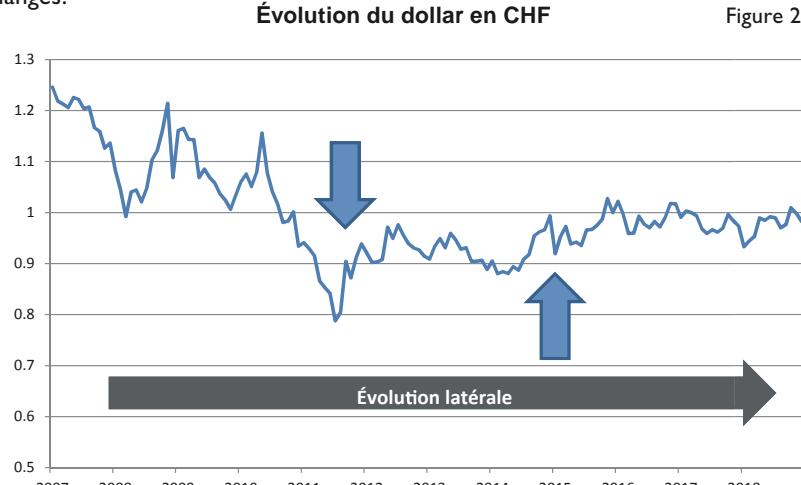
CONINCO Explorers in finance SA

**E**n investissant à l'étranger, l'investisseur est naturellement confronté à la fluctuation des devises. C'est un risque qui vient se rajouter au risque déjà présent dans l'investissement lui-même, et ce, quel qu'il soit. Se pose alors la question de couvrir ce risque par une couverture de changes.

## La force du franc : mythe ou réalité ?

Les investisseurs suisses sont particulièrement concernés par les impacts de changes en raison du fait que le franc suisse est une monnaie forte et a tendance à se renforcer contre les autres devises, notamment le dollar. Comme on peut le constater dans le graphique ci-dessous, le dollar a tendance à se déprécier contre le CHF sur le long terme. Nous prenons ici le dollar comme exemple, mais le même constat pourrait se faire sur la plupart des autres devises majeures contre CHF. (Fig. 1)

En regardant naïvement l'évolution historique du franc, et en constatant que sur le long terme la devise helvétique se ren-



force, il semble à priori évident qu'une couverture de changes sur les investissements à l'étranger ferait sens. Cepen-

dant, il y a eu des périodes prolongées durant lesquelles le franc a été globalement stable. Par exemple, en isolant le graphique sur les dix dernières années, on constate que l'évolution du franc a été globalement latérale, bien qu'accompagnée d'une certaine volatilité (Fig. 2).

Durant cette période, l'évolution du franc a été impactée par de multiples interventions de la part de la Banque nationale suisse (BNS) qui s'est montrée très active dans sa volonté d'empêcher le renforcement de la devise helvétique. Le moment le plus marquant ayant été l'instauration d'un taux plancher face à l'EUR en 2011. Ce taux plancher, face à la principale devise d'échanges de la Confédération avec l'étranger, a également eu pour effet de stabiliser le franc face à la

Figure 1

Évolution du dollar en CHF

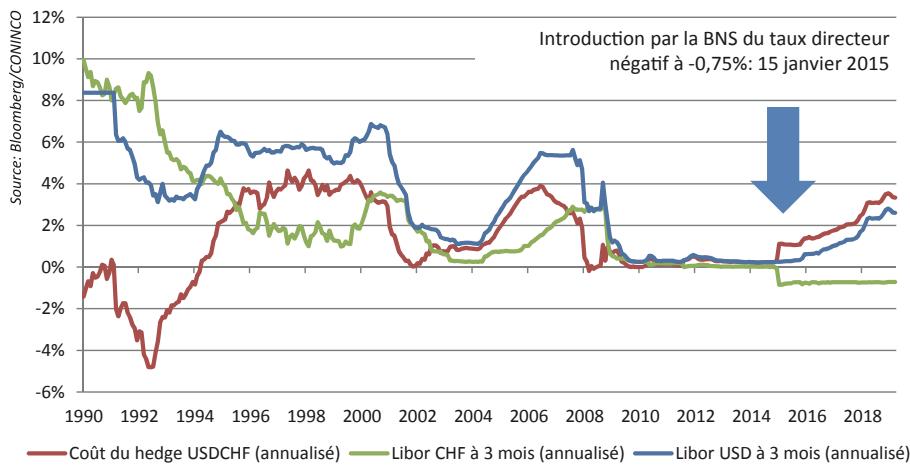


plupart des autres devises, dont l'USD. En 2015, à la surprise générale, la BNS décide d'interrompre sa politique de taux plancher et instaure, ce qui fut une première mondiale, un taux directeur négatif de -0,75%.

## Coût de la couverture de changes

La principale composante du coût du hedge est déterminée par le différentiel de taux entre deux devises. Dans l'exemple ci-dessous, nous prenons le différentiel du libor à 3 mois entre le dollar et le franc suisse (Fig. 3).

Depuis 1994, les taux en CHF ont systématiquement été inférieurs ou égaux aux taux en dollar. D'où un coût du hedge neutre ou positif sur la période depuis 1994. Ce coût s'est particulièrement accentué depuis



l'instauration du taux directeur négatif par la BNS, le 15 janvier 2015. À fin 2018, ce coût se situait à environ 3,5%, mais encore en dessous des plus hauts atteints dans les années 1990. Cela veut dire qu'afin qu'une couverture de changes USD/CHF soit positive en termes de performance, il faudrait que le dollar baisse de plus de 3,5% contre le franc sur un an.

### Comparaisons historiques

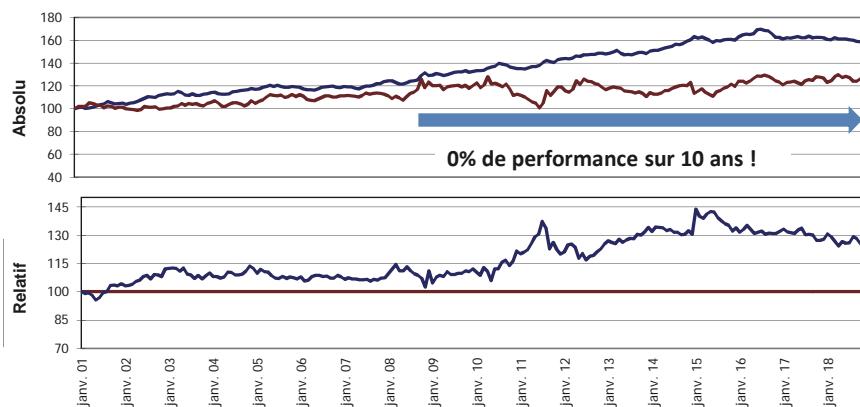
Nous comparons ci-dessous, au travers de l'indice FTSE World Government Bond Index, la performance des obligations étrangères couvertes contre les risques de changes aux obligations non couvertes contre les risques de changes (Fig. 4).

#### Analyse comparée : FTSE World Government Bonds - Hedgé CHF

Période : février 2001 - décembre 2018

Figure 4

	FTSE World Government Bond Index	FTSE World Government Bonds - Hedgé CHF
<b>Ratios sur les données historiques</b>		
Performance totale	27.39%	61.28%
Performance annualisée	1.4%	2.7%
Volatilité annualisée	7.46%	2.93%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.18	0.92



\*Le ratio de sharpe permet de mesurer la rémunération par unité de risque (prime de risque divisée par la volatilité). Cela permet de savoir si le risque supplémentaire pris est suffisamment rémunéré.

Nous prenons ensuite la performance depuis septembre 2011, lorsque la BNS avait instauré le taux plancher face à l'EUR (Fig. 5).

Il ressort que, sur cette période, l'impact du hedge a été négatif sur la performance. En revanche, la volatilité a de nouveau été fortement réduite, en passant de 8,01% à 2,80%. Le ratio de sharpe est une nouvelle fois amélioré (0,68 vs 0,33).

Nous faisons ensuite les mêmes comparaisons pour les actions internationales, au travers de l'indice MSCI World Net (Fig. 6).

Il ressort que les constats sont globalement les mêmes que pour les obligations internationales. Cependant, la baisse de volatilité obtenue par la couverture de changes est nettement moins importante, voire marginale. Il en résulte même que sur la période allant de septembre 2011 à décembre 2018, le ratio de sharpe est inférieur pour les actions hedgées en CHF (0,79 vs 1,03) (Fig. 7).

### Enjeux pour une caisse de pensions

Nous étudions ci-après les enjeux des couvertures de changes pour les caisses de pensions en prenant pour exemple la caisse de pension fictive « ABC », ayant les caractéristiques suivantes :

Fortune  
sous gestion : CHF 500'000'000.–

Degré de couverture : 115 %

Coût du passif : 1,8 %

Allocation stratégique (AS)

35 %

Obligations suisses : 35 %

Obligations étrangères : 35 %

Actions suisses : 15 %

Actions internationales : 15 %

Espérance de rendement : 1,89%<sup>1</sup>

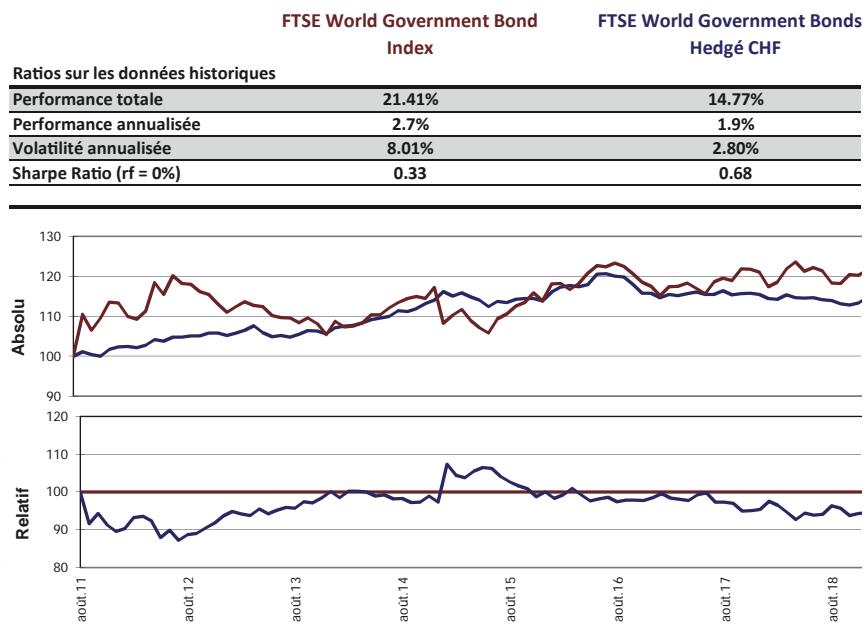
Au vu de ce qu'on a constaté précédemment, c'est sans surprise que l'on saperçoit que, sur le long terme, la performance de la

<sup>1</sup>Source : CONINCO Explorers in finance SA au 31 décembre 2018

## Analyse comparée : FTSE World Government Bonds - Hedgé CHF

Figure 5

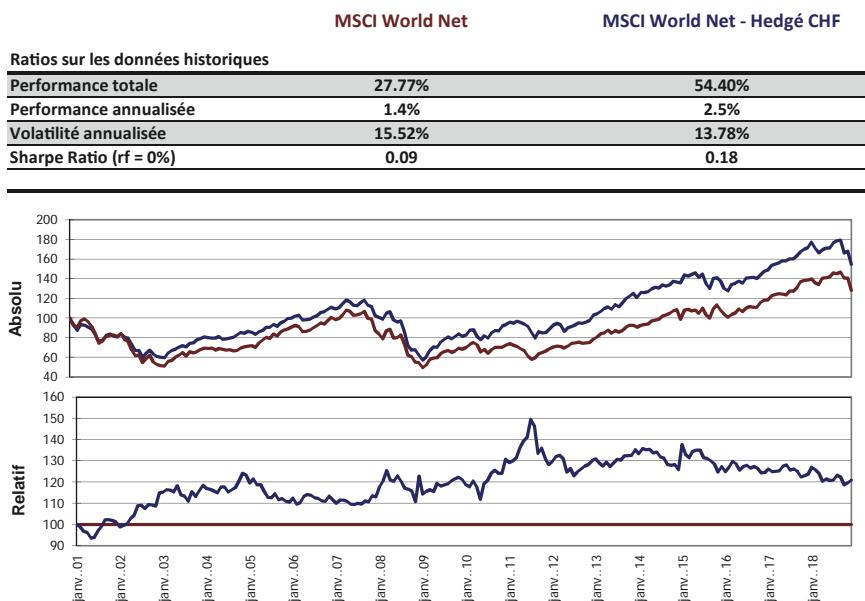
Période : septembre 2011 - décembre 2018



## Analyse comparée : MSCI World Net - Hedgé CHF

Figure 6

Période : février 2001 - décembre 2018



caisse « ABC » aurait été meilleure et moins volatile avec une couverture de changes. Le ratio de sharpe est également nettement amélioré (0,80 vs 0,47) (Fig. 8).

Cependant, et comme on l'a vu précédemment dans le cadre des comparaisons en actions et en obligations internationales, il y a des périodes durant lesquelles la couverture de changes coûte à la performance.

La réduction de la volatilité est par contre obtenue pour la plupart des plages de temps choisies.

Cette réduction du risque, au travers de la baisse de volatilité, est particulièrement intéressante pour les caisses de pensions. En effet, par mesure prudentielle et par obligation légale, la plupart des caisses de pensions suisses ont des objectifs de Réserves



2016 - 150 x 150 cm - Détail

de fluctuations de valeurs (RFV). Une des méthodologies de calcul de RFV\* tient compte des éléments suivants :

- Coût du passif
- Espérance de rendement de l'allocation
- Volatilité historique constatée

Comme on peut le voir en page suivante, la réduction de la volatilité, obtenue par la couverture de changes, permet de réduire les besoins de RFV (Fig. 9 et 10).

La caisse de pension « ABC » peut ainsi réduire ses besoins de RFV, qui passeraient, pour un degré de confiance de 99,7%, d'environ 18% (CHF 78'400'000) à environ 16% (CHF 69'600'000).

\*Selon la méthodologie employée par CONINCO Explorers in finance SA

Sur le long terme, cela peut avoir divers avantages, par exemple procéder à plus de distributions sur les comptes des assurés ou augmenter la pondération sur les actions et ainsi augmenter l'espérance de rendement, à volatilité comparable.

## Conclusions

La décision de couverture de changes est dépendante de la situation et des objectifs de chaque investisseur. Les gains en termes de performance n'étant pas systématiques, selon les périodes prises en compte, certaines classes d'actifs très volatiles, comme les actions, ne présentent qu'un intérêt limité à être couvertes contre les risques de changes (légère baisse de la volatilité). En revanche, les obligations, ou certains placements alternatifs à faible volatilité peuvent amener un net avantage à être couvert contre les risques de changes et ainsi participer à la réduction globale du risque de la fortune. ■

### Analyse comparée : MSCI World Net - Hedgé CHF

Période : Septembre 2011 - décembre 2018

MSCI World Net

MSCI World Net - Hedgé CHF

#### Ratios sur les données historiques

Performance totale	120.23%	81.61%
Performance annualisée	11.4%	8.5%
Volatilité annualisée	11.00%	10.72%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	1.03	0.79



Figure 7

### Analyse comparée : AS ABC - HCHF

Période : février 2001 - décembre 2018

AS ABC

AS ABC - HCHF

#### Ratios sur les données historiques

Performance totale	55.94%	72.67%
Performance annualisée	2.5%	3.1%
Volatilité annualisée	5.38%	3.85%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.47	0.80

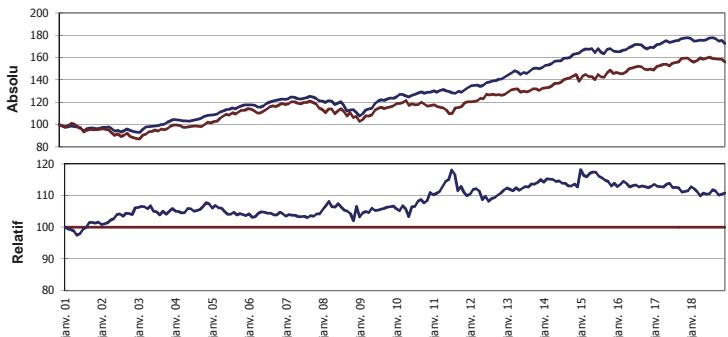


Figure 8

### Réserve de fluctuation de valeur (RFV) - SANS couverture de changes

Degré de confiance:	68.3%	95.5%	99.7%
Borne inférieure intervalle de confiance	-3.38%	-8.67%	-13.74%
Réserve de fluctuation nécessaire en %	5.36%	11.46%	18.01%
Réserve de fluctuation nécessaire en CHF	23'400'000	49'900'000	78'400'000
Estimation de la réserve de fluctuation théorique disponible à la date de référence	65'200'000		
Besoin supplémentaire en réserve de fluctuation	seuil atteint	seuil atteint	13'200'000

Figure 9

### Réserve de fluctuation de valeur (RFV) - AVEC couvertures de changes

Degré de confiance	68.3%	95.5%	99.7%
Borne inférieure intervalle de confiance	-2.87%	-7.65%	-12.23%
Réserve de fluctuation nécessaire en %	4.81%	10.23%	15.99%
Réserve de fluctuation nécessaire en CHF	21'000'000	44'500'000	69'600'000
Estimation de la réserve de fluctuation théorique disponible à la date de référence	65'200'000		
Besoin supplémentaire en réserve de fluctuation	seuil atteint	seuil atteint	4'400'000

Figure 10

# Dette d'Infrastructure VS. Obligations



de

Jean-Francis Dusch

Global Head of Infrastructure & Structured Finance/  
CIO Infrastructure Debt at Edmond de Rothschild  
Asset Management

[jf.dusch@edr.com](mailto:jf.dusch@edr.com)

Edmond de Rothschild Asset Management

## La Dette d'Infrastructure : une classe d'investissement de l'univers du Crédit qui gagne en intérêt

**Il existe un engouement croissant pour la dette d'infrastructure notamment en Europe, depuis 2013. La classe d'actif « Infrastructure » a initialement attiré beaucoup d'investisseurs institutionnels ou privés vers des stratégies de private equity infra. Toutefois, les gérants proposant d'investir vers ces mêmes actifs d'infrastructure, mais cette fois sur le volet dette, semblent également avoir le vent en poupe.**

Ces afflux de fonds sont indispensables pour le financement privé des projets de développement et de modernisation des infrastructures mondiales et notamment

europeennes, pour lesquels on parle de besoins en trillions d'euros d'investissement rien que pour la prochaine décennie et ce, dans les secteurs tels que l'énergie, les

L'ART - GUSS - techniques mixtes . 100 x 81 cm (détail)



transports, les infrastructures sociales, les télécommunications et les services publics. Cette classe d'actif est donc un élément à part entière de l'éventail des produits dits de crédit.

A ce titre, le crédit est un univers d'investissement très large, qu'il s'agisse de dette souveraine, corporate, immobilière ou encore LBO. Or, il n'est pas forcément évident de comparer / "benchmark" les instruments entre eux.

Il semble toutefois que les obligations, notamment souveraines ou "corporates" soient parmi les instruments que les investisseurs arbitrent le plus souvent contre la dette d'infrastructure.

Quels sont donc les paramètres qui caractérisent la dette d'infrastructure par rapport aux produits obligataires plus traditionnels et pourquoi les investisseurs, notamment institutionnels (tant les assurances que les fonds de pensions), allouent-ils de plus en plus de leurs actifs dans cette nouvelle stratégie ?

## Actifs Réels, aspects ESG

La dette d'infrastructure fait partie de ce que l'on appelle les actifs réels. La partie dette est même la composante principale de ces actifs qui représentent un élément d'attraction considérable pour les investisseurs. En effet, beaucoup de ces derniers apprécient particulièrement les infrastructures, car elles financent un sous-jacent tangible, concret avec la plupart du temps une dimension sociale importante (création d'emplois, meilleures conditions de vie, etc.).

La dimension d'utilité publique qui soutient un actif d'infrastructure est également un facteur positivement discriminant. Financer les infrastructures en Europe par exemple, c'est permettre entre autres : la transition énergétique au travers notamment des énergies renouvelables et de projets liés aux véhicules propres; la mise en place du réseau Trans-European Network-T commissionné par l'Union Européenne ; la mise en place d'infrastructures sociales dans les domaines notamment de la santé et de l'éducation; le développement d'importantes infrastructures de télécommu-

nifications, comme l'accès au haut débit qui peut être crucial dans la transmissions des données en milieu tant urbain que rural; ou encore la rénovation de services publics.

Les aspects ESG et d'investissement responsables qui en découlent ne sont plus un éventuel effet de mode, mais de vraies convictions d'investissement qui animent des investisseurs engagés afin de sauver la planète et permettre aux populations de croître, vivre et construire de façon durable. Il existe une vraie prise de conscience et, ainsi que cela a été évoqué précédemment, les montants en jeu sont colossaux, avec une proportion de dette représentant la majorité du financement des projets d'infrastructures (généralement entre 60% et 90% du coût total du projet). Sur ce point spécifique des aspects ESG, on observe d'ailleurs que les investisseurs évaluent très précisément la qualité du reporting lors de la sélection de gestionnaires d'actifs de dette d'infrastructure.

Finalement, est-il possible de conclure que l'attrait de la dette d'infrastructure par rapport aux obligations reposeraient donc principalement sur les notions d'actifs réels et de critères ESG (au sens large du terme) ?

Cette conclusion serait simplificatrice, car voici certaines caractéristiques favorables à la dette d'infrastructure.

### **Des caractéristiques d'investissement bénéfiques pour les investisseurs institutionnels**

Des actifs longs, comme pour de la dette souveraine, mais avec un élément d'amortissement du principal au fil du temps (avec la réduction de son exposition et donc de son risque) qui est donc à mettre en parallèle d'un remboursement à maturité (induisant le maintien de son exposition jusqu'au terme de l'obligation, avec potentiellement un risque de remboursement / refinancement)

Une prévisibilité des cash flows (et distributions vers les investisseurs) qui repose sur des flux de revenus souvent déterminés contractuellement (avec une contrepartie corporate / personne publique/ feed-in ta-

riff) et sur la durée de l'instrument de dette sous-jacent. Il s'agit là d'un élément très favorable lorsque l'on cherche à adosser des passifs longs à des actifs.

Un jeu de sûretés exhaustif (nantissement sur les actions du projet, droits réels sur les actifs, premier rang sur les indemnités contractuelles, garanties à première demande, etc.) constituant un collatéral capable de couvrir le plus souvent l'intégralité du nominal de l'instrument de dette d'infrastructure. D'un point de vue du profil de risque, ces caractéristiques permettent, dans une certaine mesure, d'assimiler la dette d'infrastructure senior (qui bénéficie d'un taux de défaut statistiquement très faible) à de la dette souveraine de qualité *investment grade*, mais avec des niveaux de marges de crédit pouvant aller au-delà de 200pbs en euros (avec des taux *all-in* supérieur à 3 % pour les maturités les plus longues).

Ces rendements sont ainsi à comparer aux taux actuels historiquement bas (voire négatifs) pour les obligations souveraines. Il convient par ailleurs ici de souligner que ces marges pour la dette d'infrastructure ne sont pas forcément représentatives du risque pris par les investisseurs, mais plutôt (i) de la complexité des transactions dans lesquelles le gérant investit, (ii) de l'illiquidité de cette classe d'actif et parfois (iii) de l'inefficience de ce marché, avec plus de demande de prêts que d'offres disponibles sur le marché.

Par ailleurs, un portefeuille de dette d'infrastructure bien construit par un gérant expérimenté et multi secteur/ juridictions peut en outre être protégé voire décorrélé contre la volatilité de facteurs macro-économiques ou politiques. On a ainsi pu observer que lorsque des crises économiques importantes ont secoué le monde, la dette d'infrastructure a été plutôt résiliente et ne subissait pas d'impact immédiat (p.ex. : lors de la crise des subprimes en 2008).

Il peut même être constaté que le secteur des infrastructures, en cas de crise globale, présente une corrélation négative avec les autres classes d'actifs (puisque bénéficiant très souvent en priorité des programmes de relance économique des gouvernements).

Finalement, il convient de souligner que la dette d'infrastructure (avec notation externe ou interne) est très significativement moins exposée à des variations de son prix/ sa valeur du fait d'un *shift* dans sa notation. D'une part, car le risque de projets repose sur des données / un environnement connus et strictement encadrés dès la signature; dès lors, leur rating ne varie que très rarement. D'autre part, ainsi que vu ci-dessus, il n'y a pas de corrélation exacte entre rendement et risque pour cette classe d'actifs.

### **Construction de portefeuilles très diversifiés et ne dépendant pas uniquement de la bonne santé financière d'une entreprise ou d'un pays**

La dette d'infrastructure va cependant bien au-delà de quelques secteurs et des instruments de type « dette senior » offrant ainsi une grande diversification des risques.

En complément de la possibilité d'investir dans une multitude de pays et de secteurs industriels (énergie, télécommunications, infrastructures de transport et social, services d'utilité publique), un gestionnaire d'actif peut en effet créer différents niveaux de granularité dans ses investissements ; la « *tool box* » est significative.

Ainsi, investir dans l'énergie peut par exemple se faire dans le solaire, l'éolien, la biomasse, les batteries, les réseaux de transmission ou encore les réseaux de chauffages urbains. Dans le sous-secteur du solaire, il est possible d'investir au travers de différentes technologies telles le CSP ou le photovoltaïque. Puis ensuite, sur une même technologie, il est encore conseillé de diversifier son exposition à des équipementiers.

La qualité des off-takers (acheteurs), les différentes réglementations en termes de feed-in tarifs (*tarifs de rachat*) peuvent également apporter un degré supplémentaire de diversification de son risque. On pourrait similairement énumérer les possibilités offertes par le secteur des télécommunications entre : tours, réseaux de fibre optique, réseaux mobiles, data centre, revenus générés par les usagers



ZEN - ART - TITUDE - 130 x 97 cm

en directs ou au travers d'un ou plusieurs contrats avec de solides contreparties corporate, etc.

En outre, la diversification ne s'arrête pas là : on peut investir dans des actifs greenfield (en construction – financement de projet), brownfield (en exploitation – refinancement), financer des acquisitions d'actifs matures ou encore de portefeuilles de projets en exploitation.

Dès lors, un gérant d'actif de dette d'infrastructure peut, même sur la base d'un portefeuille ne comptant que dix-quinze actifs, créer un fort niveau de diversification et protéger ses investisseurs contre des risques systémiques. Il convient également d'ajouter que la dette d'infrastructure peut se structurer à taux fixes, mais

aussi à taux variables, ce qui permet de réduire sa sensibilité aux variations de taux et de construire un portefeuille correspondant au profil de risque des investisseurs sur ce sujet.

Finalement, par le biais d'instrument de dette junior d'infrastructure (pouvant bénéficier de rendements *all-in* entre environ 4 % et 8 % en euros), il est possible pour un investisseur de déterminer également le curseur du rendement attendu. Ceci influencera bien entendu son profil de risque, mais sans toutefois introduire dans son portefeuille des *junk bonds* ou de la *distressed debt*, puisque le rendement plus élevé de la dette junior d'infrastructure découle par exemple d'un niveau de sûreté moindre ou d'un rang plus bas dans la cascade des cash

flows, sans compromettre la qualité intrinsèque de l'actif sous-jacent.

#### En conclusion :

La dette d'infrastructure vise donc un univers d'investissement tangible, concret, qui s'inscrit également dans une logique d'investissement responsable. Les instruments de dette sous-jacents sont plus structurés et complexes, dans une certaine mesure, que des obligations souveraines. On pourrait tenter la comparaison suivante : la dette d'infrastructure offre un niveau de sûreté similaire à de la dette souveraine avec des spreads de crédit équivalents voire plus attractifs que de la dette corporate de notation de crédit équivalente, tout en offrant un univers d'investissements de convictions et d'engagements, un degré élevé de diversification, ainsi qu'une protection naturelle contre des risques systémiques macroéconomiques. ■

Immobilier

# Cinq considérations pour l'investissement dans l'immobilier global



de  
Sebastien Daguenet  
Director Client Portfolio Management  
Invesco Real Estate  
[sebastien.daguenet@invesco.com](mailto:sebastien.daguenet@invesco.com)

Invesco Real Estate

**L**a plupart des investisseurs institutionnels connaissent l'attrait de la détention de biens immobiliers. Avec une corrélation généralement faible par rapport à d'autres catégories d'actifs, l'immobilier est un facteur de diversification instantané. Historiquement, ce secteur a généré une forte performance relative au travers des multiples cycles, comparé à d'autres catégories d'actifs. Avec leurs revenus réguliers relativement stables, les investissements immobiliers pourraient constituer une alternative intéressante aux instruments de taux d'intérêt traditionnels.

Par le passé, les investisseurs institutionnels à travers le monde se sont focalisés sur leurs marchés domestiques, mais beaucoup investissent désormais de plus en plus au-delà de leurs frontières, voire à l'échelle mondiale. Ce changement a été motivé par les avantages de la diversification qui réduit les risques, ainsi que par un accroissement possible du rendement. Pour les investisseurs américains par exemple, comparer les indicateurs de valorisation de l'immobilier « Core » avec d'autres régions du monde pourrait également avoir son intérêt, en particulier à ce stade du cycle immobilier.

Certes, l'évaluation du marché immobilier global et des différents moyens permettant d'y accéder peut constituer un défi de taille. Les investisseurs doivent apprécier divers facteurs avant de définir une allocation, y compris l'impact des fluctuations des devises et des règles fiscales étrangères, mais ils doivent aussi évaluer leurs propres compétences internes.

tandis que l'immobilier non coté n'est que périodiquement liquide et par conséquent peut être plus stable dans des conditions de marché normales.

Heureusement, l'immobilier « Core » global et non coté est devenu plus accessible récemment avec la création de fonds ouverts présentant des seuils d'investissement minimums relativement bas.

## 1. Accessibilité

Les fonds non cotés en Bourse ne sont pas une nouveauté, mais les fonds non cotés globaux ont été utilisés essentiellement soit pour des stratégies à haut risque soit pour des activités nécessitant une gestion active. Ce n'est que récemment que des fonds « Core » ouverts et couvrant différentes régions du monde sont devenus disponibles. Ces fonds totalisent à présent \$484 milliards d'actifs sous gestion (source: MSCI Global Quarterly Property Fund Index au T4 2018).

Cette prolifération offre aux institutions une nouvelle opportunité de considérer les stratégies immobilières non domestiques. Il est désormais possible d'investir des montants relativement limités dans l'immobilier global, d'obtenir ainsi une diversification significative et de réduire la volatilité.



La disponibilité croissante de structures d'investissement à travers le monde élargit le champ des possibles pour les fonds de pension de toutes tailles et leur permet d'accéder, à l'échelle mondiale, à des biens immobiliers « Core » non cotés via une solution de gestionnaire unique.

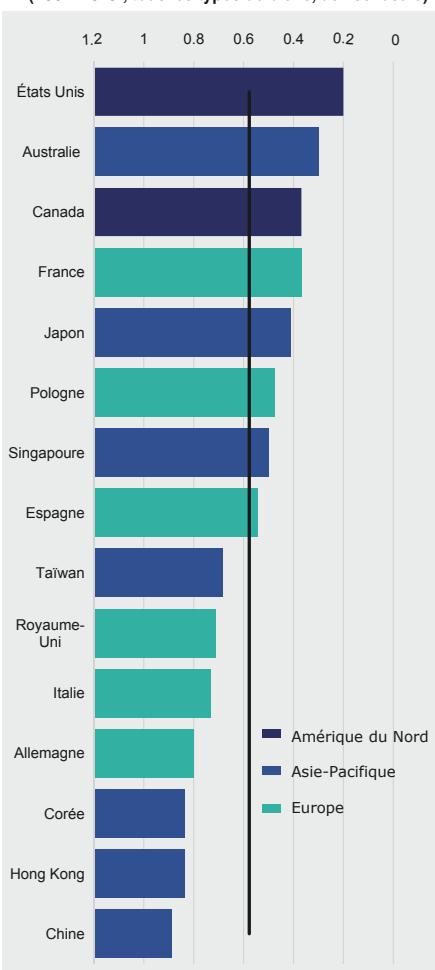
## 2. Avantages de la diversification

L'immobilier est traditionnellement une classe d'actifs locale.

Par conséquent, se déplacer au-delà de son marché domestique peut offrir des avantages significatifs liés à la diversification. La demande des locataires en immobilier est largement dictée par les tendances économiques locales et l'absence de synchronisation des cycles économiques à travers le globe a historiquement réduit la corrélation des rendements immobiliers d'un marché à l'autre.

Les rendements immobiliers ont démontré des degrés variables de corrélation transfrontalière. Peut-être n'est-il pas étonnant que le marché américain soit en forte corrélation avec les marchés australien et canadien. Toutefois, les rendements de plusieurs marchés asiatiques et européens tels que le Royaume-Uni, l'Allemagne, la Corée du Sud et la Chine, ont eu une corrélation beaucoup plus faible avec celui des États-Unis et pourraient

**Figure 1: Coefficient de corrélation des rendements totaux des biens (hors endettement) avec les États-Unis (2007-2018\*, tous les types de biens, devise locale)**



Remarque: Les coefficients de corrélation reposent sur douze années (2007-2018) de données, le cas échéant. Pour la Chine, la Corée, Hong Kong, le Japon, Singapour et Singapour, les coefficients de corrélation sont basés sur onze années (2007-2017) de données basées sur la disponibilité des données au moment de la publication. Corée = Corée du Sud.

Source : Invesco Real Estate utilisant des données de MSCI et de NCREIF d'avril 2019

dès lors offrir des avantages de diversification aux investisseurs. (Figure 1)

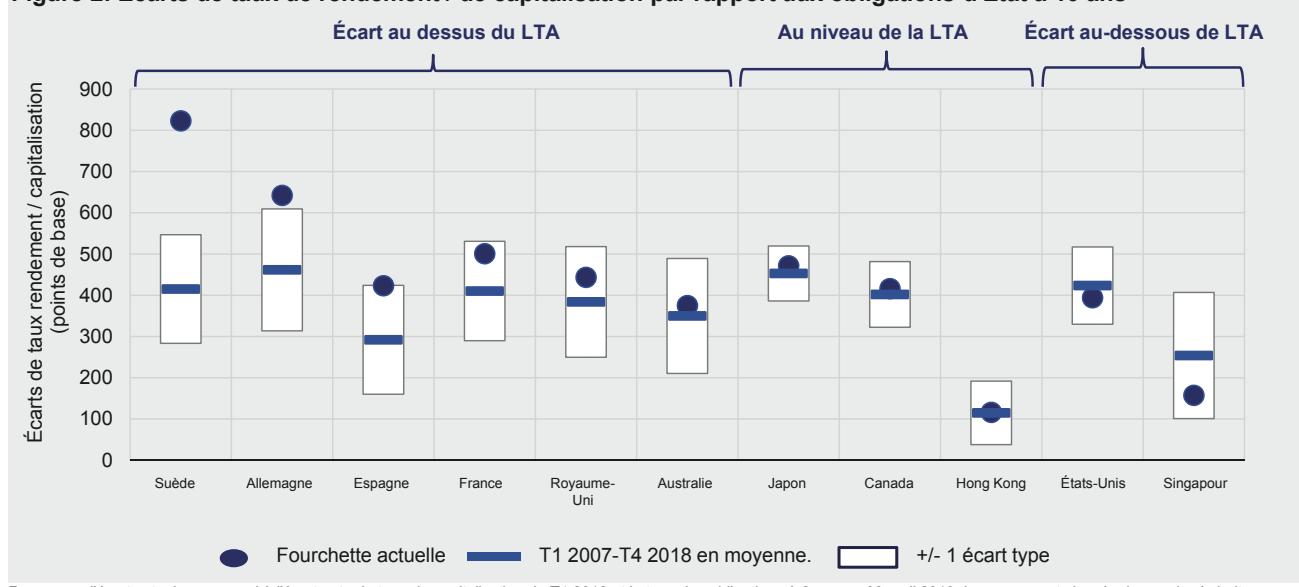
## 3. Valorisation

Sur de nombreux marchés, les fondamentaux immobiliers ont présenté une croissance robuste depuis la crise financière mondiale et semblent prêts à rester solides. Étant donné l'attractivité de l'immobilier dans ce cycle, la valorisation des actifs « Core » a augmenté et paraît désormais élevée sur une base absolue. Toutefois, à la différence d'autres catégories d'actifs – surtout des obligations d'État à long terme – l'immobilier reste généralement valorisé dans sa fourchette normale ou en dessous sur une base relative. Ceci est reflété par l'écart actuel entre les obligations d'État et les taux de rendements immobiliers.

La prime de taux de rendements avec emprunts d'État est un indicateur communément utilisé pour juger la valorisation immobilière par rapport à d'autres catégories d'actifs. Dans de nombreux pays du monde, les écarts de rendement entre l'immobilier et les obligations d'État locales à 10 ans se trouvent dans les limites normales.

Aux USA (Figure 2), où les taux de capitalisation se sont considérablement compressés par rapport à leurs normes historiques, ces écarts sont inférieurs à leurs moyennes de long terme et semblent

**Figure 2: Écarts de taux de rendement / de capitalisation par rapport aux obligations d'État à 10 ans**



Remarque: l'écart actuel correspond à l'écart entre le taux de capitalisation du T4 2018 et le taux des obligations à 8 ans au 08 avril 2019. Les pays sont classés de gauche à droite en fonction de la distance entre la valeur actuelle de l'écart et la moyenne à long terme (LTA). Les écarts au niveau de la LTA se situent à +/- 25 pb.

Source : Invesco Real Estate utilisant des données de MSCI et de NCREIF d'avril 2019

donc relativement moins favorables. En comparaison, en Europe où les rendements des obligations d'État à long terme sont très faibles, la valorisation immobilière apparaît relativement plus attractive. Dans certains cas comme l'Allemagne, les primes offertes sont ainsi supérieures d'un écart type à leur moyenne de long terme. Dans une grande partie de l'Asie-Pacifique, les primes sont toujours au niveau de leurs moyennes de long terme respectives ou proches de celles-ci. Eu égard aux perspectives de croissance locative, les prix de l'immobilier de la région semblent ainsi correctement valorisés.

revenu contractuels relativement stables qu'il génère.

## 5. Expertise

Les placements immobiliers sont empreints de nuances de droit, qui varient d'une juridiction à l'autre. Eu égard à ces différences juridiques, les investisseurs intéressés par l'immobilier mondial feraient bien de consulter un gestionnaire d'actifs proposant à la fois une implantation globale et des professionnels de l'investissement présents sur leurs marchés locaux.

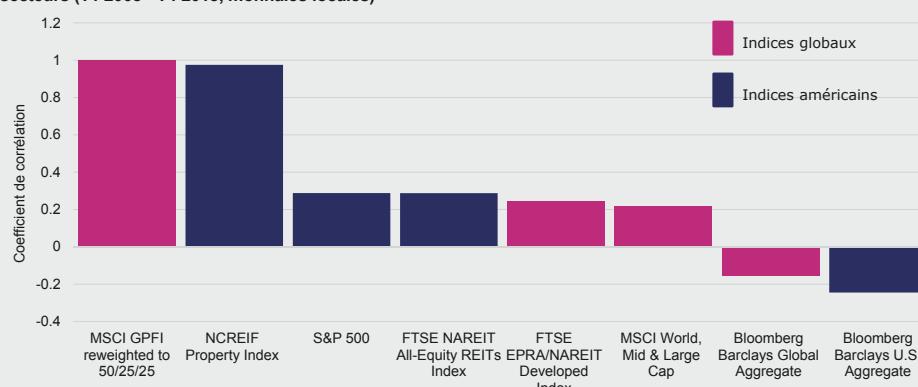
Les investisseurs devraient aussi considérer les conflits d'intérêts potentiels lorsqu'ils évaluent un gestionnaire d'actifs immobiliers. De tels conflits peuvent inclure d'autres lignes de métier liées à l'immobilier, telles que le financement, la commercialisation locative ou l'administration de biens. Alors que certains investisseurs pourraient estimer que ces conflits sont gérables, d'autres pourront préférer traiter avec des sociétés focalisées uniquement sur l'investissement pour le compte de ses clients.

## Conclusion

Une approche mondiale peut ouvrir des opportunités additionnelles pour les investisseurs institutionnels en leur permettant d'accéder à des placements immobiliers de grande qualité sur des marchés comparables à leurs marchés domestiques en termes de taille, de transparence et de liquidité.

Par ailleurs, en investissant dans l'immobilier global, les investisseurs institutionnels peuvent accroître leur diversification et réduire la volatilité globale du portefeuille. Grâce à l'émergence de nouvelles innovations en matière de produits, l'immobilier global est plus accessible que jamais avec des solutions intégrées et des seuils d'investissement minimums relativement bas. Pour ces raisons, les investisseurs institutionnels envisageant une allocation à l'immobilier pourraient considérer un investissement en dehors de leurs marchés domestiques. ■

**Figure 3: Corrélations du rendement total de l'indice MSCI Global Property Fund personnalisé avec d'autres secteurs (T1 2008 - T4 2018, monnaies locales)**



Remarque: Les corrélations ont été calculées en utilisant la plus longue période commune disponible du premier trimestre 2008 au quatrième trimestre 2018. L'indice personnalisé est basé sur l'indice MSCI Global Quarterly Property Fund Index (GPFI) pondéré à 50% en Amérique du Nord, 25% en Europe et 25% en Asie-Pacifique représentatif d'un portefeuille immobilier mondial composé par un investisseur basé aux États-Unis. La GPFI est un indice consultatif composé de 101 fonds immobiliers directs à valorisations trimestrielles à capital variable pondéré selon la capitalisation boursière du monde entier. Source : Invesco Real Estate utilisant des données de MSCI, Bloomberg Barclays et Macrobond d'avril 2019.

## 4. Limitation de la volatilité

Une allocation en immobilier global peut également servir à réduire la volatilité au sein du portefeuille multi-actifs d'un investisseur, en partie en raison du processus d'évaluation utilisé pour évaluer un portefeuille. Dans la mesure où les évaluations immobilières se fient aux transactions historiques sur le marché considéré, il peut y avoir un décalage temporel dans tout ajustement de la valorisation estimée d'un immeuble. Ceci tend à aplanir les valeurs des biens immobiliers sur la durée. Une allocation mondiale à des biens immobiliers non cotés en Bourse peut aider à réduire la volatilité d'un portefeuille, l'immobilier ayant été généralement moins corrélé aux autres catégories d'actifs plus traditionnelles. (Figure 3)

Un portefeuille de biens immobiliers détenus directement est chaque jour davantage considéré comme une alternative non pas aux actions, mais aux instruments obligataires traditionnels, en raison des flux de

En raison de la forte intensité capitalistique nécessitée par l'immobilier, l'envergure et l'expertise du gérant peuvent jouer des rôles cruciaux dans la facilité de conclure les acquisitions et les ventes d'actifs. Une expertise qui intègre analyse des marchés et présence locale peut fournir au gestionnaire d'actifs une vision spéciale tant sur les marchés en général que sur chaque immeuble individuel, leur permettant de reconnaître et d'évaluer les opportunités lorsqu'elles se présentent.

### Risques

La valeur des investissements et les revenus vont fluctuer, ce qui peut en partie être le résultat des fluctuations de taux de change et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant total de leurs investissements initiaux.

### Information importante

Ce document marketing est exclusivement destiné aux investisseurs qualifiés en Suisse et n'est pas pour l'usage des clients non professionnels. Merci de ne pas redistribuer ce document. Les prévisions ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures.

Lorsqu'un professionnel de la gestion ou un centre d'investissement a exprimé ses opinions, celles-ci sont basées sur les conditions de marché actuelles ; elles peuvent différer de celles des autres centres d'investissement et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Ce document est publié en Suisse par Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, CH-8001 Zurich. EMEA7520/2019

# Souhaitez-vous que nous gérions votre caisse de pension comme nous gérons la nôtre ?

La gestion des avoirs d'une caisse de pension exige beaucoup de savoir-faire et de flexibilité. En tant que client, vous pouvez bénéficier de la même stratégie d'investissement que nous mettons en œuvre avec succès pour nos collaborateurs, dans notre propre caisse de pension. Nous nous réjouissons d'ores et déjà de votre prise de contact à l'adresse suivante : [institutional@cic.ch](mailto:institutional@cic.ch). Bienvenue à la Banque CIC, votre banque en toute flexibilité.

## PERFORMANCE CUMULÉE



\* 50 % BVG 25 Index et 50 % BVG 40 Index, les performances passées ne sont pas indicatives des résultats futurs. Les références à des indices boursiers ou composites, à des indices de référence ou à d'autres mesures du rendement relatif du marché sur une période de temps donnée sont fournies à titre d'information seulement.

# Gestion active contre gestion passive

## Analyse du débat actuel sur la gestion active et passive



de

Zehrid Osmani

Responsable de l'équipe Global Long-Term Unconstrained chez Martin Currie, filiale de Legg Mason Global Asset Management

[leggmasonSwitzerland@legg Mason.com](mailto:leggmasonSwitzerland@legg Mason.com)

**Legg Mason Global Asset Management**

**L**avènement de la gestion passive au cours des vingt ou trente dernières années a été très préjudiciable à la gestion active. Les investisseurs en actions ont été séduits par les frais moins élevés offerts par la gestion passive, mais aussi incités à trouver une alternative face aux résultats décevants de la gestion active, comme l'illustre le tableau à la fin de cette section.

La gestion passive est effectivement en mesure de tenir la promesse faite aux investisseurs de faire jeu égal avec la performance du marché, ce que la gestion active n'a pas réussi à faire sur certains marchés et durant certaines périodes. La gestion active a connu des périodes de surperformance, ce qui a plaidé en sa faveur; mais également des périodes de sous-performance, qui ont incité les investisseurs à se tourner vers la gestion passive. En effet, une partie de la confusion du débat entre les gestions active et passive provient des diverses preuves de la performance de la gestion active, dont les conclusions dépendent à la fois des marchés qui ont été étudiés et des périodes analysées.

Cependant, même si cette tendance en faveur de la gestion passive devrait se poursuivre, nous sommes convaincus que la gestion active aura encore un rôle à jouer dans les portefeuilles des spécialistes de l'allocation d'actifs. Nous pensons également que certains investisseurs actifs ont réellement les compétences nécessaires pour générer des performances intéressantes. Le problème pour les spécialistes de l'allocation d'actifs est qu'ils devront passer plus de temps à évaluer les compétences réelles que les investisseurs actifs apportent à leurs

portefeuilles, en utilisant des cadres structurés permettant d'identifier ces investisseurs actifs réellement qualifiés.

De plus, l'émergence de l'analyse du big data peut être un vecteur de soutien supplémentaire à la gestion active plutôt que passive. Le volume important et croissant de données disponibles pousse les investisseurs actifs à innover dans ce domaine en faisant appel à des spécialistes des données, mais cela peut avoir l'effet inverse à celui recherché en les poussant à être encore plus réactifs dans la gestion de leurs inves-

### L'importance de se différencier dans la gestion active

Un autre facteur différentiant important que la gestion active peut offrir est d'être très peu corrélée à l'indice. Par conséquent, trouver des investisseurs présentant une part active élevée (qui mesure la différence entre un fonds et l'indice dans lequel il opère) est un moyen de s'assurer que les spécialistes de l'allocation d'actifs identifient ces investisseurs actifs (et donc évitent les investisseurs dits « pseudo-actifs »).

De plus, les biais comportementaux systématiques sur les marchés favorisent également la gestion active par rapport à la gestion passive, bien que cela exige que les investisseurs actifs soient conscients des biais comportementaux existants et qu'ils soient en mesure d'en tirer profit.

En outre, il existe des marchés où la concentration de l'indice est élevée (comme certains marchés émergents) et où la diversification de l'indice en question est donc faible – ce qui entraîne un risque accru pour la gestion passive du fait d'un manque de diversification, ce que la gestion active est capable de traiter de manière plus approfondie.



Source : Morningstar

tissements. Par contre, nous pensons que l'adoption d'un horizon à plus long terme et l'accent mis sur la prévision des tendances à long terme peuvent constituer l'avantage concurrentiel majeur que les gérants actifs offrent aux investisseurs. En d'autres termes, la capacité à identifier les opportunités d'investissement sous-évaluées à long terme constitue la plus forte valeur ajoutée de la gestion active.

Enfin, la gestion active aura un rôle important à jouer pour les spécialistes de l'allocation d'actifs souhaitant être exposés à l'investissement « ciblé », une tendance qui devrait s'accentuer considérablement au cours des années à venir. Dans le même temps, la demande croissante d'un engagement actif de la part des investisseurs constitue également un solide soutien à la gestion active dans les années à venir.

Et pour terminer, une théorie qui me semble défendable sur le plan conceptuel, mais qu'il faut explorer plus en détail : à mesure que la gestion passive continue d'augmenter et acquiert une part dominante du marché global, il pourrait en résulter des marchés moins efficaces, et donc créer plus d'opportunités pour que les investisseurs actifs puissent surperformer.

Nous pensons que certains points du débat entre gestions active et passive méritent d'être soulignés. Ils sont indiqués en gras ci-dessous :

**En soi, la gestion passive est une décision d'investissement active** – c'est la décision d'allouer une partie de ses capitaux à un instrument dont l'objectif est simplement de suivre la performance de l'indice à un faible coût.

**Une perception négative de la capacité des gérants actifs à générer une performance positive** – la perception selon laquelle la gestion active a donné des résultats décevants pour les investisseurs peut peut-être s'expliquer par les délais requis. Malgré diverses études évoquant la sous-performance des gérants actifs, il existe également de nombreux exemples d'investisseurs véritablement actifs à long terme qui surpassent les marchés et les stratégies passives sur le long terme.

**Pour s'engager dans la gestion active, les investisseurs doivent être convaincus de l'inefficience des marchés** – les bulles spéculatives, les envolées et les effondrements des cours soulignent à bien des égards l'inefficience des marchés, qui dépassent largement leurs fondamentaux à la hausse comme à la baisse, sachant que le sentiment des investisseurs (et donc le biais comportemental) a un fort impact dans ces mouvements. Robert Shiller (1981)<sup>1</sup> présente un argument convaincant en faveur de l'inefficience des marchés, considérant que les cours des actions sont plus volatils que les flux de trésorerie et les dividendes des entreprises sous-jacentes.

**Les biais comportementaux sur le marché constituent l'un des arguments les plus convaincants en faveur de la gestion active** – au cours des dix dernières années, de nombreuses études se sont penchées sur



LA - CITY - ZEN - AU - FOULE - ART - 100 X 100 cm

l'analyse comportementale et les biais systématiques des investisseurs, ce qui confirme le fait que les marchés sont sujets aux biais, et donc inefficients, ce qui crée des opportunités pour les investisseurs actifs.

**L'investissement « ciblé » et la détention active de titres constituent un facteur de soutien important pour la gestion active** – une tendance de plus en plus marquée en faveur de l'investissement ciblé montre que les investisseurs n'évaluent pas uniquement leurs investissements en fonction du ratio risque/rendement. Certains investisseurs militent pour un engagement plus actif auprès des entreprises afin d'améliorer à la fois la gouvernance et le développement durable, ce qui plaide en faveur de la gestion active étant donné que les gérants sont, selon nous, les mieux placés pour s'engager activement.

**Les spécialistes de l'allocation d'actifs devraient se concentrer sur la recherche d'investisseurs actifs possédant de véritables compétences** – il semble que certains investisseurs actifs génèrent des performances intéressantes sur de longues périodes. Il est nécessaire d'évaluer les compétences des

investisseurs actifs du point de vue strictement de la génération d'alpha, c'est-à-dire leur capacité à sélectionner véritablement les bonnes valeurs et à surperformer le marché, plutôt que de bénéficier d'un ou de plusieurs facteurs favorables auxquels ils sont exposés. Les spécialistes de l'allocation d'actifs devraient également évaluer dans quelle mesure leurs gérants actifs le sont réellement ; par exemple, quel est l'écart réel entre leur exposition et celle de l'indice qu'ils ont l'intention de surperformer. Une part active élevée est un moyen d'évaluer cet aspect.

**La gestion passive peut aussi être inefficace** – la gestion passive offre aux investisseurs une exposition à un indice donné, et ce à faible coût. Bien qu'elle présente des avantages en termes de coût et de liquidité, elle expose les investisseurs à tous les segments du marché, y compris ceux qui sont moins intéressants. Elle peut aussi, dans certains cas, présenter une faible diversification si l'on s'expose à des indices fortement concentrés sur un petit nombre d'actions, ce que les investisseurs actifs peuvent gérer plus efficacement.

## **Les stratégies smart bêta sont un défi supplémentaire pour la gestion active**

– les stratégies smart bêta ne sont pas une nouveauté, bien que leur application en termes d'offres de nouveaux produits à bas coûts pour les investisseurs soit un frein supplémentaire pour la gestion active. D'une certaine façon, la seule chose intelligente à propos du smart bêta est son nom. Le concept de dissociation des composantes du bêta en facteurs, permettant aux investisseurs d'obtenir à moindre coût une exposition à ces composantes est un concept simple qui existe depuis des décennies. L'exposition aux facteurs est plus facile à obtenir grâce aux stratégies smart bêta, ce qui signifie qu'il est encore plus important pour la gestion active de se concentrer sur la stricte génération d'alpha.

## **Les défis de la gestion active**

Dans l'ensemble, comme nous l'avons mentionné au début, la gestion active aura toujours, selon nous, un rôle à jouer dans les portefeuilles des spécialistes de l'allocation d'actifs. Toutefois, elle reste confrontée à un certain nombre de défis liés à la façon dont elle aborde sa recherche d'alpha. Ci-dessous, nous précisons certains de ces défis ainsi que des suggestions sur lesquelles les investisseurs actifs doivent se pencher.

### **L'émergence de la gestion passive alimentée par la sous-performance de la gestion active**

Ces dernières décennies, la tendance s'est portée sur une gestion plus passive, à mesure que les preuves du manque de compétences des acteurs de la gestion active s'accumulaient. Les investisseurs ont pris la décision de se tourner vers la gestion passive pour s'assurer que leur performance soit alignée sur celle du marché. Cela a été corroboré par des preuves que les investisseurs actifs, dans l'ensemble, ne parvenaient pas à surperformer le marché avant l'imputation des frais et que, par conséquent, ils avaient tendance à le sous-performer après. Les frais peu élevés de la gestion passive ont contribué à plaider en sa faveur. L'autre argument qui a contribué à son émergence a été sa capacité à s'exposer rapidement à un marché à faible

coût, ce que les spécialistes de l'allocation d'actifs apprécient toujours.

### **En moyenne, les investisseurs actifs sous-performance**

De nombreux observateurs font valoir que le marché est un jeu à somme nulle. Des études ont montré qu'en moyenne, les investisseurs actifs ont tendance à générer des performances conformes à celles du marché avant imputation des frais de gestion. Ces résultats sont accablants pour la gestion active puisqu'ils montrent les investisseurs actifs sous-performance après imputation de leurs frais.

Un article de William F. Sharpe, « The arithmetic of active management »<sup>2</sup> publié en 1991, énonce des arguments simples et intéressants, que nous pensons être un bon moyen pour comprendre les commentaires à somme nulle que nous entendons souvent concernant les marchés financiers.

Enfin, il convient de souligner que les résultats de ces études peuvent dépendre à la fois de la période et du marché analysés. Dans un marché efficient comme le marché américain, les gérants actifs ont toujours eu des difficultés à surperformer; alors que sur les marchés mondiaux moins efficaces, il semble y avoir plus d'opportunité pour générer de l'alpha pour les investisseurs.

### **Le principal argument contre la gestion passive est le manque d'ambition**

De toute évidence, la décision des spécialistes de l'allocation d'actifs d'opter pour la gestion passive est en soi une décision active : ils ont activement décidé que les investisseurs actifs qu'ils observaient n'étaient pas en mesure de générer de la surperformance. Ils ont donc pris la décision active d'investir de manière à ce que leur performance se situe en fin de deuxième quartile ou au début du troisième (selon la proximité de l'instrument passif de leur choix avec l'indice et son efficience). Bien que cela ne semble pas être un objectif ambitieux, les déceptions répétées suscitées par la performance des investissements actifs plaident nettement en leur faveur.

### **La gestion passive peut également comporter des risques de diversification**

Comme nous l'avons préalablement souligné, la gestion passive comporte certains risques liés à la diversification. Certains indices sont fortement concentrés (notamment sur les marchés émergents) et la gestion passive n'atteint pas le degré de diversification souhaité par les spécialistes de l'allocation d'actifs. Dans de tels cas, la gestion active peut constituer une approche plus appropriée pour assurer le niveau de diversification adéquat sur ces marchés. De plus, certains indices surpondèrent les entreprises publiques – lesquelles ne sont pas toujours gérées de manière à créer une valeur optimale, de sorte que la gestion passive peut entraîner une exposition sous-optimale à des secteurs susceptibles de ne pas générer la création de valeur requise par l'allocation d'actifs.

### **Les spécialistes de l'allocation d'actifs doivent utiliser un cadre leur permettant d'identifier les investisseurs actifs qualifiés**

Dans le débat qui oppose les gestions passive et active, il est important de noter que certains investisseurs affichent de bons historiques de surperformance du marché à long terme. Les spécialistes de l'allocation d'actifs devraient disposer d'un cadre leur permettant d'identifier ces investisseurs actifs qualifiés. Leur évaluation devrait être effectuée en fonction de leur capacité à générer strictement de l'alpha. L'alpha pur correspond à la surperformance que les investisseurs peuvent générer par rapport à tous les facteurs y ayant contribué (tels que la capitalisation boursière, le style, le secteur ou le pays).

Il est également important d'évaluer la capacité d'un investisseur actif à générer de la performance ajustée en fonction du risque. Par conséquent, la mesure du ratio d'information et du ratio de Sharpe d'un investisseur actif est un moyen supplémentaire de s'assurer que les spécialistes de l'allocation d'actifs peuvent juger plus précisément de son niveau de compétence réel.

Mesurer à quel point un investisseur actif s'écarte de l'indice est également un bon moyen d'évaluer dans quelle mesure il est réellement actif, ce que fait le ratio « active share ». Les spécialistes de l'allocation d'actifs

devraient donc tenir compte de la part active lors de leur évaluation des investisseurs actifs. Il est prouvé que les investisseurs présentant une part active plus élevée génèrent de meilleures performances. Dans leur article intitulé « How Active is Your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance (Dans quelle mesure votre gérant est-il réellement actif ? Une nouvelle mesure permettant d'anticiper la performance) », Cremers et Petajisto<sup>3</sup>, en examinant 2 650 fonds de 1980 à 2003, ont révélé que les fonds actifs les mieux classés, ceux dont la part active s'élevait à 80 % ou plus, ont surperformé leurs indices de référence de 2 à 2,71 % avant imputation des frais et de 1,49 à 1,59 % après imputation des frais.

**L'analyse comportementale des investisseurs devrait également jouer un rôle dans l'évaluation des investisseurs actifs réellement qualifiés** – par opposition aux investisseurs chanceux. Les biais comportementaux dicteront l'approche adoptée par

cela réduit la capacité des investisseurs actifs à surperformer pendant de longues périodes. La période de détention moyenne s'est considérablement réduite depuis les années 1960, ce qui illustre bien l'orientation à très court terme du marché. Nous pensons que la myopie du marché offre des opportunités intéressantes pour les investisseurs qui gardent des horizons à long terme, ce qui plaide donc fortement en faveur de la gestion active à condition qu'elle s'inscrive dans une telle perspective à long terme. Les investisseurs à long terme ont l'opportunité de profiter des inefficiences du marché créées par l'accent excessif mis sur l'investissement à court terme.

#### Les « prévisions immédiates » (nowcasting) exacerbent encore la nature à court terme des marchés

Avec l'émergence du big data, les investisseurs ont subi des pressions pour montrer qu'ils sont capables d'exploiter les vastes

court terme, plutôt que de passer du temps à réfléchir aux tendances à long terme et à trouver des opportunités d'investissement appropriées.

La tendance du big data consistant à pousser les investisseurs vers des horizons à plus court terme est ce qui nous a amenés à dire à maintes reprises que ce phénomène est une bombe à retardement et, à notre avis, peut être trompeur pour les investisseurs.

#### Le smart data est nettement supérieur au big data

La prévision à long terme des tendances est essentielle à une gestion active performante. Les investisseurs actifs performants doivent se concentrer sur le développement de leur capacité à prévoir les tendances à long terme au sein des secteurs et des entreprises, afin de les aider à saisir les bonnes opportunités d'investissement à long terme et à accroître leurs chances de surperformer l'indice. L'analyse du smart data, axée sur des données dérivées de données fondamentales plutôt que sur l'analyse à plus court terme du big data, devrait aider les investisseurs à saisir les bonnes opportunités.



#### Les investisseurs actifs confondent la pro-activité et la réactivité

De nombreux investisseurs actifs ont tendance à agir sur des signaux à court terme, ce qui est peut-être dû à la conviction (inconsciente ou non) qu'un certain niveau d'action au sein du portefeuille permet de créer de la valeur pour les clients. Nous estimons pourtant qu'ils confondent le fait d'être réactif avec celui d'être proactif. Certains de ces investisseurs ont tendance à réagir aux flux d'actualité à court terme plutôt que de considérer la situation à long terme qui les attend, et d'évaluer si l'actualité récente l'a faite évoluer de façon significative.

#### Une rotation élevée a un impact négatif sur la performance

Le fait d'être réactif et de mettre l'accent sur le court terme accroît généralement le taux de rotation du portefeuille. De

### GÉNÉRER DE LA VALEUR AJOUTÉE GRÂCE À LA GESTION ACTIVE

un investisseur actif, et il est donc important que les spécialistes de l'allocation d'actifs aient une compréhension claire des biais comportementaux que leurs investisseurs actifs émettent.

#### L'accent sur le court terme nuit à la performance des investisseurs actifs

L'accent mis de plus en plus sur l'horizon à court terme des marchés (c'est ce que nous appelons la myopie des marchés), incite les investisseurs à se concentrer sur les résultats à court terme. Selon nous,

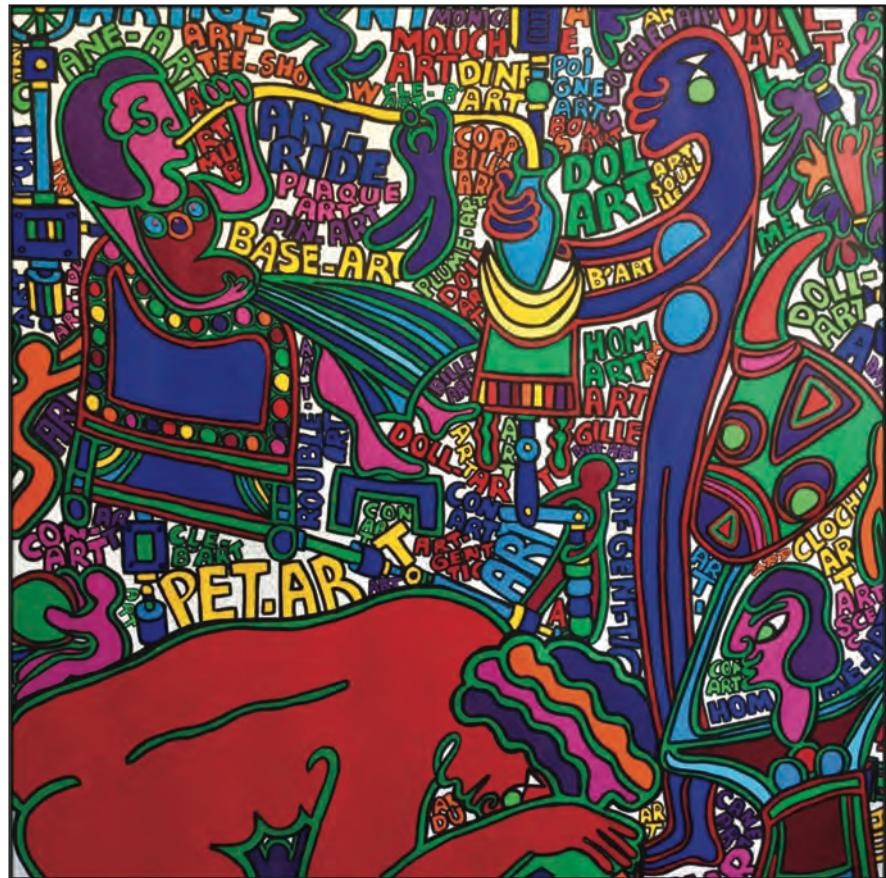
quantités de données disponibles de manière plus sophistiquée. Beaucoup d'investisseurs actifs travaillent de plus en plus à la collecte de ces données non structurées à des fins d'analyse. Toutefois, il convient de souligner qu'une grande partie des données disponibles ne sont utiles que pour brosser un tableau de la situation actuelle. Par conséquent, les investisseurs se sont de plus en plus concentrés sur la « prévision immédiate » des tendances actuelles plutôt que sur la prévision des tendances à long terme. Cela a poussé le marché à agir sur des signaux à court terme et à se concentrer sur la recherche d'opportunités à

nombreux éléments indiquent que l'augmentation du taux de rotation des titres en portefeuille a généralement un impact négatif sur la performance, notamment en raison des coûts de transaction plus élevés supportés par les investisseurs finaux dans le cadre de ces stratégies. Ainsi, la gestion active doit se concentrer davantage sur les stratégies d'achat et de conservation ; par exemple, en visant un investissement à long terme et un faible taux de rotation, afin de réduire les coûts de transaction liés à cette rotation.

**Les investisseurs actifs devraient de plus en plus se concentrer sur les tendances à long terme**

Nous constatons que le marché a tendance à sous-estimer les différentes caractéristiques des entreprises qui génèrent des performances et des flux de trésorerie élevés à long terme. Cela s'explique par l'orientation à court terme du marché. J'ai rencontré des investisseurs qui m'ont soutenu qu'il était plus facile d'être précis au sujet des bénéfices d'une entreprise à court terme qu'à long terme. Les prévisions à plus long terme comportent une plus grande marge d'erreur. Même si cela est vrai, ce que ces investisseurs perdent de vue c'est que le fait d'être plus précis au sujet des prévisions de bénéfices à court terme ne garantit pas la capacité d'établir correctement l'orientation à court terme du cours des actions. De nombreux autres facteurs influent sur le cours des actions, parmi lesquels les attentes quant à leurs composantes et le positionnement des investisseurs dans un titre sont des déterminants importants. Par conséquent, les prévisions à court terme des mouvements du cours des actions sont, selon nous, difficiles et peu fiables.

Nous sommes convaincus que les investisseurs actifs pourraient augmenter leur potentiel de surperformance s'ils se concentraient davantage sur la prévision précise des tendances à long terme du secteur et des flux de trésorerie et des résultats des entreprises. Passer du temps à analyser la dynamique et les perspectives de croissance du secteur, ainsi que les avantages concurrentiels et les défenses des entreprises contre la concurrence, prévoir les tendances de l'innovation et des bouleversements, tout cela aide à identifier les bonnes



BASE - ART - 145 x 140 cm

opportunités d'investissement à long terme. Les investisseurs actifs devraient se concentrer sur le développement et l'amélioration de leurs compétences en matière de prévision à long terme afin d'être en mesure de présenter des arguments solides en faveur de l'investissement actif.

**Les biais comportementaux indiquent que les marchés sont inefficients**

L'analyse comportementale a été un domaine de développement important au cours des deux dernières décennies, et a montré que les investisseurs ont des préjugés, qui sont souvent inconscients. Dans « Prospect Theory : an analysis of decision under risk » (Théorie prospective : une analyse de la décision en situation de risque), Kahneman et Tversky (1979)<sup>4</sup> soulignent que les individus sont systématiquement irrationnels et font des erreurs prévisibles et répétées. Les surperformances et sous-performances des marchés, les envolées et les effondrements des cours, la cupidité et la peur, l'aversion au risque et l'excès de confiance sont autant de caractéristiques que les investisseurs

ont montrées à maintes reprises et qui indiquent que les marchés sont affectés par la psychologie des investisseurs et donc par des biais comportementaux. Cela rend ces biais reproductibles et crée des inefficiencies sur le marché dont la gestion active peut bénéficier. Mais pour que cela soit le cas, les investisseurs actifs doivent être conscients des biais propres aux marchés et à eux-mêmes ; ce n'est qu'alors qu'ils pourront bénéficier de ces inefficiencies de façon plus systématique.

**L'investissement ciblé et la détention active sont susceptibles de constituer des facteurs de soutien à la gestion active**

Les investisseurs se sont de plus en plus tournés vers l'investissement ciblé, une tendance qui devrait se poursuivre, voire s'accélérer au cours des années à venir. L'investissement ciblé dicte une approche plus responsable en matière d'investissement, en exigeant d'identifier des entreprises qui répondent aux objectifs requis par l'investissement. Cela exige une approche active de l'investissement dans ce domaine. Cela sera d'autant plus vrai que l'investissement

ciblé exige de plus en plus un engagement actif visant à obtenir des changements bénéfiques dans la manière dont les entreprises se comportent. L'engagement actif, par définition, exige la gestion active étant donné que la gestion passive est incapable de fournir cela aux investisseurs. Cette tendance croissante devrait donc constituer un facteur de soutien à la gestion active.

## Conclusion

### **Il y a suffisamment de place pour que les gestions active et passive puissent coexister**

Le débat entre gestion active et gestion passive devrait rester vif et sujet à des preuves contradictoires. Bien que la gestion passive procure certains avantages aux investisseurs en termes de coût et de liquidité, elle présente également des lacunes. Elle manque d'ambition au niveau de ses objectifs de performance étant donné qu'elle se contente de suivre celle d'un indice. La diversification qu'elle propose est parfois limitée et, surtout, elle expose les investisseurs à tous les secteurs du marché, y compris les secteurs improductifs (que nous définissons comme des pans du marché qui ne généreront pas de valeur ajoutée ou qui la détruiront pour les investisseurs).

La gestion active pose également des difficultés, le principal étant le manque de certitudes quant à sa capacité à générer une performance conforme aux exigences

des investisseurs. Elle devrait repenser son approche d'identification des opportunités d'investissement intéressantes en reconstruisant son horizon d'investissement et en s'orientant vers un mode d'investissement à plus long terme, moins contraint par les indices, afin d'augmenter son potentiel de performance. Les spécialistes de l'allocation d'actifs devraient disposer d'un cadre structuré et systématique d'évaluation des investisseurs actifs possédant une réelle aptitude à générer des performances positives.

La gestion active devrait bénéficier de la tendance croissante en faveur de l'investissement ciblé. Elle est aussi en mesure d'offrir l'engagement actif et la détention de titres que certains spécialistes de l'allocation d'actifs réclament. Enfin, à mesure que la gestion passive continuera de faire des émules et qu'elle prendra de plus en plus d'importance sur le marché, elle pourrait avoir pour effet des marchés moins efficaces, ce qui, à notre avis, augmentera la capacité de la gestion active à générer des performances supérieures. ■

1. Shiller, R (1981) Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends, American Economic Review, 1981, vol. 71, numéro 3, 421-36.

2. Sharpe, William F., (1991), The Arithmetic of Active Management, Financial Analysts Journal. Jan.-fév. 1991.

3. Cremers, K. J. Martijn et Petajisto, Antti, (31 mars 2009). How Active is Your Fund Manager ? A New Measure That Predicts Performance Compte-rendu de réunion AFA 2007 Chicago ; compte-rendu de réunion EFA 2007 Ljubljana ; compte-rendu de réunion Yale ICF No. 06-14.

4. Kahneman, D et Tversky, A (1979) Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk, Econometrica Vol. 47, No. 2 (mars 1979), pp. 263-292.

## INFORMATIONS IMPORTANTES

La gestion active ne garantit ni les gains ni la protection contre les baisses du marché. Il convient de noter que la valeur des investissements et des revenus en découlant peut enregistrer des mouvements de baisse et de hausse. Tout investissement dans un compartiment comporte des risques d'investissement, y compris la perte éventuelle des sommes investies. Les informations ont été préparées à partir de sources présumées fiables. Elles ne sont en aucun cas garanties par toute société Legg Mason, Inc. ou par l'une de ses sociétés affiliées (collectivement « Legg Mason »).

« En Suisse, cette promotion financière est émise par Legg Mason Investments (Switzerland) GmbH, réglementé par l'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers FINMA. » Investisseurs en Suisse: l'agent payeur est NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1, 8024 Zurich, Suisse. Le représentant est FIRST INDEPENDENT FUND SERVICES LTD., Klausstrasse 33, 8008 Zurich, Suisse, auprès duquel vous pouvez obtenir gratuitement les Statuts, le Prospectus, les Documents d'information clé pour l'investisseur et les rapports annuel et semestriel.

Ces informations sont uniquement destinées aux clients professionnels. Elles ne sont pas destinées à des clients privés, ni à une distribution ultérieure.

# Objectifs de développement durable : Quelle valeur ajoutée pour les entreprises helvétiques ?

## « Swiss made » ? Oui mais encore !



de  
**Nicolas Bürki**  
 Senior Portfolio Manager-Analyst  
[nicolas.burki@mirabaud-am.com](mailto:nicolas.burki@mirabaud-am.com)

**MIRABAUD Asset Management**

**L**es investisseurs qualifiés savent que le marché suisse regorge de joyaux, certains mondialement connus, d'autres échappant aux radars traditionnels.

Penchons-nous l'espace de quelques minutes, mais surtout d'un séminaire, sur ces trésors cachés afin que chacun puisse prendre le temps d'en apprécier toutes les facettes.

SMI, SPI, SMIM, SPIX, SPI, Large, Mid ou Small, la granularité indicielle helvétique est vaste, certains sont répliquables, d'autres pas ; « répliquer » implique l'ajout d'un facteur exogène, l'ajout d'une variable au potentiel évolutif du titre, un agio ou disagio selon que l'effet sera favorable ou non au prix de marché.

Contrairement au monde largement couvert par les analystes indépendants, treize en moyenne pour le SMIM et vingt-cinq pour le SMI, le SPI Small n'est couvert que

par un analyste et demi en moyenne avec pour conséquences une anecdotique littérature et la nécessité pour le gérant « small cap » et son équipe de dresser seuls le portrait de l'entreprise, d'évaluer ses qualités et faiblesses intrinsèques.

Un portefeuille institutionnel est souvent segmenté sous forme « core-satellite », le petit segment étant composé autour du SPIExtra.

Une brève parenthèse : le cœur de la plupart des portefeuilles en actions suisses est composé au mépris de l'élémentaire règle de gestion de portefeuille invitant à « ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier » ; c'est en effet délibérément que 52% de l'allocation est concentrée dans trois valeurs.

L'importance d'une bonne diversification de la partie satellite prend donc tout son sens. Revenons maintenant à notre équipe de gestion en petites valeurs suisses, ces spécialistes en spéléologie financière.

Leur univers, le SPI Small, se compose actuellement de cent quinze titres dont la capitalisation totale pèse 26.4 milliards, soit moins de dix pourcents du SPI Extra (9.6%) et moins de deux pourcents du SPI (1.8%). Dans ce segment, la capitalisation moyenne est de 229 millions, mais la médiane de 164 millions, illustrant une fois de plus un biais dans la distribution des capitalisations.

Contrairement aux pronostics intuitifs, la volatilité de ce segment de marché est inférieure à celles des autres indices ; l'espérance de rendement est supérieure, elle doit compenser un autre facteur : le risque de liquidité.

Constituer un portefeuille « small cap » nécessite de la patience, du temps et de la conviction, qui implique un processus décisionnel rodé et strict.

Nous avons vu plus haut que la couverture du marché des petites capitalisations est anecdotique, ceci est une aubaine pour notre équipe de spécialistes, à condition toutefois de multiplier les analyses, ESG comprises, les analyses quantitatives étant disponibles.

Un dernier atout réside en l'opportunité de dialoguer avec la direction de ces entreprises ; une bonne partie d'entre elles sont perfectibles et à l'écoute de leur actionnariat existant ou potentiel.

Au pays des satellites, entre le private equity et les stars de la cote, découvrons le véritable tissu entrepreneurial helvétique, nos petites entreprises. ■



FREEDOM & LIBERTY - 130 x 270 cm

# MIRABAUD - EQUITIES GLOBAL FOCUS

## EN TETE DE LA CATEGORIE ACTIONS GLOBALES DU CLASSEMENT FTA TOP 100

- Un portefeuille concentré de 25 titres
- Axé sur des entreprises affichant une perspective de croissance à long terme
- Outil multi-thématisé avec un axe Environnemental Social et de Gouvernance (ESG)
- Volatilité inférieure si bien à celle de l'indice de référence qu'à celle de la moyenne de la catégorie IA Actions Globales\*

### INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document contient des informations sur des placements collectifs de capitaux (ci-après, les « fonds ») qui ne sont disponibles à la distribution que dans les pays où ils sont enregistrés. Ce document est réservé à l'usage exclusif de la personne à laquelle il a été remis et ne doit être ni copié, ni transmis à des tiers. Il ne s'adresse en outre pas aux personnes qui ont la nationalité d'un Etat ou leur domicile dans une juridiction dans lesquels il existe des restrictions ou des limitations relatives à la publication, à la diffusion ou à l'utilisation des informations contenues dans ce document. **Le contenu de ce document est purement indicatif et ne saurait en aucun cas être considéré comme représentant un conseil ou une offre de vente de fonds.** Un investissement dans un fonds mentionné dans ce document ne doit être effectué qu'après consultation des dernières versions des documents légaux pertinents, et en particulier le prospectus qui décrit les risques liés aux fonds. Il est en outre recommandé à tout investisseur potentiel d'obtenir des conseils professionnels juridiques et fiscaux. Les informations contenues dans ce document ont été tirées de sources jugées fiables. Toutefois, aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude ou leur exhaustivité.

**La performance historique ne représente pas un indicateur ou une garantie de performance future. Les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat des parts. La valeur des fonds peut fluctuer à la hausse comme à la baisse, et il peut arriver que les investisseurs ne récupèrent pas les montants investis.**

\* Source: FE Analytics au 30/09/2019. Indice de référence: MSCI AC World TR. Catégorie IA Actions Globales volatility is 11.78.

# Faut-il opposer gestion durable et gestion traditionnelle?



de

Nicolas Bénéton

CFA, Spécialiste de l'Investissement  
Responsable Robeco[nicolas.beneton@robeco.com](mailto:nicolas.beneton@robeco.com)RobecoSAM AG

## Une recherche ESG propriétaire basée sur la notion de matérialité

**L'investissement durable s'est développé à partir de la conviction qu'une analyse financière seule ne suffit pas et que des éléments relevant de l'extra-financier doivent être pris en compte afin de déterminer la création de valeur réelle d'une entreprise. En effet, les tendances de long-terme telles que le changement climatique, la raréfaction des ressources ou les évolutions démographiques bouleversent complètement le contexte dans lequel les entreprises évoluent aujourd'hui. Ignorer l'impact de ces mégatendances sur l'environnement concurrentiel des entreprises conduirait à compromettre la valeur de long-terme des investissements.**

Nous sommes persuadés que les entreprises ayant intégré les défis posés sur les plans Environnemental, Social et de Gouvernance seront les plus à mêmes non seulement de s'adapter à ce nouvel état du monde, mais aussi d'en saisir les opportunités au sein de

leurs domaines d'activité respectifs. C'est la raison pour laquelle le Corporate Sustainability Assessment (CSA), un questionnaire envoyé tous les ans à près de 4500 sociétés dans le monde sur leurs performances en matière de durabilité, a été développé en

1999. Ce questionnaire est également à la base de la construction de la gamme Dow Jones Sustainability Indices (DJSI), qui fait référence auprès des investisseurs.

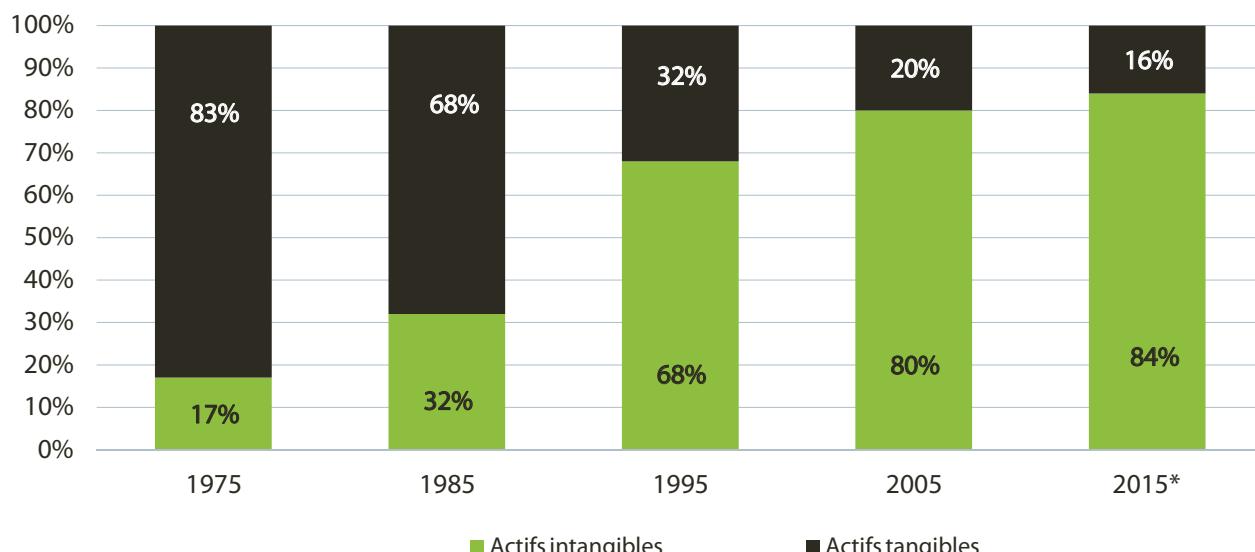
Afin de s'assurer de la pertinence des informations ainsi recueillies pour l'ensemble des parties prenantes (investisseurs et entreprises), il est impératif de se concentrer sur les critères qui contribuent à leur performance financière de long-terme et au succès de leur stratégie d'entreprise. La matérialité, c'est-à-dire l'incidence d'un facteur donné en matière de création de valeur pour un secteur d'activité spécifique, doit donc être la clé de voûte du cadre d'analyse de la durabilité des entreprises.

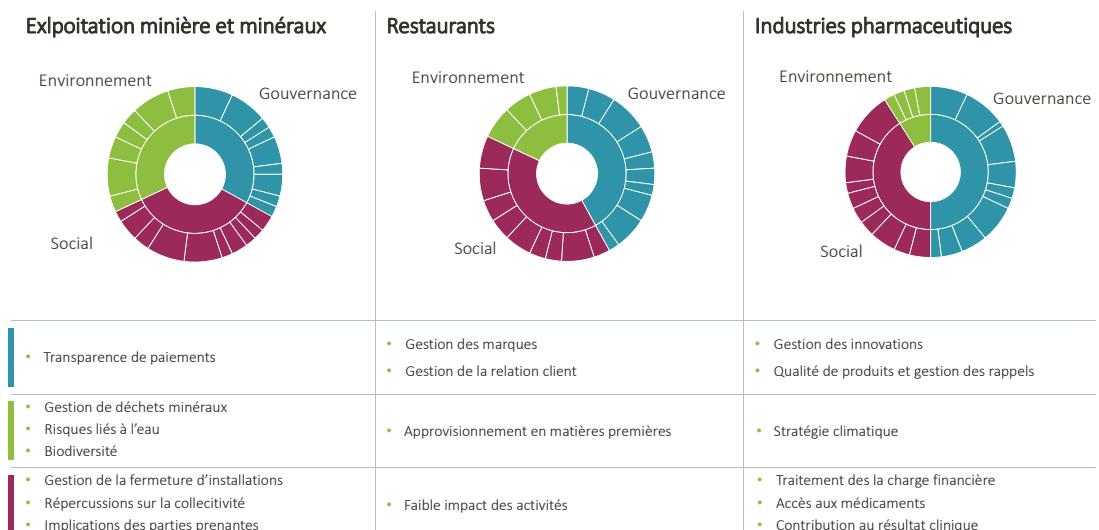
Cette étude approfondie, appliquée au sein de 60 différents secteurs d'activité, combine les apports de la recherche quantitative et l'expérience de l'équipe d'analystes en durabilité des investissements pour déterminer quels facteurs seront à privilégier et quels autres devront au contraire être considérés comme étant de moindre importance.

C'est donc en tenant compte des spécificités de chaque industrie et en adoptant une approche très structurée qu'une contribution importante peut être apportée au travail des équipes de gestion de portefeuille que ce soit en améliorant les prises

## Investissement durable : Importance d'actifs incorporels

Capitalisation boursière du S&amp;P 500





Source : RobecoSAM

de décisions d'investissement ou en encadrant les processus de gestion de manière optimale.

## De l'intégration de l'ESG aux objectifs en termes de durabilité

Ces derniers mois, les termes de gestion durable ou gestion responsable ont largement gagné en popularité, bien au-delà d'une base d'investisseurs convaincu mais réduite. Cela étant, la question se pose de manière récurrente de l'identification de l'impact des critères extra-financiers par rapport à des approches dites « traditionnelles ». Pour apporter quelques éclaircissements, il s'agit d'abord de distinguer deux types d'approches de la durabilité :

L'intégration ESG, dont le principe est de combiner données financières et extra-financières de manière à prendre des décisions d'investissement plus éclairées et éviter les risques liés au court-termisme.

La gestion durable, elle se fixe des objectifs liés au développement durable que ce soit en termes de moyens (exclure les moins bons élèves) ou de but à atteindre (afficher une empreinte environnementale meilleure que celle de l'indice).

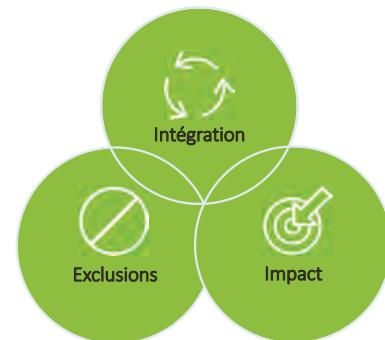
Dans le cadre de gestions fondamentales actions, la difficulté réside principalement dans la quantification de l'apport des critères ESG à la performance. Or, il s'avère difficile dans une démarche d'intégration de distinguer la valeur ajoutée d'éléments qui sont faits

pour fonctionner ensemble, autrement dit, de « séparer le sucre du thé »<sup>1</sup>. Pourtant, ce travail a bel et bien été mené à partir d'un portefeuille d'actions internationales, parvenant à statuer sur plusieurs points : indicateurs ESG les plus utilisés (parce que les plus matériels), indicateurs financiers les plus impactés, sens et amplitude de cet impact, (...) pour aboutir à une « prime ESG » sur l'ensemble des cas d'investissement examinés. En comparant cette prime à la surperformance du portefeuille, il a été mis en évidence que l'ESG a représenté environ 22% de la surperformance obtenue.

Les modèles quantitatifs, s'ils intègrent déjà des points de données considérés comme pouvant appartenir au domaine de l'ESG, s'accordent mieux de l'ajout de contraintes ou objectifs en termes de durabilité, exprimés sous forme de scores. Une fois encore, résultat d'un travail quantitatif important, les scores Smart ESG constituent un outil tout à fait adapté puisque, ceux-ci, en plus d'incorporer la valeur ajoutée de la matérialité décrite plus haut, se trouvent débarrassés des biais statistiques intrinsèques à ce type de mesures, principalement liés à la transparence de la part des entreprises.

Ainsi, dans certains de nos produits quantitatifs ces scores Smart ESG sont utilisés pour ajuster les caractéristiques du portefeuille et permettre aux investisseurs d'atteindre leurs objectifs en matière de durabilité sans détériorer le traditionnel couple rendement-risque. Cela peut s'accompagner de

mesures d'exclusions (charbon thermique, huile de palme) ou encore d'objectifs de réduction de l'empreinte environnementale d'un portefeuille (gaz à effets de serre, énergie, eau, déchets).



## L'impact, nouvel horizon de la gestion traditionnelle ?

S'il n'y a donc pas de doute que la durabilité doit être considérée comme une valeur ajoutée financière à la gestion traditionnelle, certains investisseurs peuvent considérer que la priorité doit alors être accordée à la notion d'impact. C'est pourquoi les Objectifs de Développement Durable<sup>2</sup> (ODD) des Nations Unies ont tant gagné en popularité récemment. Ces 17 objectifs, (complétés par 169 cibles et 230 indicateurs) constituent une feuille de route pour parvenir à un avenir meilleur et plus durable pour tous en considération des grands défis mondiaux (pauvreté, inégalités, climat, dégradation de l'environnement, prospérité,...).

<sup>1</sup>Separating the sugar from the tea: measuring the ESG impact on investment performance, C.Berkouwer 2019

<sup>2</sup><https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/objectifs-de-developpement-durable/>

Besoins fondamentaux	Planète saine	Société durable	Égalité des chances	Institutions robustes
<ul style="list-style-type: none"> <li>Soins préventifs</li> <li>Produits alimentaires nutritifs et fonctionnels</li> <li>Traitement de l'eau et des eaux usées</li> <li>Éducation numérique</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Énergies renouvelables et propres</li> <li>Prévention des déchets et recyclage</li> <li>Protection de l'environnement</li> <li>Commerce équitable</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Infrastructures moins énergivores</li> <li>Automatisation, construction et transport</li> <li>Financement d'entreprises innovantes</li> <li>Maisons intelligentes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Politiques d'égalité des sexes</li> <li>Gestion et fidélisation des talents</li> <li>Éducation et formation des talents</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Infrastructures collaboratives et accès à Internet</li> <li>Assurance abordable</li> <li>Projets de développement</li> </ul>

Source: Robeco, RobecoSAM, symboles: objectifs de développement durable

On estime que des investissements compris entre 5 000 et 7 000 milliards de dollars par an seront nécessaires à la réalisation de ces objectifs d'ici à 2030<sup>3</sup>. Mais ces investissements sont autant d'opportunités puisqu'on estime également que 12 000 milliards de dollars pourraient venir grossir le PIB mondial d'ici 2025 simplement par l'égalité entre les sexes, l'ODD numéro 5<sup>4</sup>. Des données chiffrées peuvent être utilisées soit dans le but de mettre au point des stratégies d'investissement à impact, soit pour mesurer ex post les contributions des portefeuilles traditionnels aux ODD. On peut donc s'attendre à une convergence entre les portefeuilles à impact qui deviennent globaux et les portefeuilles traditionnels qui vont mesurer leur impact.

Enfin, il faut accorder une place prépondérante au rôle d'actionnaire actif qui consiste à exercer ses droits de vote et à utiliser son influence à travers le dialogue actionnarial autrement appelé engagement.

des ODD comme en attestent par exemple les premiers résultats obtenus cette année par l'initiative Climate 100+.

© 2019 RobecoSAM AG

L'objectif poursuivi ici est double : il s'agit à la fois de maximiser la valeur actionnariale et donc améliorer les performances de long terme mais aussi d'inciter les entreprises à prendre en compte les ODD dans leurs choix stratégiques, de les accompagner dans leurs efforts vers l'atteinte des ODD en fonction de leurs activités. Une politique d'actionnariat actif est donc un levier supplémentaire et essentiel à une approche durable des investissements et son rôle ne prendra que plus d'importance dans le cadre

Intentionnalité	Additionalité	Rentabilité	Mesurabilité	INFORMATIONS JURIDIQUES IMPORTANTES :
<p>Identification d'un univers d'investissement directement basé sur l'impact tel que défini par les ODD</p>	<p>Accent sur les entreprises qui génèrent des retombées socioéconomiques positives par rapport au status quo</p>	<p>La recherche fondamentale et l'optimisation quantitative du portefeuille permettent d'obtenir un portefeuille d'investissement optimal issu de l'univers des ODD</p>	<p>Recherche sur la durabilité pour déterminer l'ampleur de l'impact d'une entreprise par rapport à chaque ODD</p>	<p>Nous n'assumons aucune responsabilité quant à la véracité ou l'exactitude de ces informations. Il est possible, mais pas nécessaire, que les titres mentionnés et décrits dans le présent document soient acquis, vendus ou recommandés dans le cadre de mandats de conseil. La rentabilité d'un investissement passé ou futur dans ceux-ci ne saurait être garantie.</p> <p><b>Copyright © 2019 RobecoSAM</b> – Tous droits réservés.</p>

<sup>3</sup> [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf)

<sup>4</sup> McKinsey Global Institute Report, The Power of Parity, September 2015

# Race for Water Odyssey

Un navire révolutionnaire,  
une mission cruciale pour les océans

RACE FOR  
WATER

A FOUNDATION  
TO PRESERVE  
WATER

Fondation Lausannoise créée en 2010, Race for Water a pour principale mission la préservation de l'eau face à la contamination plastique. En 2015 une première expédition scientifique et environnementale est lancée, la Race for Water Odyssée, afin de dresser un premier bilan global de la pollution plastique de nos océans. Le constat est alarmant. Les plastiques sont partout. Il n'y a pas de 7<sup>e</sup> continent, ni d'îles plastiques mais bien une soupe de microparticules flottant dans les gyres qui ne représente que la partie émergée de l'iceberg. Un nettoyage des océans à l'échelle mondiale est irréaliste. Il faut à tout prix s'attaquer au problème à terre et empêcher les déchets plastiques d'atteindre nos océans.



En avril 2017, Race for Water est repartie autour du monde avec une nouvelle Odyssée de 5 ans, afin de proposer des solutions pour la préservation des océans. A bord d'un navire 100% autonome en énergie grâce un couplage solaire-hydrogène-kite, les équipes de la Fondation souhaitent démontrer que des solutions durables existent grâce à des technologies innovantes, pour préserver les océans. Le bateau sert de plateforme pédagogique, de laboratoire scientifique itinérant et de support de démonstration d'innovations technologiques.

## Les missions de l'Odyssée Race for Water

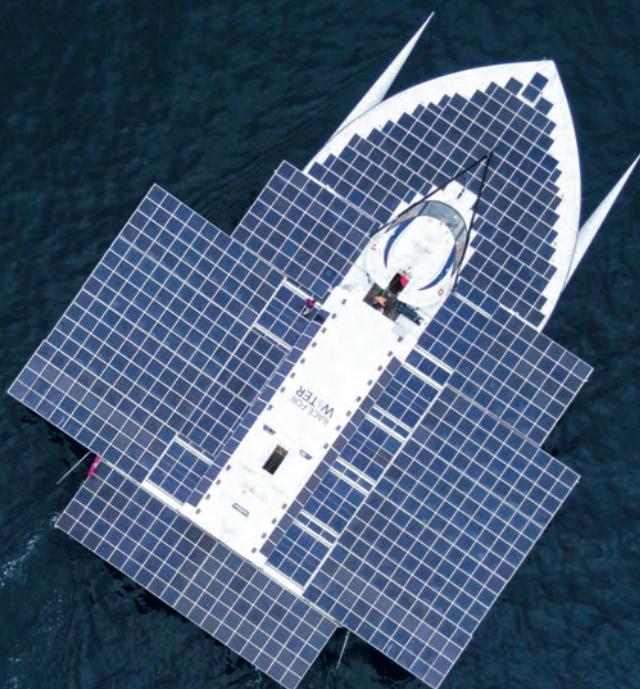
Promouvoir des solutions innovantes capables de transformer les déchets plastiques en ressources énergétiques créant ainsi une chaîne de valeur vertueuse incitant à la collecte de ces déchets

Accélérer la transition énergétique par la mise en valeur de la propulsion mixte solaire-hydrogène-kite du navire ambassadeur

Contribuer à la science en accueillant à bord du navire des équipes internationales de chercheurs et des projets pédago-scientifiques

Sensibiliser les décideurs ainsi que le grand public et les jeunes générations, à l'urgence de la préservation des océans.

Images : Race for Water / Peter Charaf



Pour soutenir et suivre les projets de la Fondation Race for Water rendez-vous sur [www.raceforwater.org](http://www.raceforwater.org)

# Investir dans l'infrastructure pour les caisses de pension et les compagnies d'assurance suisses



de Sabine Polmann  
Head of Infrastructure Investments  
[polmann@sfp.ch](mailto:polmann@sfp.ch)

**Swiss Finance & Property AG**

Nicolas Di Maggio  
Head Asset Management indirect investments  
Member of the Executive Board  
[dimaggio@sfp.ch](mailto:dimaggio@sfp.ch)



**Avez-vous déjà un quota immobilier (résidentiel) élevé ? Les placements en infrastructures peuvent vous aider à faire face à vos engagements à long terme en investissant dans des actifs réels à un risque raisonnable et à un rendement relativement intéressant.**

## Que sont les infrastructures ?

(Définition)

Il n'existe aucune définition précise du terme « infrastructure », mais la première proposition de Jacques Stohler en 1964 dans son livre intitulé « Zur rationalen Planung der Infrastruktur » reste toujours valable un demi-siècle plus tard.

L'infrastructure peut être caractérisée comme la sous-structure ou le «squelette» des actifs d'une économie qui sont essentiels à la production de biens et de services.

Nous entendons par infrastructures les systèmes, installations et services dont nous avons absolument besoin au quotidien ; tels que des transports pour aller au travail, à l'école ou à l'université, des hôpitaux et établissements de soins de longue durée pour notre santé et notre bien-être, des usines de traitement de l'eau pour fournir de l'eau potable, de l'énergie électrique pour alimenter les transports, les écoles, les hôpitaux, les bureaux et presque tout ce dont nous avons besoin dans notre vie quotidienne.

Les infrastructures peuvent être classées en deux catégories principales : infrastructure économique qui facilite l'activité commerciale et infrastructure sociale qui accommode les services sociaux.

L'infrastructure économique inclut les services de transport (ports, aéroports, réseau ferroviaire, autoroutes, routes, ponts, tunnels et parkings) et d'autres activités comme les services publics, le secteur énergétique et les télécommunications.

L'infrastructure sociale concerne quant à elle les biens publics tels que les hôpitaux, les écoles, l'administration, la sécurité publique et les installations sportives. L'infrastructure sociale désigne aussi parfois l'immobilier public, dans ce cas, elle est considérée comme un investissement immobilier en Suisse si la société d'exploitation du bien n'est pas gérée par le propriétaire de l'immeuble, mais est liée par un bail.

Les actifs et services d'infrastructures susmentionnés sont essentiels à l'économie d'un pays et doivent donc être financés. La plupart des gouvernements sont dans l'incapacité de financer ou d'investir dans l'amélioration ou le remplacement de ces biens.

Selon le rapport « Bridging Global Infrastructure » (réduire l'écart d'infrastructure à l'échelle mondiale) de McKinsey, le monde aurait besoin d'investir 3,3 billions de dollars chaque année uniquement pour satisfaire aux prévisions de croissance à l'horizon 2030.

Si le niveau actuel de sous-investissement n'évolue pas, le monde manquera cet objectif de 11 % (ou 350 milliards de dollars par an) et l'écart triple en tenant compte des objectifs de développement durable de l'ONU. Par conséquent, le secteur privé doit représenter une importante source de capital pour financer ces immenses besoins en infrastructures à l'échelle mondiale.

Pour les investissements en infrastructures financés de manière privée, les gouvernements peuvent rester impliqués en devenant une contrepartie pour les services (par le biais de partenariats public-privé) ou en réglementant ces services.

Les partenariats public-privé (PPP) sont devenus un modèle de financement reconnu qui est souvent utilisé pour financer des infrastructures grâce à l'apport des capitaux privés. D'après une étude Deloitte, ils sont avantageux à plusieurs égards pour un gouvernement. Un PPP offre une grande flexibilité financière aux gouvernements et permet souvent d'avancer des projets d'infrastructure de plusieurs années. Cette structure (PPP) a une solide réputation de projets livrés en temps et en heure et achevés dans les limites des budgets alloués. Le secteur privé est reconnu pour être plus efficace dans ce domaine que le secteur public. Pour la même raison, les PPP peuvent réduire les coûts des infrastructures en abaissant à la fois les coûts de construction et ceux liés au cycle de vie. Ils permettent aussi aux gouvernements de transférer certains risques au secteur privé et incitent à entretenir correctement les biens.

Le Forum économique mondial classe les infrastructures parmi les éléments les plus importants pour assurer la productivité et la compétitivité d'un pays. Il est difficile de quantifier le lien de cause à effet concernant l'investissement dans les infrastructures comme générateur de croissance future à cause du biais de simultanéité. Quoi qu'il en soit, nul ne remettra jamais en question l'avantage compétitif et le potentiel de croissance d'une région dotée d'un réseau d'infrastructures moderne et efficace par rapport à une région ayant un réseau vieillissant et en déclin. Il ne fait également aucun doute que les agents économiques sont prêts à investir ou payer un certain prix pour un actif si le résultat leur permet de gagner du temps, d'améliorer leur empreinte écologique ou d'en tirer un profit.

## Quels sont les types d'investissements et de risques associés aux infrastructures ?

Les investissements en infrastructures peuvent être réalisés dans des actifs existants (brownfield) ou dans des projets de nou-



MA - DAME - DE - PARIS - 80 x 80 cm

velles constructions (greenfield). Les projets peuvent bénéficier d'un financement à différents stades. Au début de ce type de placement (greenfield), il faut cependant encore obtenir les autorisations réglementaires et le projet peut nécessiter des travaux de planification complémentaires. À ce stade, les risques pour les investisseurs sont élevés, tout comme le sont les bénéfices escomptés. En cas d'investissement à un stade ultérieur (p. ex. une fois la planification achevée, les autorisations obtenues et les travaux prêts à commencer) le risque et les rendements respectifs sont plus bas. C'est d'autant plus favorable à l'investisseur lorsque les risques liés aux retards et aux dépassements des coûts sont contractuellement attribués aux entreprises de construction.

L'OCDE classe les risques d'infrastructures selon les principales sources suivantes : politiques et réglementaires ; macro-économiques et commerciales ; techniques). Celles-ci peuvent évoluer au cours du cycle de vie d'un projet.

#### **Risques politiques et réglementaires :**

Les investissements en infrastructures peuvent être soumis à des modifications réglementaires pendant toute la durée de vie d'un actif. Il peut s'agir d'évolutions affectant les futurs prix de rachat (dans certains cas également de façon rétroactive comme on a pu le voir en Espagne et en Italie il y a quelques années) et même, comme le suggère actuellement le parti travailliste britannique, le secteur énergétique.

D'autres risques tout au long du cycle de vie, entraînent des changements de fiscalité, d'acceptation sociale ou de législation. Par ailleurs, des risques typiques pour les phases de développement ou de construction peuvent consister en une hausse des coûts avant les travaux en raison d'un processus d'autorisation plus long, d'une évaluation environnementale ou d'une annulation des permis. Les changements de réglementation tarifaire, les renégociations de contrat, les déclassements ou les suspensions de concession sont des risques spécifiques liés aux actifs en exploitation (investissement « brownfield »).

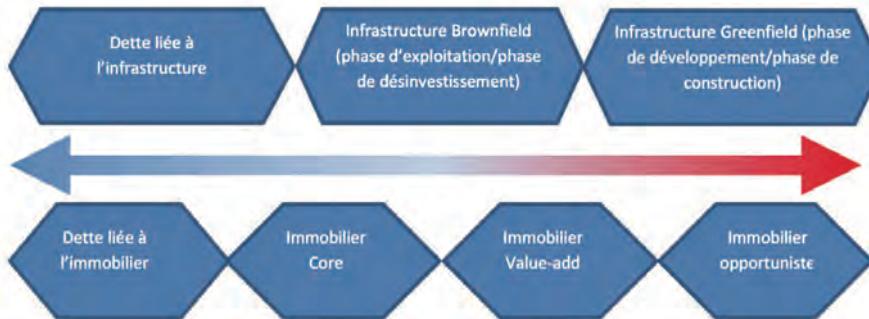
#### **Risques macro-économiques et commerciaux :**

Dans ce cas les risques dépendent du cycle de vie d'un actif. Par exemple, dans une phase initiale, il existe des risques liés au préfinancement et à la disponibilité du financement. Les dépassements de coûts comptent parmi les risques commerciaux durant la phase de construction. Ils peuvent résulter d'une mauvaise gestion ainsi que d'une évaluation et d'une répartition des risques insuffisante. Dans une phase ultérieure, les risques de refinancement et de liquidités deviennent plus importants.

Les risques macro-économiques font souvent référence aux risques d'inflation, de taux d'intérêt et de change. En fonction de la durée de vie du bien et de la période de détention du placement, il convient de tenir compte de ces risques avant de prendre une décision d'investissement.

Les infrastructures sont généralement considérées comme offrant une protection contre l'inflation. Des études suggèrent que les investissements directs en infrastructures présentent la meilleure capacité à protéger contre l'inflation, suivi par les placements immobiliers directs, si l'on compare notamment ces résultats aux autres catégories d'actifs.

Malgré une protection à long terme contre l'inflation, il est possible que les investisseurs internationaux soient réticents à investir dans les infrastructures en raison du risque de change. Dans le cadre de placements à l'étranger, il existe un risque de change en cas d'asymétrie des devises liée aux flux de trésorerie de l'actif, au remboursement et



à la valeur de la dette. Tout changement du cours de change entre les deux devises aura un impact direct sur les rendements de placement. Sur les marchés développés, le risque de change est limité et peut être couvert. Le risque est plus fréquent dans les pays exposés à un manque de liquidités dans la monnaie locale ayant un accès limité aux opérations de change et dont la variation des cours de change présentent une volatilité élevée et imprévisible. C'est particulièrement vrai dans les pays émergents où les taux de change peuvent évoluer rapidement.

L'évaluation du risque de change fait partie intégrante du processus de due diligence pour les investissements à l'étranger. D'une part, les investissements locaux dans les infrastructures n'entraînent aucun risque de change et stimulent la croissance locale. D'autre part, comme on le voit en Suisse, les opportunités d'investissement peuvent s'avérer difficiles à obtenir et les rares transactions possibles sont souvent la cible de nombreux investisseurs. Investir dans des infrastructures du monde entier offre l'avantage d'élargir le nombre d'opportunités d'investissement. Le besoin est immense en toutes sortes d'actifs essentiels dans les pays développés et en voie de développement.

#### **Techniques :**

Les problèmes techniques doivent être compris avant d'investir dans des infrastructures. Les risques techniques sont généralement spécifiques au secteur et à l'actif concernés. Dans une phase de développement initial, les éventuelles découvertes archéologiques, la faisabilité du projet et les discussions environnementales peuvent retarder le processus de construction ou provoquer des dépassages de coûts. En outre, les solutions technologiques de rupture représentent un risque important. Nous vivons dans un monde en constante évolution. Les parkings souterrains deviendront-ils inutiles lorsque les véhicules autonomes se généraliseront ? Aurons-nous besoin de moins de ports en cas de baisse du transport maritime de marchandises si les produits peuvent être imprimés localement par des imprimantes 3D et 4D ?

Les effets d'une hausse des dépenses opérationnelles ou de l'obsolescence peuvent

générer des écarts dans la valeur terminale et les revenus de l'actif par rapport à ce qui était escompté. Certains aspects peuvent être pris en compte dans une concession susceptible d'atténuer quelque peu ces risques. En ce sens, les secteurs et les actifs « Core » sont moins volatiles et présentent la meilleure visibilité.

#### **Comment un investisseur peut-il avoir accès à la classe d'actifs infrastructures ?**

Les investissements privés dans les infrastructures se sont développés depuis le milieu des années 90, stimulées par des banques d'investissement en Australie et des grands fonds de pension canadiens. L'intérêt pour cette classe d'actif s'est accru au niveau international depuis le tournant du siècle et l'éclatement de la bulle Internet. Les investissements en actifs réels ont continué à croître depuis la crise financière et la forte déception associée aux fonds spéculatifs (hedge funds). Malgré la progression de cette catégorie d'actifs, les prestataires doivent toujours répondre à des questions sur la liquidité, le levier, les méthodes d'évaluation, la transparence, la gouvernance, les contreparties et les risques opérationnels s'ils veulent convaincre les investisseurs.

Il y a différentes façons pour un investisseur d'accéder aux investissements en infrastructures :

- Infrastructures cotées
- Infrastructures non cotées
- Investissements directs ou co-investissements dans des actifs d'infrastructure

Être actionnaire d'une société d'infrastructures cotée comme une entreprise de service public, de transport ou d'énergie doit être considéré comme un placement sur le marché des actions. Les obligations d'infrastructure ne sont pas très différentes des obligations d'État ou de société. Elles offrent un flux de trésorerie relativement sûr et de meilleurs rendements que les obligations d'État en raison de la prime de risque associée à la classe d'actifs.

Un investissement direct peut prendre la forme d'une propriété exclusive ou partielle, d'un parc éolien par exemple. On parle d'un co-investissement en cas de placement aux côtés d'un gestionnaire de

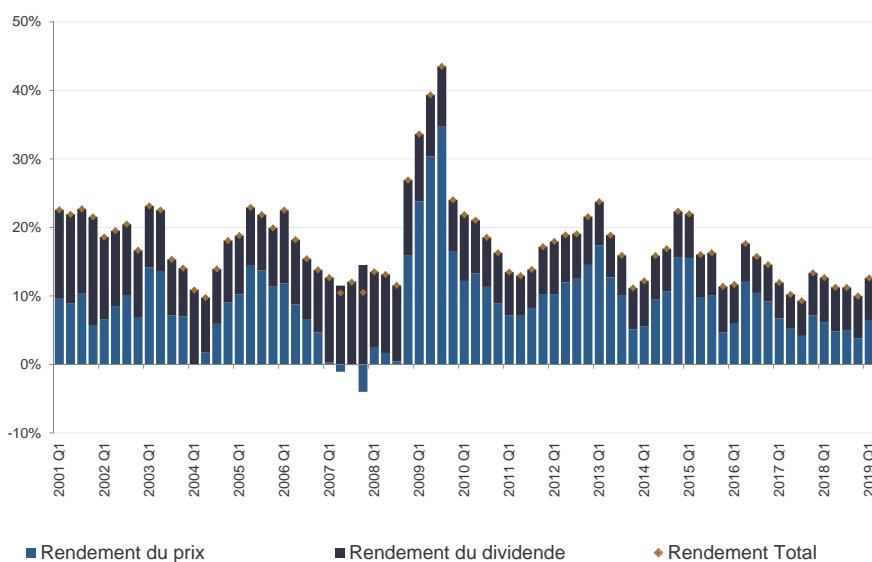
fonds dans une société ou un actif détenu en portefeuille.

Pour mener à bien un investissement direct ou un co-investissement, un investisseur a besoin d'une équipe compétente et expérimentée disposant d'un solide réseau pour la prospection, la due diligence et la gestion des contraintes liées aux transactions. La gestion opérationnelle des actifs, les besoins de reporting et les fonctions d'administrateur dépendent de la taille de la participation acquise et de la gouvernance de l'investisseur. Constituer un portefeuille diversifié d'actifs d'infrastructure directs nécessite des investissements minimums importants et, en conséquence, de nombreuses compétences et ressources.

Une autre méthode de placement consiste à investir dans un ou plusieurs fonds d'infrastructure. Il existe de multiples structures de fonds, comme les fonds cotés ou non cotés. Les fonds cotés sont plus liquides et sont soumis à une plus grande volatilité. À l'instar des sociétés cotées, les fonds d'infrastructure cotés peuvent être considérés comme un investissement sur le marché des actions et ont une plus grande corrélation avec le marché boursier.

D'un point de vue historique, les fonds non cotés présentent un ratio de Sharpe élevé grâce au rendement atteint par rapport à leur volatilité et ont une faible corrélation comparée aux autres catégories d'actifs (actions, obligations, immobilier).

La plupart des fonds d'infrastructure non cotés sont constitués en tant que fonds fermés. En fonction de la stratégie du fonds, leur durée de vie varie généralement entre 10 et 25 ans. Par exemple, les fonds avec des perspectives à long terme ciblant des actifs générant des flux de trésorerie relativement sûrs pendant une longue période ont souvent une durée de vie d'au moins 15 ans. D'un autre côté, les fonds avec une stratégie à valeur ajoutée ou opportuniste ont souvent une durée de vie d'environ 10 ans et les gestionnaires seront tentés de réaliser des profits à plus court terme pour maximiser le retour sur investissement interne. Habituellement, les fonds fermés ont une période d'investissement de trois à cinq ans et comptent jusqu'à 10 actifs.



Toutefois, nous observons de plus en plus de fonds ouverts (evergreen) qui permettent aux investisseurs d'avoir une visibilité sur des actifs acquis, gérés et détenus sur une longue période. La structure de fonds ouverte est généralement utilisée par les gestionnaires d'infrastructure « Core » recherchant des flux de trésorerie réguliers sur le long terme en provenance de concessions et/ou d'actifs réglementés. Comme dans l'immobilier, l'objectif est d'augmenter les rendements à long terme en choisissant des actifs ayant de solides perspectives.

Les fonds ouverts investissent traditionnellement dans un à quatre actifs par an. Il s'agit soit de nouveaux actifs soit d'investissements complémentaires dans les actifs détenus en portefeuille. Les fonds ouverts sont habituellement plus diversifiés que les fonds fermés en raison de la longue échéance et de l'investissement continu.

Investir dans un portefeuille diversifié de fonds d'infrastructure nécessitera des compétences particulières en matière de sélection des fonds, lesquelles demandent une connaissance approfondie de la catégorie d'actifs.

Les infrastructures affichent une variabilité exceptionnelle de la performance réalisée entre les différents secteurs, stratégies, millésimes et gestionnaires. La sélection des fonds d'infrastructure peut être sous-traitée à une équipe spécialisée en investissant dans un fonds multigérants qui offre la plus grande diversité dans les régions géographiques, secteurs, millésimes, gestionnaires

et stratégies d'investissement. Il s'agit d'une option idéale pour les investisseurs cherchant à bâtir une exposition stratégique aux actifs d'infrastructure internationaux sans avoir d'équipe d'infrastructure interne en charge des investissements directs, des co-investissements ou de la sélection de fonds. En investissant dans un fonds de fonds, même un montant limité peut donner à un investisseur l'accès à une palette d'actifs bien diversifiée au sein du marché des infrastructures.

### Infrastructures : intégration à un portefeuille diversifié

L'augmentation des fonds d'infrastructure disponibles offre aux investisseurs de nombreuses opportunités d'investissement dans cette catégorie d'actifs. Un portefeuille diversifié d'infrastructures «Core» présente les caractéristiques suivantes : une faible corrélation avec d'autres classes d'actifs, un rendement raisonnablement prévisible et une protection contre l'inflation. En cas d'investissement dans un fonds ou un projet unique, les caractéristiques peuvent être très différentes, par exemple dans des actifs davantage liés à la croissance du PIB (par exemple des ports) ou à celle de la population (par exemple des usines hydrauliques).

À partir des modèles traditionnels de risque/rendement, cela pose souvent le défi de choisir le bon benchmark et la bonne allocation pour la classe d'actifs. Actuellement, les benchmarks de rendement absolu (basés sur la prime de risque par rapport au taux sans risque ou au taux d'inflation) et les benchmarks relatifs (souvent basés sur

des infrastructures cotées) manquent de pertinence et sont rarement représentatifs de l'investissement réalisé.

En 2019, EDHEC Infra database/ Global Infrastructure Hub a publié une enquête couvrant plus de 10 billions de dollars d'actifs gérés. Selon cette enquête, 70 % des gestionnaires utilisent un indice de référence à rendement absolu. L'objectif de cette étude était de fournir des données d'index uniques et indépendantes sur les investissements dans des infrastructures non cotées. Avec 25 pays et plus de 5'000 sociétés représentant une capitalisation boursière de plus de 348 milliards de dollars, le rendement de trésorerie actuel de 6,1 % pour l'index des infrastructures mondiales non cotées montre une cible réaliste pour un produit global multigérants sous forme de fonds de fonds.

### Infrastructures mondiales non cotées : Rendement des prix & flux de trésorerie (rendements annuels calculés par trimestre) :

La stabilité relative du rendement de trésorerie au fil des ans s'explique par la spécificité du placement ; dépense initiale importante en capital, longue durée de vie opérationnelle, contrats réglementés ou à long terme offrent un rendement raisonnablement prévisible.

### Les infrastructures pour les fonds de pension suisses

La dernière étude de Swisscanto (2019) sur les caisses de pension en Suisse a montré que les investisseurs institutionnels ont conservé une approche prudente à l'égard des investissements dans les « actifs alternatifs » (hedge funds, private equity, commodities, infrastructures, etc.). L'exposition des fonds de pension à la catégorie des actifs alternatifs est de 5,1 % (pour les caisses de pensions avec une fortune inférieure à CHF 500 millions) et 8,6 % (pour celles dont la fortune est supérieure à CHF 500 millions). L'exposition des infrastructures a légèrement progressé, mais reste globalement à un niveau bas. Le pourcentage alloué était de 0,6 % en 2018, contre 0,4 % en 2017. Swisscanto a conclu que l'on pouvait s'attendre à une hausse de l'allocation des infrastructures en cas d'augmentation de l'offre en solutions d'investissement appropriées.

C'est ce que semble confirmer une étude internationale de Preqlin qui a évalué les allocations cibles dans les fonds d'infrastructure par les investisseurs institutionnels, y compris différents établissements financiers. Les valeurs cibles se situent dans une fourchette de 1,0 – 4,9 % (37 %) et 5,0 – 9,9 % (38 %). Les niveaux d'investissement effectifs sont inférieurs à ces fourchettes, confirmant qu'il existe une demande importante pour cette classe d'actifs.

Nous constatons également un intérêt croissant pour cette catégorie de placement en Suisse. Plusieurs facteurs pourraient encourager les investissements dans la classe d'actifs infrastructures à l'avenir pour les fonds de pension suisses, par exemple :

- Des approches diversifiées et multigérants
- Un benchmark reconnu pour cette catégorie d'actifs
- Une catégorie d'investissement à part entière dans la BVV2/OPP2

Les actifs d'infrastructure sont actuellement considérés par les fonds de pension suisses comme faisant partie de la catégorie des placements alternatifs. Il s'agit peut-être d'un obstacle, car l'expérience avec les fonds spéculatifs durant la crise financière n'a pas aidé. Une motion a été débattue depuis septembre 2015 en vue d'augmenter le montant que les fonds de pension peuvent investir dans les infrastructures. Cette motion demandait au Conseil fédéral de créer

dans la BVV2/OPP2 une nouvelle catégorie de placement appelée « Infrastructures » qui aura sa propre répartition maximale de 10 %, tandis que la catégorie d'investissement alternatif restera à 15 %. Rejetée par le Conseil fédéral en décembre 2015, la motion Weibel a été acceptée par le Conseil national (juin 2017) puis le Conseil des États (mars 2018). Le calendrier exact de sa mise en œuvre reste incertain, mais elle pourrait intervenir vers janvier 2021 selon certaines sources.

## Conclusion

Le besoin en financement d'infrastructures à l'échelle mondiale est immense et ne peut pas être assuré uniquement par les gouvernements. Une adéquation naturelle a été créée entre le besoin en capitaux privés et le désir des fonds de pension d'être investis dans des actifs offrant des perspectives à long terme qui leur permettent de répondre à leur engagement à long terme envers leurs assurés.

Les investissements « Core » en infrastructures, dans une approche défensive globale, présentent des caractéristiques communes très appréciées avec les titres à revenu fixe (rendement prévisible à long terme) et le marché immobilier (investissement en actifs réels). Ils offrent également de précieux avantages par rapport à eux, tels que la protection contre l'inflation, une plus faible exposition à l'évaluation et aux cycles économiques, un fort rendement de trésorerie, une faible croissance attendue du capital et des rendements moins dépendants de la stratégie de sortie.

Dans un contexte où la plupart des autres classes d'actifs sont considérées comme chères, les investissements en infrastructures ont un important rôle à jouer dans une allocation d'actifs diversifiée et seront certainement un contributeur important à la performance au cours des prochaines années. ■



ZEN - HEAT - TUDE - 130 X 97 cm

# Actions émergentes : le fort potentiel des valeurs oubliées



Von Irmak Surenkok  
Portfolio specialist Equity  
[irmak\\_surenkok@troweprice.com](mailto:irmak_surenkok@troweprice.com)



Pierre-Alain Stehle  
Relationship Management  
[pierre-alain\\_stehle@troweprice.com](mailto:pierre-alain_stehle@troweprice.com)

T. Rowe Price  
Emerging Markets Discovery Strategy

**L**'une des principales idées reçues concernant les actions émergentes est que les opportunités « value » ne sont pas monnaie courante. Cela n'est guère surprenant étant donné que les marchés émergents sont souvent associés aux investissements à croissance élevée. En effet, l'analyse de l'univers des actions émergentes (graphique 1) confirme ce biais important, puisque 87 % des capitaux sont investis dans des portefeuilles de valeurs émergentes de base ou de croissance. À l'inverse, seuls 13 % des capitaux sont investis dans des stratégies émergentes « value ».

Cette importante disparité met en évidence le fait que la classe d'actifs émergents « value » est délaissée. Les investisseurs actifs portés sur les fondamentaux ont accès à un univers riche en opportunités au sein duquel ils peuvent identifier des actions de bonne qualité qui ont été négligées, oubliées ou ignorées. Étant donné que les titres émergents « value » sont peu détenus et peu recherchés, leur ratio risque/rendement est asymétrique, ils présentent un potentiel baissier limité alors qu'il est possible de capitaliser sur leur potentiel haussier.

## Les entreprises de l'ancienne économie ont été délaissées

Si l'on examine l'univers des actions émergentes au cours des dernières années, on constate qu'une grande partie de leur performance a été générée par les valeurs de la nouvelle économie\*, dans des domaines tels que la technologie/les logiciels et la consommation. En comparaison, les

pas une raison suffisante pour y investir ; nous devons également déceler clairement un potentiel de changement fondamental. Il peut s'agir de facteurs externes, comme un changement de gouvernement ou une reprise du cycle économique, ou internes, comme une réduction des coûts, une nouvelle direction ou une restructuration de l'entreprise. Le fait est que les actions « value » n'ont pas nécessairement besoin d'une croissance de leur chiffre d'affaires pour surperformer.

## Une gestion plus disciplinée porte ses fruits

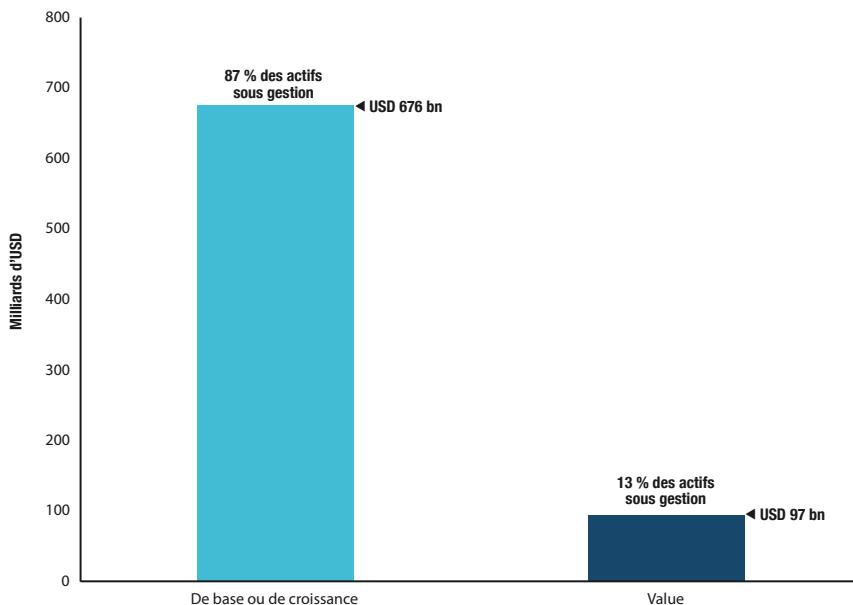
Une gestion plus rigoureuse est un facteur supplémentaire qui confirme nos perspectives positives pour les actions émergentes dans leur ensemble. Aujourd'hui, les entreprises émergentes génèrent des flux de trésorerie plus élevés, ce qui est le résultat direct de décisions plus judicieuses et plus rigoureuses en matière d'allocation de capitaux de la part des dirigeants. Les marges bénéficiaires se sont par conséquent globalement améliorées, ce qui nous conforte dans l'idée que les entreprises émergentes sont mieux placées pour réaliser une croissance des bénéfices et accroître la performance pour les actionnaires.

valeurs de l'ancienne économie\*\* ont sensiblement sous-performé malgré l'amélioration rapide des flux de trésorerie disponibles. En tant que telles, les valorisations des entreprises émergentes de l'ancienne économie semblent actuellement bon marché par rapport à leur moyenne historique.

Pour peu qu'on y regarde de plus près, nous sommes convaincus qu'il existe de réelles opportunités parmi les valeurs délaissées de l'ancienne économie, dont beaucoup sur le segment « value » des marchés émergents. Cependant, la valorisation attrayante d'une entreprise ne constitue

## Graphique 1 : la gestion fondamentale des actifs émergents « value » est négligée

Répartition des actifs sous gestion de l'univers des actions émergentes  
Au 31 mars 2019



Source: Morningstar Direct. © 2019 Morningstar, Inc. Tous droits réservés. Les informations ci-après: (1) sont la propriété de Morningstar et / ou son fournisseur de données; (2) ne peuvent pas être reproduits ou distribués; et (3) devenir sans garantie d'exhaustivité, de complétude et d'actualité. Ni Morningstar ni ses fournisseurs de données sont responsables de tout dommage ou de toute perte causés par l'utilisation de ce logiciel.

Cela dit, les dépenses d'investissement en pourcentage du chiffre d'affaires des entreprises émergentes « value » sont tombées à leur plus bas niveau depuis plus d'une décennie (**graphique 2**). Après tant d'années de vaches maigres, nous pensons que nous pourrions bientôt assister à une reprise des dépenses d'investissement parmi les entreprises émergentes « value » – comme cela a été le cas pour les entreprises émergentes de croissance depuis 2016 – et cela pourrait contribuer à faire remonter les valorisations pour beaucoup de ces entreprises.

### L'Afrique du Sud – Exemple d'un marché oublié

L'Afrique du Sud est un bon exemple de pays qui a disparu des écrans de nombreux investisseurs. Ces dernières années, le pays a été largement négligé ou ignoré du fait de l'incertitude politique et du ralentissement de l'économie. Cependant, l'Afrique du Sud abrite de nombreuses entreprises de bonne qualité, qui constituent le type d'opportunités sous-estimées que nous recherchons.

Dès 2017, par exemple, malgré la faiblesse des prévisions nationales, nous avons commencé à investir dans certaines banques sud-africaines. Compte tenu de leurs bilans solides, du nombre limité de leurs créances irrécouvrables et de leurs dividendes élevés, les faibles valorisations n'ont pas reflété la qualité sous-jacente de ces entreprises et leur potentiel haussier significatif en tant que bénéficiaires directs d'un cycle de reprise macroéconomique en Afrique du Sud. Plus récemment, à la suite des élections générales de mai 2019, la stabilisation de l'environnement politique s'est également avérée favorable.

### En conclusion

Pour les investisseurs fondamentaux actifs, les marchés émergents restent un univers idéal pour déceler des opportunités parmi les titres « value » délaissés. Compte tenu de la nette préférence des investisseurs pour les entreprises émergentes axées sur la croissance, de nombreuses valeurs de bonne qualité sont négligées ou ignorées. Ce sont précisément les entreprises oubliées que nous recherchons, dont le potentiel de changement fondamental est sous-estimé par la plupart des investisseurs, ce qui permet d'offrir un potentiel de plus-value attractive. ■

### Graphique 2 : dépenses d'investissement à leur niveau le plus bas depuis plus de dix ans sur les marchés émergents

Dépenses d'investissement par rapport au chiffre d'affaires sur les marchés émergents  
Au 31 mars 2019



Source : Fournisseur de données financières et d'analyses FactSet. Copyright 2019 FactSet. Tous droits réservés.

Source des données MSCI : MSCI. MSCI ne présente aucune garantie ni ne fait aucune déclaration expresse ou implicite et n'encourra aucune responsabilité en relation avec les données MSCI contenues dans le présent document. Les données MSCI ne peuvent être ensuite redistribuées ni utilisées comme référence à d'autres indices, titres ou produits financiers. Le présent rapport n'est ni approuvé, ni vérifié, ni produit par MSCI.

### Risques – Les risques suivants concernent la stratégie essentielle :

Les opérations sur titres libellés en devises étrangères sont assujetties aux fluctuations des taux de change qui peuvent avoir une incidence sur la valeur d'un investissement. Les performances peuvent s'avérer plus volatiles que celles d'autres marchés plus développés en raison de l'évolution des conditions politiques, économiques et de marché. La stratégie a renforcé son exposition au risque en raison de sa capacité exploiter à la fois des approches croissance et « value », en quête d'une appréciation du capital à long terme.

### Informations importantes. Réservé aux investisseurs qualifiés. Ne pas diffuser.

Source des données MSCI: MSCI. MSCI n'offre aucune garantie ni représentation, expresse ou implicite n'est en aucun cas responsable des données MSCI citées ici. Les données MSCI ne peut pas être redistribué ou utilisé comme base pour d'autres indices ou certains titres ou produits financiers être utilisé. Ce rapport n'a pas été approuvé, examiné ou préparé par MSCI. \*Nouvelle économie: services aux consommateurs, automobile, Internet, matériel technique, produits pharmaceutiques, biens de consommation durables, soins de santé, Semi-conducteurs. \*\*Ancienne économie: immobilier, matériaux de construction, charbon, métaux et mines, assurances, produits ménagers et personnels, transport, Services publics, banques, machines, aliments, boissons et tabac, produits chimiques, appareils électriques, diversifié Finances, construction et ingénierie, télécommunications, pétrole et gaz. Le présent document est fourni à titre d'information uniquement. Il ne constitue pas une prestation de conseil de quelque nature que ce soit, notamment de conseil fiduciaire en investissement, et il est recommandé aux investisseurs potentiels de consulter un conseiller juridique, financier ou fiscal indépendant avant de prendre une décision d'investissement. Le groupe de sociétés T. Rowe Price, dont T. Rowe Price Associates, Inc., et/ou ses sociétés affiliées perçoivent des revenus issus des produits et services d'investissement de T. Rowe Price. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.** La valeur d'un investissement et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse. Le présent document ne constitue pas une offre ou une invitation à vendre ou à acheter des titres dans quelque pays que ce soit, ni une recommandation ou sollicitation personnelle ou générale dans ce sens. Il n'a été examiné par aucune autorité de contrôle. Les informations et les opinions mentionnées dans le présent document ont été obtenues auprès, ou à partir, de sources considérées comme fiables et actualisées. Toutefois, nous ne pouvons en garantir ni l'exactitude ni l'exhaustivité. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Les opinions exprimées sont celles de l'auteur à la date mentionnée sur le présent document et sont susceptibles de changer. Ces opinions peuvent également diverger de celles du groupe de sociétés T. Rowe Price et/ou de ses associés. Ce document ne doit en aucun circonstance être copié ou redistribué, en tout ou partie, sans l'accord de T. Rowe Price. **Suisse** – Publié en Suisse par T. ROWE PRICE (Switzerland) GmbH, Talstrasse 65, 8001 Zurich, Suisse. Réservé aux investisseurs qualifiés. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE est, collectivement et/ou individuellement une marque, déposée ou non, de T. Rowe Price Group, Inc. Tous droits réservés.

# La bonne mesure de « la création de valeur » ou la possibilité d'un investissement en actions plus serein



de Guillaume Dolisi  
cofondateur et cogestionnaire de VIA AM  
Eric Sturdza Management Company S.A.  
Management Company du fond VIA AM SICAV  
[guillaume.dolisi@via-am.com](mailto:guillaume.dolisi@via-am.com)

**VIA AM**

Ces dernières années, le développement de la **gestion active liquide perd du terrain** ; elle semble prise entre d'un côté la gestion passive (ETF) et de l'autre le *Private Equity*. La comparaison avec la gestion passive a déjà été largement débattue (marchés efficients, frais de gestion, etc.). Mais l'on voit aussi que les investisseurs peuvent se détourner de la gestion active liquide au profit de l'investissement non coté.

**Le succès des fonds de Private Equity**, de dette privée ou d'infrastructure ne se dément pas. La croissance des fonds de *Private Equity* atteint 13 % par an, avec plus de 5000 milliards de dollars d'encours et une collecte estimée à 700 milliards en 2018<sup>(1)</sup>.

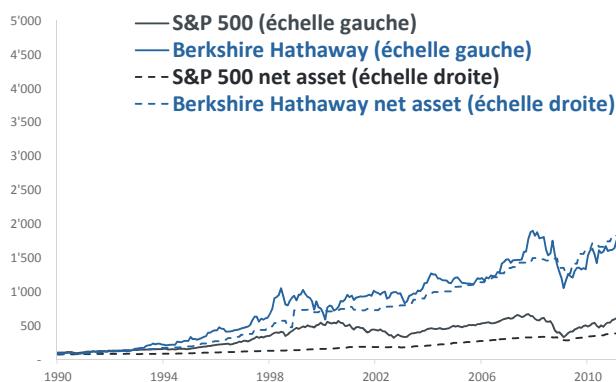
Toujours en 2018, la performance des fonds de *Private Equity* a été estimée à +8 %<sup>(1)</sup>, alors que les fonds actions perdaient environ

10 % ! Est-il possible qu'en 2018, les entreprises cotées aient détruit de la valeur et les entreprises non cotées en aient créée ? C'est peu probable... Mais on voit bien la **différence de perception** que cela peut engendrer chez les investisseurs.

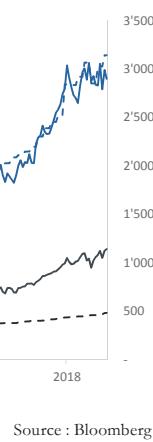
Comme ces investissements ne sont pas listés, leur valeur ne fluctue pas tous les jours. Et pour beaucoup d'investisseurs, **la perception du risque est davantage liée à la volatilité qu'au risque de perte définitive**.

La plupart du temps, les investisseurs ne résistent pas aux contreperformances de leurs investissements cotés et on les comprend. Quand (comme) les choses ne se passent pas (jamais) comme prévu, seuls le courage ou l'inconscience peuvent permettre de tenir la position et éventuellement de profiter des fameuses « performances de long terme... ».

## Berkshire Hathaway vs S&P 500 (1990-2019)



Graphique 1



**Dès lors, comment gérer les cycles de performance des fonds actifs liquides et, surtout, leurs inévitables périodes de sous-performance ?**

Lorsque l'on regarde les track-records des meilleurs gérants de l'histoire, on observe justement une très forte variabilité des performances. **Dès lors, comment ont-ils pu tenir leurs positions, résister à la pression ?**

Pour répondre, nous allons utiliser le *graphique 1* de la performance de Berkshire Hathaway (la holding d'investissement de Warren Buffett et Charlie Munger) en relatif à la performance de son actif net.

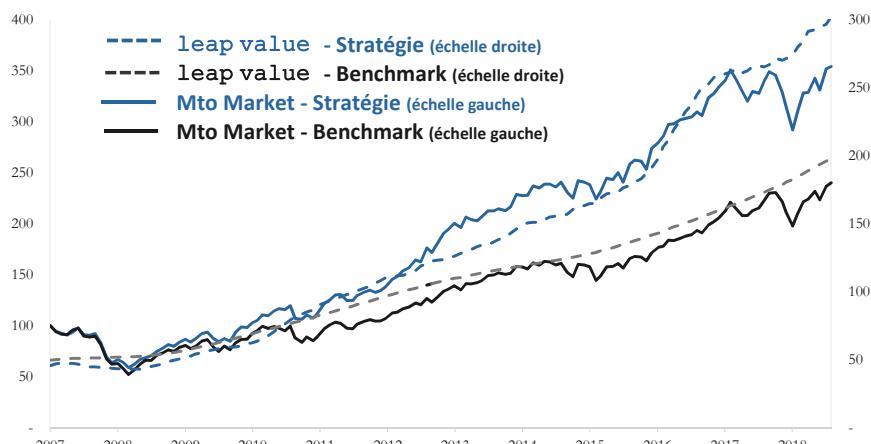
L'étude de la performance exceptionnelle de Warren Buffett sur 30 ans met évidemment en lumière les 2700 % de surperformance par rapport au S&P500, pourtant le meilleur indice de l'histoire moderne. Mais ce qui est beaucoup plus intéressant et en réalité assez mal compris, c'est la relation de cause à effet qui sous-tend cette trajectoire.

Sur le *graphique 1*, nous traçons simplement quatre trajectoires : le titre, l'indice et leurs actifs nets respectifs. Nous observons que c'est d'abord l'actif net de la holding qui a progressé le plus. Le titre, c'est-à-dire la valeur de marché de cet actif net, ne fait qu'osciller autour de la création de valeur comptable (avec parfois des écarts de plus de 40 %).

Il suffirait donc de calculer et de suivre la performance de l'actif net consolidé d'un portefeuille actions pour pouvoir relativiser le *Mark-to-Market* ? L'évolution de l'actif net comptable est-il une bonne mesure de la création de valeur ?

**Les limites de l'utilisation de l'actif net comptable et son alternative économique et technologique.**

Selon Warren Buffett lui-même, l'actif net est devenu trop éloigné de la réalité économique. Il ne prend pas en compte une grande partie des actifs économiques

**Stratégie VIA US et Benchmark (2007-2019)****Graphique 2**

Source : VIA AM et Bloomberg. Leap est l'acronyme de « Listed Equity Accounting Performance », mesure développée exclusivement par VIA AM.

(marques, R&D, leasing, etc.), ni la totalité des passifs (hors bilan). Son niveau est aussi largement impacté par les normes, méthodes ou hypothèses prises par chaque entreprise (différences d'amortissement, de dépréciation, de comptabilisation, etc.).

Pour mesurer correctement la création de valeur d'un portefeuille ou d'un fonds composé d'actions liquides, il faut donc être en mesure d'utiliser des données économiques en appliquant les mêmes hypothèses aux mêmes types d'actifs, de passifs ou de revenus. C'est ce que l'on appelle la **normalisation comptable**.

Ensuite, un peu comme une holding le fait pour chaque année fiscale, il faut être en mesure de consolider l'ensemble des actifs, passifs et des opérations sur titre lors de chaque changement dans le portefeuille, donc potentiellement chaque jour.

La conclusion reste très similaire à celle du premier graphique, **la création de valeur semble bien être le premier déterminant de la performance de long terme**. (graphique 2) Mais les marchés (le Mark-to-Market) s'en éloignent régulièrement et durablement, sans qu'il soit possible de prédire un ordre de grandeur maximal ou une limite temporelle. ■

*“The big money is not in the buying or the selling, but in the waiting.”*

Charlie Munger

Référence :  
<https://www.via-am.com/fr/via-leap/>

Note : (1) Lipper



**... 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.**

# Ist Talent replizierbar?



Von  
Miguel Tiedra  
Head of Alternative Investments



Frédéric Sonney  
Senior Alternative Investment Manager

BCV Asset Management

**S**ind Maschinen die neuen Stars der Hedgefondsszene? Algorithmen sind in der Finanzwelt stark verbreitet. Bei der Verwaltung alternativer Anlagen werden sie aber noch kaum eingesetzt, obwohl sich die Finanzbranche an das in einem tiefgreifenden Wandel befindliche Umfeld anpasst – unter anderem mit Produkten für Anleger, die eine kostengünstige Diversifikation wünschen.

Tatsächlich hat die Low-Cost-Welle, die wir aus der Flugindustrie und dem Detailhandel kennen, auch den Finanzsektor erreicht. Der in den 1970er Jahren entstandene Trend zu preiswerteren Produkten hat sich wie ein Lauffeuer verbreitet, das durch die Digitalisierung noch geschürt wurde.

## Aufkommen der ETF

In der Finanzwelt führte dies zunächst zur Entwicklung der ETF (Exchange Traded Funds oder börsenkotierte Fonds). Diese Produkte, die ursprünglich dazu geschaffen worden waren, die Performance eines Index 1 zu 1 nachzubilden, veränderten die Vermögensverwaltung, denn sie thematisierten den Kostenaspekt und die Schwierigkeit der herkömmlichen Verwalter, den Markt zu schlagen. Die Analysten werden durch Algorithmen ersetzt, mit deren Hilfe die tägliche Verwaltung immer größerer Fonds möglich wird.

Seit der letzten grossen Finanzkrise scheinen die ETF den Markt erobert zu haben. Einigen Quellen zufolge fliesst heute mindestens ein Drittel aller Anlegergelder in diese Art von Finanzvehikel. Bloomberg schätzt das Volumen des ETF-Markts auf USD 5300 Milliarden, wovon 70% bzw. USD 3700 Milliarden in den USA investiert sind. Damit vereinen die Fonds rund ein Viertel des US-amerikanischen Aktien-

markts auf sich.

Ihre Beliebtheit erklärt sich dadurch, dass sie kostengünstig, transparent und liquid sind. Sie können praktisch jederzeit gekauft und verkauft werden. Darüber hinaus ist ihr Erfolg aber auch durch eine kleine Revolution in der Vermögensverwaltungsbranche bedingt. Tatsächlich hinterfragten die Anlegerinnen und Anleger nach dem Schock

und den Enttäuschungen der Finanzkrise von 2008 die Fähigkeit der Asset-Manager, einen Mehrwert zu generieren. Dies hat dazu geführt, dass die sogenannte «aktive» Verwaltung immer mehr Terrain zugunsten der «passiven» Verwaltung einbüsst. Die aktiven Verwalter oder Analysten, die es nicht schaffen, die Börsenindizes über einen längeren Zeitraum zu schlagen, werden durch Computer ersetzt, die im Voraus definierte Regeln anwenden und Anlagen passiv verwalten.

Wo einst Talent und Outperformance gefragt waren, gibt man sich nunmehr mit der blossem Performance der Indizes zufrieden, also quasi dem Spatz in der Hand.

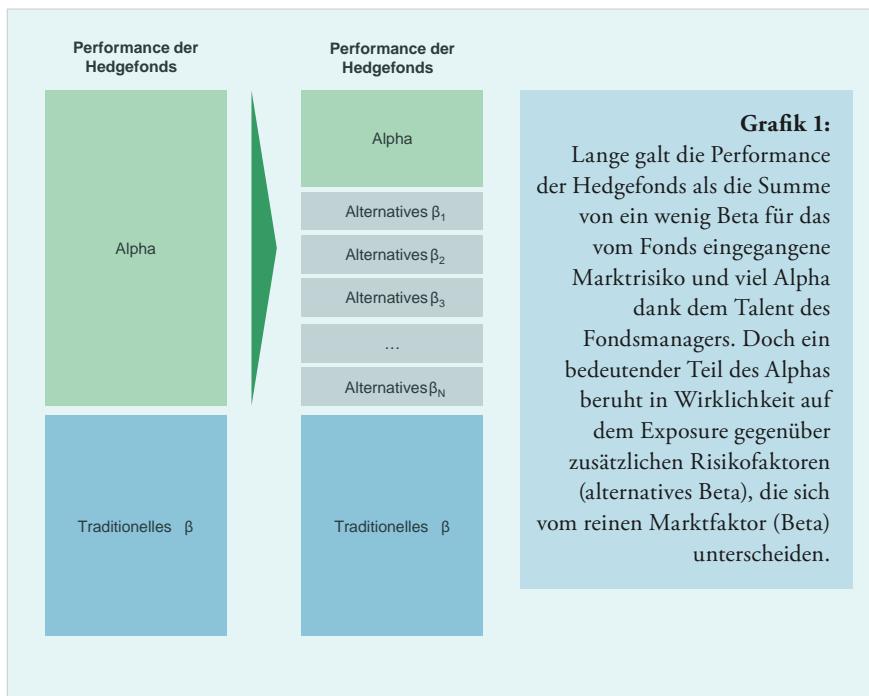
## Wenige ETF auf Hedgefonds

Die ETF replizierten zuerst die grossen Aktienindizes, später dann die Anleiheindizes. Heute gibt es für praktisch jede Anlagekategorie eine Vielzahl von ETF, ausser – erstaunlicherweise – für die alternativen Anlagen bzw. die Hedgefonds. So werden heute trotz eines vielversprechenden Umfelds nur sehr wenige ETF oder andere Produkte angeboten, die die Performance der Hedgefonds replizieren.



BON - APPETIT - 46 x 55 cm





Aufgrund ihrer Widerstandsfähigkeit nach dem Platzen der Dotcom-Blase hatte die alternative Verwaltung nach 2002 einige Hoffnungen geweckt. Während der Finanzkrise brachen die Hedgefonds dann jedoch um durchschnittlich 20% ein. Hatten die Anlegerinnen und Anleger bis dahin die hohen Kosten, die beschränkte Liquidität und die geringe Transparenz in Kauf genommen, so stellen sie diese Konditionen seither infrage – allerdings nur mit mässigem Erfolg. Die Hedgefonds bleiben teure Produkte mit Verwaltungskosten in Höhe von rund 1,6% und Performancegebühren zwischen 15 und 20%. Ihre Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio oder TER) kann daher leicht einmal über 3 bis 4% steigen. Auch bei den Zeichnungs- und Rückgabebedingungen ist keine Verbesserung in Sicht, denn die heutigen Hedgefondsanleger sind nicht mehr wie früher mehrheitlich Privatanleger, sondern institutionelle Anleger, deren Liquiditätsbedarf gering ist.

An und für sich sind alle Voraussetzungen dafür gegeben, dass diese Instrumente durch Hedgefonds-ETF oder andere Produkte zur Replikation der Hedgefondsperformances echte Konkurrenz erhalten. Dies ist jedoch nicht der Fall. Weltweit gibt es nur rund 50 Produkte, die zusammen nicht einmal 1% des auf USD 3200 Milliarden geschätzten Gesamtwerts der Hedgefonds ausmachen.

Laut den Hedgefondskritikern ist dies darauf zurückzuführen, dass die Performance dieser Anlagekategorie seit Ende der Krise enttäuscht. Doch dieses Argument wird durch das Wachstum der von Hedgefonds verwalteten Vermögen, die Ende Juni 2019 einen historischen Höchstwert erreichten, und die risikobereinigten Renditen der Hedgefonds widerlegt.

Die Erklärung liegt möglicherweise in der Natur der Hedgefonds. Nach 2002 nahmen die Anlegerinnen und Anleger massive Umschichtungen in diese alternativen Anlagen vor, weil sie Produkte suchten, die in Finanzkrisen eine gewisse Dekorrelation zu den risikobehafteten Aktiven bieten. Die Hedgefondsbefürworter erklären diese Dekorrelation einerseits mit dem Talent der Fondsverwalter, d. h. deren Fähigkeit, sich in Hause- und Baissemärkten adäquat zu positionieren, und andererseits mit den eingesetzten Instrumenten und Aktiven, zu denen der Kleinanleger kaum Zugang hat.

Als die ersten Hedgefonds-ETF bzw. kostengünstigen Hedgefondsreplikatoren am Markt auftauchten, glaubten die Anleger nicht daran, dass Computer mittels vordefinierter Regeln ebenso gute Performances wie gewiefte und äusserst gut bezahlte Trader erzielen könnten. Wenn der Erfolg der Hedgefonds hauptsächlich auf Talent beruht, wie sollen Maschinen da mithalten können?

## Kostengünstige Replikation auf dem Vormarsch

Die Konstruktion eines Portfolios, das die Performance des Hedgefondsuniversums repliziert, ist in der Tat keine einfache Sache. Auf den ersten Blick drängt sich ein Ansatz auf, bei dem wie bei den klassischen Index-ETF direkt in einen Korb von für die Branche repräsentativen Hedgefonds investiert würde. Diese Lösung kommt leider nicht infrage, da ein Replikat liquide und kostengünstig sein muss, was mit Direktinvestitionen in Hedgefonds unmöglich ist.

Wie lässt sich also die Performance der Hedgefonds replizieren, ohne einen einzigen Franken in diese zu investieren?

Die quantitative Analyse hält verschiedene Lösungen bereit, um diese Herausforderung zu meistern. Um sie verstehen zu können, muss man sich zuerst die Aufschlüsselung der Portfoliorendite in Alpha und Beta genauer ansehen. Im Finanzwesen haben diese zwei griechischen Buchstaben einen direkten Bezug zum Preismodell für Kapitalgüter (CAPM: Capital Asset Pricing Model). Im Falle der Hedgefonds stellt das Alpha denjenigen Teil der Performance dar, den die Asset-Manager dank ihrem Talent erzielen, während das Beta für denjenigen Teil steht, der das Risikoexposure der Manager vergütet.

Üblicherweise fasst man die Performance eines Hedgefonds wie folgt zusammen: ein wenig Beta für das vom Fonds eingegangene Marktrisiko und viel Alpha dank dem besonderen Talent des Fondsmanagers (vgl. Grafik 1 linke Spalte). Wenn das Beta aber gering und das Alpha die Hauptrenditequelle der Hedgefonds ist, so erscheint die Replikation ihrer Performance als ein schwieriges Unterfangen.

## Vom Alpha zum alternativen Beta

Im Laufe der letzten Jahrzehnte konnte die Finanzforschung jedoch aufzeigen, dass ein bedeutender Teil des Alphas nicht talentbedingt ist, sondern sich auf das Exposure gegenüber anderen Risikofaktoren als dem blossen Marktrisiko (Beta) zurückführen lässt (vgl. Grafik 1).

Bei einem nicht vernachlässigbaren Teil des Alphas scheint es sich also um Zuschätzrenditen (alternatives Beta) zu handeln, die ein Hedgefonds aufgrund eines besonderen Exposures gegenüber Risikofaktoren wie Value, Grösse, Momentum, Trend oder Carry erzielt.

Das Alpha kann definitionsgemäss nicht repliziert werden, da es sich um den unerklärbaren, «talentbasierten» Performanceanteil handelt. Ein systematisches Exposure gegenüber bestimmten Risikofaktoren (alternativen Betas) einzugehen, ist dagegen alles andere als kompliziert, wodurch die gewünschte Replikation in den Bereich des Möglichen rückt.

Zur Replikation eines Hedgefondsindex genügt es somit, ein Portfolio zu konstruieren, dessen Sensitivität (Risikoprämien) gegenüber dem Markttrisko und den verschiedenen alternativen Risikofaktoren derjenigen des Hedgefondsuniversums als Ganzes möglichst nahekommt. Zuvor gilt es allerdings, die entsprechenden Risikoprämien (Betas) zu schätzen, denn diese sind selbstverständlich nicht beobachtbar. Dazu sind mehr oder weniger komplexe quantitative Methoden notwendig.

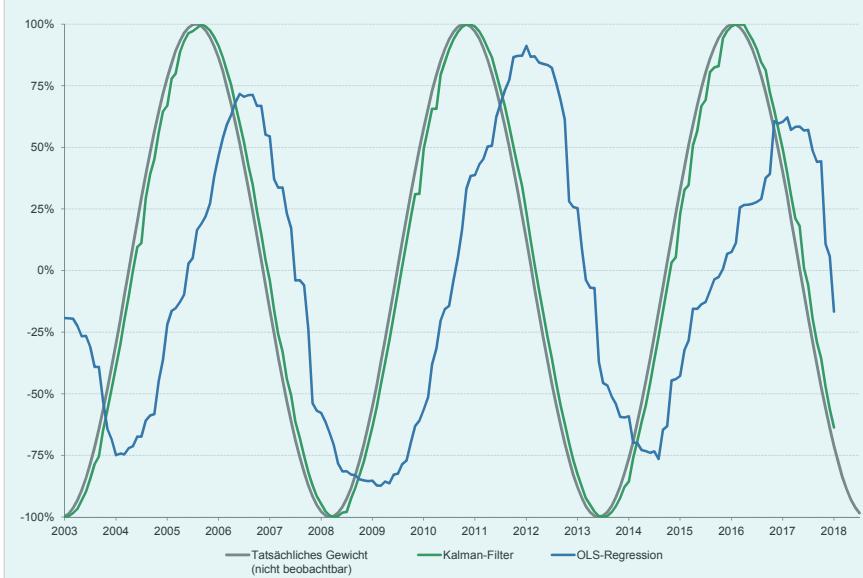
## Die Schätzung der Betas

Es gibt hauptsächlich drei Methoden zur Replikation der Hedgefondsperformance: die direkte Methode (Reverse Engineering), die Replikation der Renditeverteilung und den faktorbasierten Ansatz.

### Direkte Methode (Reverse Engineering)

Diese Methode besteht darin, systematisch nachzuahmen, was die Hedgefondsmanager tun. Da die Anlagephilosophien und die Risiken, die diese Manager eingehen, je nach Strategie (Long-Short Equity, Market Neutral Equity, Merger Arbitrage, Trend Following usw.) höchst unterschiedlich sind, müsste jede Strategie für sich allein repliziert werden.

Eine Replikation der Market-Neutral-Equity-Strategie beispielsweise ist deswegen möglich, weil ein Teil ihrer Rendite durch einen Exposure gegenüber alternativen Ri-



**Grafik 2:**

Die graue Kurve stellt ein hypothetisches Portfolio dar, das aus einem einzigen Aktivum, dem S&P 500 besteht, dessen Gewicht mehrmals zuerst sukzessive von -100% auf +100% erhöht und dann wieder auf -100% gesenkt wird. Die blaue Kurve zeigt die Schätzungen des OLS-Regressionsmodells (basierend auf den beobachteten Monatsrenditen der letzten 2 Jahre). Die grüne Kurve zeigt die Schätzungen des Kalman-Filters.

kofaktoren erzielt wird. Obwohl ihr traditionelles Beta definitionsgemäss bei etwa null (marktneutral) liegt, weist sie dennoch ein Exposure gegenüber verschiedenen alternativen Risikofaktoren wie Value, Momentum oder Qualität auf. Diese nicht abschliessende Liste kann auch andere Faktoren umfassen wie Low Beta oder Grösse und nicht zuletzt auch die sektorale oder geografische Zusammensetzung des betrachteten Universums berücksichtigen. Die Replikation durch Reverse Engineering besteht in unserem Beispiel dann darin, günstige Titel guter Qualität mit hohem Momentum zu kaufen und teure Titel schlechter Qualität mit schwachem Momentum zu verkaufen. Da es sich dabei um ein Long-Short-Portfolio handelt, kann zudem ein traditionelles Beta von nahezu null bewahrt werden.

Die direkte Replikationsmethode erscheint auf den ersten Blick interessant und besonders gut für unsere Zwecke geeignet. Sie hat allerdings zwei grosse Schwachpunkte. Erstens eignen sich nicht alle Hedgefondsstrategien für diese Art der Replikation, denn bestimmte Strategien sind sehr schwer nachzubilden. Zwei-

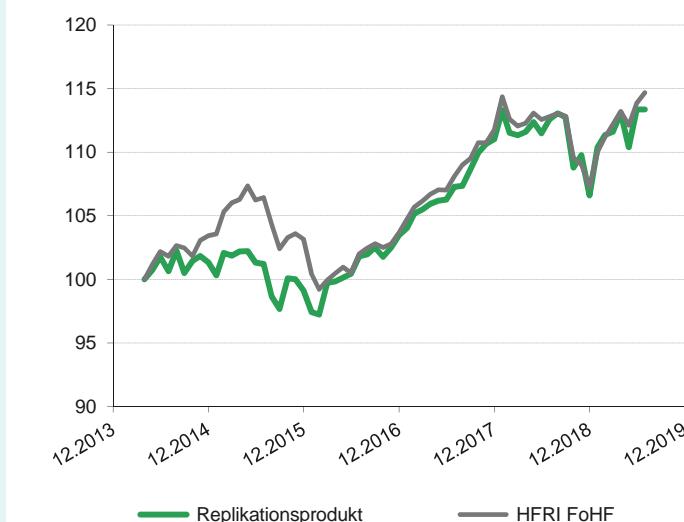
tens ist die Durchführung dieser Art von Replikation aus operativer Sicht höchst komplex – insbesondere dann, wenn das gesamte Hedgefondsuniversum repliziert werden muss.

### Replikation der Renditeverteilung

Diese Methode ist eher von theoretischem als von praktischem Interesse. Sie beweckt die Konstruktion eines Portfolios, dessen Renditeverteilung derjenigen der Hedgefonds gleicht. Folglich wird dieses Portfolio ein ähnliches Rendite-Risiko-Profil aufweisen wie die Hedgefonds, allerdings nur was den Durchschnitt für einen relativ langen Zeitraum (mehrere Jahre) angeht. Die periodischen Renditen (z. B. Monatsrenditen) können hingegen stark von denjenigen der Hedgefonds abweichen. Es erstaunt daher nicht, dass diese Methode, die im Übrigen wegen ihrer technischen Komplexität nicht einfach nachvollziehbar ist, ein kommerzieller Flop war.

### Faktorbasierter Ansatz

Bei diesem Ansatz wird anhand eines statistischen Modells von den Renditen, die die Hedgefonds und anderen Anlagekategorien in einem bestimmten Zeitraum erzielen,

**Grafik 3:**

Vergleich zwischen der Performance eines globalen Replikationsprodukts und der Performance eines von HFR zusammengestellten Dachhedgefondsindex

auf das Exposure der Hedgefonds in den fraglichen Anlagekategorien geschlossen. Der Replikationsfonds investiert gemäss den vom Modell geschätzten Gewichtungen in der Hoffnung, in der nächsten Periode eine ähnliche Performance zu erzielen wie die Hedgefonds.

Die einfachste Variante dieses Ansatzes verwendet ein sehr simples Regressionsmodell, nämlich die einfache Kleinstquadratmethode (OLS: Ordinary Least Squares). Dieser Ansatz hat jedoch einen grossen Nachteil. Er schätzt für den gesamten Zeitraum eine Art durchschnittliches Exposure (Beta). Nun ändert sich das Exposure der Hedgefonds jedoch häufig, innert weniger Monate kann es schon zu starken Veränderungen kommen. Das Ziel des Replikationsfonds besteht jedoch darin, ein Portfolio zu konstruieren, dessen Exposures mit den aktuellen Exposures der Hedgefonds vergleichbar sind. Die OLS-Methode stösst also rasch an ihre Grenzen.

Die Tragweite dieses Problems lässt sich indessen mit ausfeilerten Methoden reduzieren, so etwa mit der «Kalman-Filter» genannten Regressionsmethode.

Aufgrund ihrer unterschiedlichen Reaktivität berücksichtigen die verschiedenen

quantitativen Methoden neue Informationen nicht in gleicher Weise (vgl. Grafik 2). Nehmen wir zum Beispiel ein Portfolio, das aus einem einzigen Aktivum besteht,

im vorliegenden Fall dem S&P 500, dessen Gewicht mehrmals zuerst sukzessive von -100% auf +100% erhöht und dann wieder auf -100% gesenkt wird: Will man die Replikationsfähigkeit der verschiedenen Modelle testen, braucht man nur zu vergleichen, inwieweit es die unterschiedlichen Methoden erlauben, das Portfolioexposure im S&P 500 zu bestimmen. Aus dem Vergleich geht eindeutig hervor, dass das OLS-Modell unzureichend reaktiv ist. Der Kalman-Filter hingegen ergibt ein viel interessanteres Resultat. Er braucht nur einige Monate, der OLS-Algorithmus hingegen ein ganzes Jahr, um zu bestimmen, dass das Portfolio 2010 zu 75% im S&P 500 investiert war.

Fazit: Der Kalman-Filter dürfte aufgrund seiner stärkeren Reaktivität besser für die Replikation geeignet sein. Außerdem ergibt dieser Filter auch bei realistischeren Problemstellungen mit über zehn Anlageklassen probate Ergebnisse, nicht so die OLS-Regression.

Nachdem wir das Umfeld und die theoretischen Aspekte der Replikationstechniken in Bezug auf die Hedgefonds beleuchtet ha-



LES - ARTS - 150 x 150 cm

ben, stellt sich selbstverständlich die Frage, ob diese Produkte die gewünschten Ergebnisse erzielen können.

Vergleicht man die Performance eines globalen Replikationsprodukts, das reale und nicht etwa simulierte Performances generiert (grüne Kurve), mit der Performance des von HFR (Hedge Fund Research) zusammengestellten Dachhedgefondsindex HFRI FoHF über einen Zeitraum von sechs Jahren, so stellt man fest, dass dieses Replikationsprodukt die Performance eines repräsentativen Index des Hedgefondsuniversums besonders gut abbildet, obwohl es selbst keinen einzigen Hedgefonds hält.

### Eine an die Hedgefonds angelehnte Performance

Ein Hedgefondsreplikat soll die durchschnittliche Performance von Hedgefondsmanagern erzielen, also die Performance eines globalen Index oder einer Hedgefondsstrategie. Macht man eine Aussage über die erwartete Performance des Replikats, kommt dies einer Aussage über die erwartete Performance der Hedgefonds gleich.

Langfristig ist es möglich, eine alternative Risikoprämie anzupreisen, also die Überschussrendite der Hedgefonds gegenüber dem risikolosen Zinssatz. Gemäss den bisherigen Erfahrungswerten vor und nach der Finanzkrise liegt diese bei rund 3%. Wenn die Leitzinsen in den Industrieländern nahe dem Nullpunkt verharren, dann dürften die Hedgefonds kaum viel mehr als durchschnittlich 3 bis 4% rentieren. Sollten die Zinsen allerdings wieder steigen, würde auch die Performance der Hedgefonds entsprechend zulegen.

### Kostengünstigere Diversifikation

Die zu Beginn gestellte Frage, ob die von Maschinen ausgeführten Algorithmen das Talent der Hedgefondsmanager replizieren können, muss selbstverständlich verneint werden. Man kann hingegen heute belegen, dass die Renditen der Hedgefonds nicht ausschliesslich dem Talent ihrer Manager zuzuschreiben sind. Tatsächlich erklärt das Alpha der Hedgefonds nur einen (kleinen) Teil der Performance. So kann man neben der Vergü-



POPOL - MAC - ART - T - 140 x 120 cm

tung des Marktrisikos der Hedgefonds nunmehr zahlreiche alternative Risikoprämien identifizieren. Das Exposure gegenüber den entsprechenden Risikofaktoren kann relativ leicht auf systematische Weise von Computern konstruiert werden.

Bei einer Investition in einen Replikator oder einen ETF auf Hedgefonds kann man im Durchschnitt mit einer Performance rechnen, die leicht unter derjenigen der Hedgefonds liegt. Der Vorteil dieser Art von Anlagevehikel liegt in ihrer Transparenz, der guten Liquidität und den niedrigen Kosten. Tatsächlich erlauben es die äusserst geringen Verwaltungsgebühren dieser kostengünstigen alternativen Anlagen, einen Teil der Performance differenz zu kompensieren.

Im heutigen Umfeld, wo die privaten und institutionellen Investoren ihre Kosten so niedrig wie möglich halten müssen, sind diese

neuen Instrumente eine preiswerte Lösung für Performances, die der Durchschnittsrendite der Hedgefonds sehr nahe kommen. Wie bei den traditionellen Anlagekategorien haben die Anleger auch hier die Möglichkeit, einen Core-Satellite-Ansatz zu wählen und ihre in einen kostengünstigen Replikator getätigten Hauptinvestition durch einige teurere Nischenprodukte zu ergänzen. ■

# Wechselkursrisiken: sachkundig handeln



Von  
**Sabahudin Softic**  
 Prokurist,  
 CONINCO Explorers in finance AG  
[ssoftic@coninco.ch](mailto:ssoftic@coninco.ch)

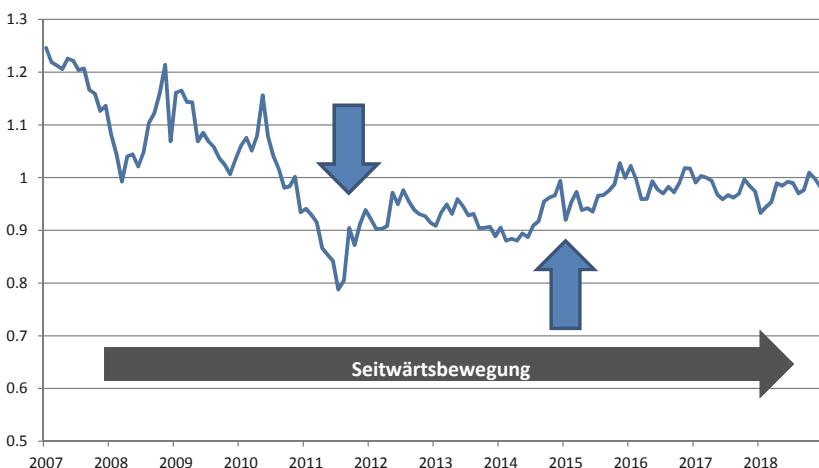
CONINCO Explorers in finance AG

**B**ei Investitionen im Ausland wird der Anleger selbstverständlich mit Währungsschwankungen konfrontiert. Dieses Risiko kommt zu dem jeder beliebigen Investition bereits innenwohnenden Risiko hinzu. Es stellt sich also die Frage, ob man dieses Risiko nicht durch eine Wechselkursabsicherung decken sollte.

## Der starke Schweizer Franken: Mythos oder Realität?

Schweizer Anleger sind in besonders hohem Maße von Währungseffekten betroffen, da es sich beim Schweizer Franken um eine starke Währung handelt, die anderen Devisen gegenüber – insbesondere dem US-Dollar – tendenziell an Wert gewinnt. Wie sich in folgender Grafik beobachten lässt, neigt der US-Dollar auf lange Sicht zu einem Wertverlust gegenüber dem Schweizer Franken. Für dieses Beispiel wurde der US-Dollar hinzugezogen, die gleiche Beobachtung könnte aber auch zwischen dem CHF und den meisten anderen Hauptwährungen gemacht werden (Abbildung 1).

Abbildung 2      **Dollar-Entwicklung in CHF**



Bei naiver Betrachtung der historischen Entwicklung des Franken und aufgrund der

Feststellung, dass die Schweizer Landeswährung langfristig an Wert gewinnt, scheint eine Wechselkursabsicherung bei Auslandinvestitionen auf den ersten Blick sinnvoll. Es gab allerdings auch längere Phasen, in denen der Franken weitgehend stabil geblieben ist. Konzentriert man sich beispielsweise auf die letzten zehn Jahre der Grafik, ergibt sich im Allgemeinen eine Seitwärtsentwicklung des Franken, obgleich sie von einer gewissen Volatilität begleitet wurde (Abbildung 2).

In diesem Zeitraum wurde die Entwicklung des Franken von zahlreichen Interventionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) beeinflusst, die äußerst aktiv gegen die Aufwertung der Schweizer Währung vorgegangen ist. Das markanteste Ereignis war die 2011 erfolgte Festlegung eines Mindestkurses gegenüber dem Euro.

Abbildung 1

**Dollar-Entwicklung in CHF**



Quelle: Bloomberg / CONINCO

Diese Kursuntergrenze gegenüber der wichtigsten Handelswährung der Schweiz trug auch dazu bei, den Franken gegenüber den meisten anderen Devisen, wie dem US-Dollar, zu stabilisieren. 2015 entschied die SNB zur allgemeinen Überraschung, den Mindestkurs aufzuheben und als Welt-Premiere einen negativen Leitzins von -0,75 % einzuführen.

## Kosten der Wechselkursabsicherung

Der grösste Teil der Hedging-Kosten wird durch die Zinsdifferenz zwischen zwei Devisen bestimmt. Im folgenden Beispiel wird auf die Differenz des 3-Monats-LIBOR zwischen dem US-Dollar und dem Schweizer Franken eingegangen (Abbildung 3).

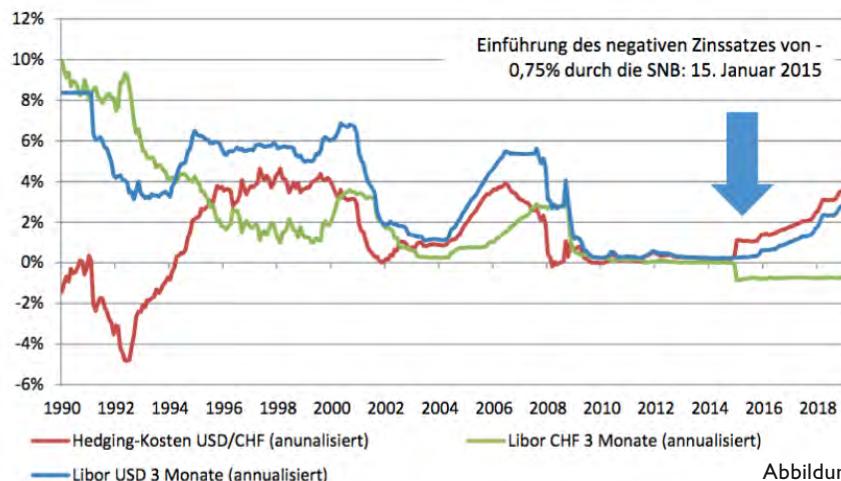


Abbildung 3

Seit 1994 waren die CHF-Zinssätze generell niedriger oder gleich wie die USD-Zinssätze. Daher sind die Hedging-Kosten im Analysezeitraum seit 1994 kostenneutral oder positiv. Seit der Einführung eines negativen Leitzinses durch die SNB am 15. Januar 2015 sind diese Kosten erheblich gestiegen. Ende 2018 betrugen sie etwa 3,5 % und lagen hiermit aber immer noch unter dem in den 1990er-Jahren erreichten Niveau. Damit die Wechselkursabsicherung USD/CHF eine positive Performance aufweist, müsste der US-Dollar während eines Jahres gegenüber dem Schweizer Franken um mehr als 3,5 % sinken.

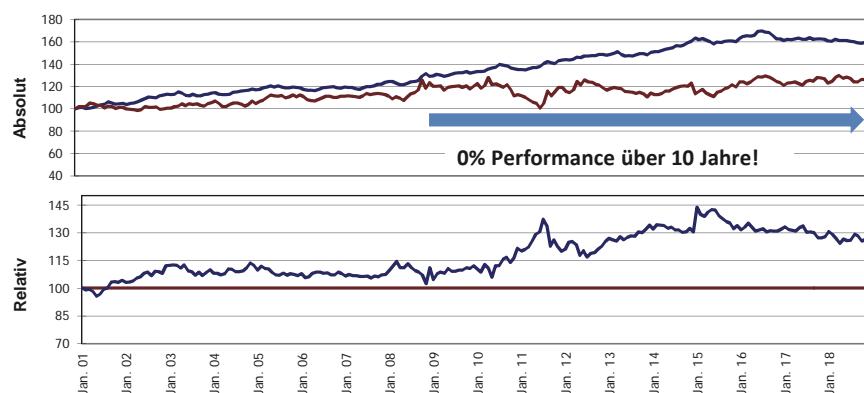
## Historische Vergleiche

Nachfolgend wird anhand des FTSE World Government Bond Index die Performance von gehedgten ausländischen Obligationen

### Vergleichende Analyse: FTSE World Government Bonds - in CHF abgesichert / Abbildung 4

Zeitraum: Februar 2001 - Dezember 2018

	FTSE World Government Bond Index	FTSE World Government Bonds - in CHF abgesichert
<b>Vergleich des historischen Daten</b>		
Gesamtperformance	27.39%	61.28%
Annualisierte Performance	1.4%	2.7%
Annualisierte Volatilität	7.46%	2.93%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.18	0.92



\* Mithilfe des Sharpe-Quotienten (bzw. der Sharpe-Ratio) kann die Überrendite pro Einheit des übernommenen Risikos gemessen werden (Risikoprämie dividiert durch Volatilität). Sie gibt Auskunft darüber, ob das zusätzlich eingegangene Risiko genügend entlohnt wird.

Euro-Mindestkurs einführte, betrachtet (Abbildung 5).

Es stellt sich heraus, dass sich das Hedging in diesem Zeitraum negativ auf die Performance auswirkte. Im Gegenzug wurde die Volatilität erneut deutlich von 8,01 % auf 2,80 % gesenkt. Die Sharpe-Ratio verbesserte sich ein weiteres Mal (0,68 vs. 0,33).

Danach werden anhand des MSCI World Net Index die gleichen Vergleiche für internationale Aktien durchgeführt (Abbildung 6).

Es geht daraus hervor, dass im Grossen und Ganzen das Gleiche gilt wie für ausländische Obligationen. Jedoch sinkt die Volatilität durch die Wechselkursabsicherung deutlich weniger, bzw. fast gar nicht. Man sieht sogar, dass der Sharpe-Quotient der gehedgten Aktien in CHF von September 2011 bis Dezember 2018 niedriger ist (0,79 vs. 1,03) (Abbildung 7).

## Herausforderungen für eine Pensionskasse

Nachfolgend wird am Beispiel der fiktiven Pensionskasse «ABC» mit den unten genannten Kennzahlen auf die Herausforderungen der Wechselkursabsicherung für Pensionskassen eingegangen.

Verwaltetes Vermögen: CHF 500'000'000.–

Deckungsgrad: 115 %

Kosten der Verbindlichkeiten: 1,8 %

### Strategische Allokation (SA):

Obligationen Schweiz: 35 %

Obligationen im Fremdwährungen: 35 %

Aktien Schweiz: 15 %

Aktien weltweit: 15 %

Zielrendite: 1,89 %<sup>1</sup>

Auf der Grundlage der vorhergehenden Feststellungen verwundert es nicht, dass die Performance der «ABC»-Kasse auf lange Sicht bei einer Wechselkursabsicherung besser und weniger volatil gewesen wäre. Auch die Sharpe-Ratio hätte sich deutlich verbessert (0,80 vs. 0,47) (Abbildung 8).



<sup>1</sup> Quelle: CONINCO Explorers in finance AG per 31. Dezember 2018

## Vergleichende Analyse: FTSE World Government Bonds - in CHF abgesichert

Zeitraum : September 2011 - Dezember 2018

	FTSE World Government Bond Index	FTSE World Government Bonds - in CHF abgesichert
<b>Vergleich des historischen Daten</b>		
Gesamtperformance	21.41%	14.77%
Annualisierte Performance	2.7%	1.9%
Annualisierte Volatilität	8.01%	2.80%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.33	0.68

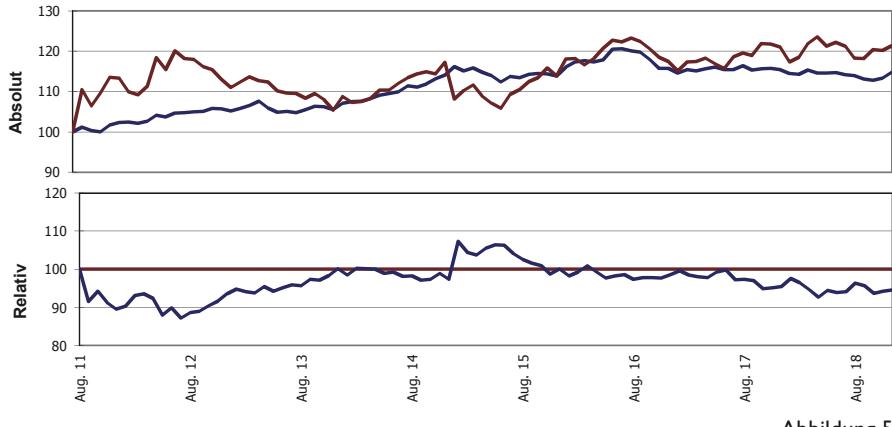


Abbildung 5



## Vergleichende Analyse: MSCI World Net - in CHF abgesichert

Zeitraum : Februar 2001 - Dezember 2018

	MSCI World Net	MSCI World Net - in CHF abgesichert
<b>Vergleich des historischen Daten</b>		
Gesamtperformance	27.77%	54.40%
Annualisierte Performance	1.4%	2.5%
Annualisierte Volatilität	15.52%	13.78%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.09	0.18



Abbildung 6

Wie aus dem vorhergehenden Vergleich von ausländischen Aktien und Obligationen hervorging, sind dennoch auch Zeiträume zu verzeichnen, in denen die Wechselkursabsicherung die Performance belastet. In den gewählten Zeiträumen ergab sich

hingegen meistens eine Reduktion der Volatilität.

Diese Risikoreduzierung durch Abnahme der Volatilität ist für Pensionskassen besonders interessant. Tatsächlich haben sich die

2016 - 150 x 150 cm - Detail

meisten Schweizer Pensionskassen wegen prudensieller Gründe und aufgrund rechtlicher Verpflichtungen Ziele bezüglich Wert schwankungsreserven (WSR) gesetzt. Eine der Methoden zur Berechnung der WSR\* berücksichtigt folgende Elemente:

- Kosten der Verbindlichkeiten
- Zielrendite der Allokation
- Beobachtete historische Volatilität

Nachfolgend kann beobachtet werden, dass es aufgrund der durch Hedging erzielten Volatilitätsreduktion möglich ist, den Bedarf an WSR zu verringern. (Abbildungen 9 und 10).

\*Mithilfe des Sharpe-Quotienten (bzw. der Sharpe-Ratio) kann die Überrendite pro Einheit des übernommenen Risikos gemessen werden (Risikoprämie dividiert durch Volatilität). Sie gibt Auskunft darüber, ob das zusätzlich eingegangene Risiko genügend entlohnt wird.

Die «ABC»-Pensionskasse kann somit ihren WSR-Bedarf senken, der bei einem Konfidenzniveau von 99,7 % von etwa 18 % (CHF 78 400 000) auf rund 16 % (CHF 69 600 000) verringert würde.

Langfristig kann das mit verschiedenen Vorteilen verbunden sein. Bei vergleichbarer Volatilität können beispielsweise mehr Ausschüttungen auf die Konten der Versicherten vorgenommen oder die Aktiengewichtung und somit die Renditeerwartungen erhöht werden.

## Zusammenfassung

Die Entscheidung zu einer Wechselkursabsicherung hängt von der Situation und den Zielen jedes Anlegers ab. Da gemäss den betrachteten Zeiträumen nicht systematisch mit einer Steigerung der Performance gerechnet werden kann, ist es von beschränktem Interesse, bestimmte, sehr volatile Anlageklassen wie Aktien gegen Wechselkursrisiken abzusichern (leichte Abnahme der Volatilität). Demgegenüber kann die Wechselkursabsicherung bei Obligationen oder einigen alternativen Anlagen mit geringer Volatilität von erheblichem Vorteil sein und somit zu einer generellen Reduzierung des Risikos für das Anlagevermögen beitragen. ■

\*Diese Methode wird von CONINCO Explorers in finance AG eingesetzt.

### Wertschwankungsreserven (WSR) - ohne Hedging

Konfidenzniveau:	68.3%	95.5%	99.7%
Untere Grenze des Konfidenzintervalls:	-3.38%	-8.67%	-13.74%
Notwendige Wertschwankungsreserven in %:	5.36%	11.46%	18.01%
Notwendige Wertschwankungsreserven in CHF:	23'400'000	49'900'000	78'400'000
Schätzung der theoretisch verfügbaren Wertschwankungsreserve zum Stichtag:	65'200'000		
Zusätzlicher Bedarf im Vergleich zur Soll-Wertschwankungsreserve:	Schwelle erreicht	Schwelle erreicht	13'200'000

Abbildung 9

### Wertschwankungsreserven (WSR) - mit Hedging

Konfidenzniveau:	68.3%	95.5%	99.7%
Untere Grenze des Konfidenzintervalls:	-2.87%	-7.65%	-12.23%
Notwendige Wertschwankungsreserven in %:	4.81%	10.23%	15.99%
Notwendige Wertschwankungsreserven in CHF:	21'000'000	44'500'000	69'600'000
Schätzung der theoretisch verfügbaren Wertschwankungsreserve zum Stichtag:	65'200'000		
Zusätzlicher Bedarf im Vergleich zur Soll-Wertschwankungsreserve:	Schwelle erreicht	Schwelle erreicht	4'400'000

Abbildung 10

### Vergleichende Analyse: MSCI World Net - in CHF abgesichert

Abbildung 7

Zeitraum: September 2011 - Dezember 2018

MSCI World Net		MSCI World Net - in CHF abgesichert
<b>Vergleich des historischen Daten</b>		
<b>Gesamtperformance</b>	120.23%	81.61%
<b>Annualisierte Performance</b>	11.4%	8.5%
<b>Annualisierte Volatilität</b>	11.00%	10.72%
<b>Sharpe Ratio (rf = 0%)</b>	1.03	0.79



### Vergleichende Analyse: AS ABC - in CHF abgesichert

Abbildung 8

Zeitraum : Februar 2001 - Dezember 2018

AS ABC		AS ABC - in CHF abgesichert
<b>Vergleich des historischen Daten</b>		
<b>Gesamtperformance</b>	55.94%	72.67%
<b>Annualisierte Performance</b>	2.5%	3.1%
<b>Annualisierte Volatilität</b>	5.38%	3.85%
<b>Sharpe Ratio (rf = 0%)</b>	0.47	0.80



Abbildung 9

### Wertschwankungsreserven (WSR) - mit Hedging

Konfidenzniveau:	68.3%	95.5%	99.7%
Untere Grenze des Konfidenzintervalls:	-2.87%	-7.65%	-12.23%
Notwendige Wertschwankungsreserven in %:	4.81%	10.23%	15.99%
Notwendige Wertschwankungsreserven in CHF:	21'000'000	44'500'000	69'600'000
Schätzung der theoretisch verfügbaren Wertschwankungsreserve zum Stichtag:	65'200'000		
Zusätzlicher Bedarf im Vergleich zur Soll-Wertschwankungsreserve:	Schwelle erreicht	Schwelle erreicht	4'400'000

Abbildung 10

# Infrastruktatkredite vs. Anleihen



Von

Jean-Francis Dusch

Global Head of Infrastructure  
& Structured Finance/ CIO Infrastructure Debt  
bei Edmond de Rothschild Asset Management  
[jf.dusch@edr.com](mailto:jf.dusch@edr.com)

Edmond de Rothschild Asset Management

## Infrastruktatkredite: eine Anlageklasse im Kredituniversum, die an Bedeutung hinzugewinnt

**Seit nunmehr 2013 rücken die Infrastruktatkredite stärker in den Vordergrund, insbesondere in Europa. Die Anlageklasse „Infrastruktur“ hegte zunächst bei institutionellen oder privaten Anlegern ein reges Interesse über Private-Equity-Infrastruktur-Strategien. Es scheint nun jedoch, als seien die Verwalter, die die Anlage in diese Infrastruktur-Vermögenswerte anbieten (nun jedoch durch Infrastruktatkredite), auf Erfolgskurs.**

Diese Zuflüsse sind für die private Finanzierung der Entwicklungs- und Modernisierungsprojekte der weltweiten Infrastruktur,

und insbesondere in Europa, unabdingbar. Denn hier sprechen wir von Investitionen in Höhe von Trillionen Euro lediglich für

FREEDOM OF EXPRESSION - 116 x 180 cm (Detail)



das kommende Jahrzehnt in Sektoren wie Energie, Transport, soziale Infrastrukturen, Telekommunikation und Versorgungseinrichtungen. Diese Anlageklasse stellt also ein eigenes Segment der sogenannten Kreditprodukte dar.

Hierzu sollte erwähnt werden, dass es sich bei Kreditinstrumenten um ein sehr breit gefächertes Anlageuniversum handelt, mit Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Immobilienanleihen oder auch LBO. Es ist jedoch nicht so einfach, die Anlageinstrumente untereinander zu vergleichen / zu bewerten.

Es scheint jedoch, als zählen die Anleihen, insbesondere Staats- oder Unternehmensanleihen, zu den Anlageinstrumenten, die die Anleger am häufigsten gegen Infrastruktatkredite austauschen.

Durch welche Parameter unterscheiden sich jedoch Infrastruktatkredite im Vergleich zu klassischeren Anleihenprodukten und warum bauen die Anleger, insbesondere die institutionellen (sowohl Versicherungen als auch Rentenfonds), immer umfassendere Positionen in diese neue Strategie auf?

## Sachwerte, ESG-Aspekte

Infrastruktatkredite zählen zu den sogenannten Sachwerten. Bei diesen Vermögenswerten ist die Kredite-Komponente sogar das wichtigste Element, da sie die Anleger anzieht. Viele von ihnen schätzen nämlich besonders, dass die Infrastruktatkredite einen greifbaren, konkreten Basiswert finanzieren, der zumeist eine umfassende soziale Dimension aufweist (Schaffung von Arbeitsplätzen, bessere Lebensbedingungen usw.).

Die Dimension der Gemeinnützigkeit, die einem Infrastruktur-Vermögenswert zugrunde liegt, ist ebenfalls ein positiv hervorhebender Faktor. Wenn man beispielsweise in Europa Infrastrukturen finanziert, ermöglicht man hierdurch: die Energiewende durch insbesondere erneuerbare Energien und Projekte in Verbindung mit sauberen Fahrzeugen; die Umsetzung der von der Europäischen Union in Auftrag gegebenen Transeuropäischen

Transportnetze; die Umsetzung von sozialen Infrastrukturen in insbesondere den Bereichen der Gesundheit und der Bildung; die Entwicklung wichtiger Telekommunikationsinfrastrukturen, wie der Zugang zu Hochgeschwindigkeitsinternet, der für die Datenübertragung sowohl in den Städten als auch auf dem Land von wesentlicher Bedeutung sein kann ; oder die Renovierung von Versorgungseinrichtungen. Die ESG-Aspekte sowie jene der verantwortlichen Anlagen, die sich hieraus ergeben, sind nicht mehr lediglich eine Modeerscheinung, sondern wirkliche Anlage-überzeugungen. Die hier engagierten Anleger möchten mit ihren Anlagen die Welt retten und der Bevölkerung ihr anhaltendes Wachstum, ihr Leben und ihre Bauvorhaben auf nachhaltige Weise ermöglichen. Es ist zu einer wahren Erkenntnis gekommen und wie dies bereits zuvor erwähnt wurde, sprechen wir mittlerweile von riesigen Summen.

Der Großteil der Infrastrukturprojekte wird nun durch Kredite finanziert (generell zwischen 60 % und 90 % der Gesamtkosten des Projekts). Wenn wir uns nun wieder den ESG-Aspekten zuwenden, ist zu beobachten, dass die Anleger bei der Auswahl der Vermögensverwalter für Infrastrukturkredite die Reporting-Qualität sehr genau bewerten.

Kann man hieraus nun folgern, dass die Attraktivität der Infrastrukturkredite im Vergleich zu gewöhnlichen Anleihen alleine darauf beruht, dass es sich um Sachwerte handelt, die ESG-Kriterien (im breiten Sinne) berücksichtigen?

Dies wäre wohl etwas zu vereinfachend. Nachfolgend haben wir einige Merkmale aufgeführt, die für Infrastrukturkredite sprechen.

## Anlagemerkmale zugunsten von institutionellen Anlegern

Vermögenswerte mit langer Laufzeit, wie bei Staatsanleihen, jedoch mit einer Tilgung des Hauptbetrags im Laufe der Zeit (wobei das Engagement und somit das Risiko verringert wird), im Vergleich zu einer Rückzahlung bei Fälligkeit (was zur Beibehaltung des Engagements bis zur Fälligkeit der Anleihe

führt, mit einem potenziellen Rückzahlungs-/ Refinanzierungsrisiko).

Eine Prognosesicherheit in Bezug auf den Cashflow (und Ausschüttungen an die Anleger), die auf häufig vertraglich festgelegten Ertragsflüssen beruht (mit einer Gegenpartei, bei der es sich um ein Unternehmen / eine öffentliche Person handelt, oder eine Einspeisevergütung) und während der Dauer des zugrunde liegenden Kredite Instruments gilt. Es handelt sich hier um ein sehr günstiges Element, wenn man langfristige Verbindlichkeitenforderungen besichern möchte.

Es gibt zahlreiche Sicherheiten (Pfandrecht an den Anteilen des Projekts, dingliche Rechte auf die Vermögenswerte, erstrangige Rechte auf die vertraglichen Entschädigungen, Garantien auf erste Anforderung usw.), die zumeist den gesamten Nennwert des Infrastrukturkredite-Instruments abdecken können. In Anbetracht des Risikoprofils kann man in gewissem Maße vorrangige Infrastrukturkredite (die eine statistisch sehr niedrige Ausfallquote aufweisen) mit Staatsanleihen mit Investment Grade-Rating vergleichen, wobei die Kreditspreads jedoch in Euro mehr als 200 Bp. betragen können (und bei den längsten Laufzeiten kann der Zinssatz nach Abzug sämtlicher Kosten über 3 % betragen).

Diese Renditen sind dann mit den aktuell historisch niedrigen (oder sogar negativen) Renditen der Staatsanleihen zu vergleichen. Hier sollte ferner angemerkt werden, dass diese Spreads für Infrastrukturkredite nicht unbedingt das von den Anlegern eingegangene Risiko widerspiegeln, sondern eher (i) die Komplexität der Transaktionen, in die der Verwalter investiert, (ii) die Illiquidität dieser Anlageklasse und manchmal (iii) die Ineffizienz dieses Marktes, wo die Nachfrage nach Darlehen das Marktangebot übersteigt.

Darüber hinaus kann ein Portfolio mit Infrastrukturkredite, das von einem erfahrenen Verwalter, der sich auf mehrere Sektoren / Länder konzentriert, intelligent aufgebaut wird, auch vor der Volatilität gesamtirtschaftlicher oder politischer Faktoren geschützt sein oder sogar von dieser Volatilität dekorreliert. So konnte man bei umfassenden Wirtschaftskrisen, die die Welt trafen,

beobachten, dass die Infrastrukturkredite recht widerstandsfähig blieben und nicht umgehend die Folgen zu spüren bekamen (beispielsweise bei der Subprimes-Krise im Jahr 2008). Man konnte sogar feststellen, dass die Infrastrukturbranche bei einer weltweiten Krise eine negative Korrelation zu den anderen Anlageklassen aufweist (da sie sehr häufig prioritär von Konjunkturpaketen der Regierungen profitiert).

Schließlich sollte angemerkt werden, dass Infrastrukturkredite (mit externem oder internem Rating) weitaus weniger ihren Preis-/Wertschwankungen aufgrund einer Änderung ihres Ratings ausgesetzt sind. Einerseits beruht dies darauf, dass das Projektrisiko auf Daten / einem Umfeld basiert, die schon beim Abschluss bekannt und streng geregelt sind; ihr Rating ändern sich deshalb nur in seltenen Fällen. Andererseits, wie zuvor behandelt, besteht bei dieser Anlageklasse keine genaue Korrelation zwischen Rendite und Risiko.

## Sehr diversifizierter Portfolioaufbau, der nicht nur auf der guten Finanzlage eines Unternehmens oder Landes beruht

Infrastrukturkredite gehen jedoch über lediglich ein paar Sektoren und Instrumente des Typs „vorrangige Anleihen“ hinaus und bieten somit eine umfassende Risikostreuung.

Neben der Möglichkeit, in zahlreiche Länder und Branchen (Energie, Telekommunikation, Transport- und Sozialinfrastrukturen, öffentliche Versorgungseinrichtungen) zu investieren, kann ein Vermögensverwalter auch unterschiedliche Diversifizierungen seiner Anlagen vornehmen; hier gibt es zahlreiche Möglichkeiten.

Eine Anlage in Energie geschieht beispielsweise über Solarenergie, Windkraft, Biomasse, Batterien, Übertragungsnetze oder die Fernwärmennetze. In den Untersektoren der Solarenergie wiederum kann man in verschiedene Technologien wie CSP oder Photovoltaik investieren. In einer gewissen Technologie sollte man ferner sein Engagement auf mehrere Ausrüster verteilen.



ZEN - IT - TUDE - 100 cm X 100 cm

Die Qualität der Off-taker (Käufer) und die verschiedenen Vorschriften für Einspeisevergütungen können ebenfalls eine zusätzliche Streuung des Risikos bieten. Man könnte gleichfalls die vom Telekommunikationssektor angebotenen Möglichkeiten aufzählen: Funktürme, Glasfasernetze, mobile Netzwerke, Data Centre, direkt durch die Nutzer oder über mehrere mit soliden Unternehmensgegenparteien generierte Einnahmen usw.

Aber die Diversifizierung beschränkt sich nicht nur hierauf: Man kann in Greenfield-(im Bau befindliche – Projektfinanzierung), Brownfield-Vermögenswerte (im Betrieb befindliche – Refinanzierung) investieren sowie den Erwerb reifer Vermögenswerte oder von Portfolios mit im Betrieb befindlichen Projekten finanzieren.

Somit kann ein Vermögensverwalter für Infrastruktatkredite auch mit einem Portfolio, das lediglich zehn bis fünfzehn Vermögenswerte aufweist, eine hohe Diversifizierung erlangen und seine Anleger vor systemischen Risiken schützen. Man kann ebenfalls

hinzufügen, dass Infrastruktatkredite fest aber auch variabel verzinslich sind. Somit kann die Zinssensitivität verringert werden, was den Aufbau eines Portfolios ermöglicht, das dem diesbezüglichen Risikoprofil der Anleger entspricht.

Schließlich ist es über nachrangige Infrastruktatkredite (bei denen die Renditen nach Abzug sämtlicher Kosten in Euro zwischen 4 % und 8 % betragen können) für einen Anleger möglich, ebenfalls die Richtung der erwarteten Rendite zu bestimmen. Dies wird sich natürlich auf das Risikoprofil auswirken, jedoch nicht durch Aufnahme von Junk bonds oder Distressed debt in das Portfolio, da die höhere Rendite von nachrangigen Infrastruktatkredite beispielsweise auf niedrigere Sicherheiten oder einen niedrigeren Rang in der Cashflow-Abfolge zurückzuführen ist, jedoch nicht die inhärente

Qualität des Basiswerts gefährdet.

## Fazit:

Bei Infrastruktatkredite handelt es sich also um eine greifbare, konkrete Anlage, die auch Aspekte verantwortlicher Anlagen berücksichtigt. Die zugrunde liegenden Kredite sind in einem gewissen Rahmen stärker strukturiert und komplexer als Staatsanleihen. Man könnte es mit folgendem Vergleich versuchen: Infrastruktatkredite bieten eine ähnliche Sicherheit wie Staatsanleihen mit gleichwertigen oder sogar attraktiveren Kreditspreads als Unternehmensanleihen mit gleichwertigem Rating, wobei sie ein ganzes Anlageuniversum aus Überzeugungen und Verpflichtungen, eine hohe Diversifizierung sowie einen natürlichen Schutz gegen systemische gesamtwirtschaftliche Risiken bieten. ■

## Real Estate

# Fünf Erwägungen für Investoren, die in globale Immobilienanlagen investieren



Von Sébastien Daguenet  
Director Client Portfolio Management  
Invesco Real Estate  
[sebastien.daguenet@invesco.com](mailto:sbastien.daguenet@invesco.com)

**Invesco Real Estate**

Die meisten institutionellen Investoren kennen die Vorteile einer Anlage in Immobilien. Dank ihrer generell geringen Korrelation zu anderen Anlageklassen können Immobilienanlagen die Portfoliodiversifikation nennenswert verbessern. Immobilien haben in der Vergangenheit über verschiedene Marktzyklen hinweg eine sehr gute relative Wertentwicklung im Vergleich zu anderen Anlageklassen verzeichnet. Mit ihren relativ stabilen regelmäßigen Erträgen könnten Immobilienanlagen eine attraktive Alternative zu traditionellen Zinsinstrumenten sein.

In der Vergangenheit haben institutionelle Immobilienanleger vor allem in ihren Heimatmärkten angelegt. Inzwischen engagieren sich viele von ihnen aber auch zunehmend außerhalb dieser Märkte und sogar weltweit. Grund dafür ist die zunehmende Erkenntnis, dass globale Immobilienanlagen die Diversifikation verbessern, das Risiko mindern und sogar höhere Erträge ermöglichen können.

Für US-amerikanische Investoren dürften zudem die Bewertungen von Core-Immobilien in anderen Teilen der Welt eine Rolle spielen, vor allem in der aktuellen Phase des Immobilienzyklus. Zugegebenermaßen kann die Bewertung des globalen Immobilienmarktes und der verschiedenen möglichen Anlageansätze Investoren vor große Herausforderungen stellen. Zu den Faktoren, die es vor der Allokation zu berücksichtigen gilt, gehören die Auswirkungen von Wechselkurseffekten und ausländischen Steuergesetzen, aber auch die eigenen Ressourcen und Kompetenzen.

Generell verfügen nur die größten Pensionsfonds über die nötigen Ressourcen und Kompetenzen, um ein globales Direktimmobilien-Portfolio zusammenzustellen. Vielen kleineren institutionellen Investoren fehlt es dagegen an der erforderlichen Expertise oder den Ressourcen, um ein solches Portfolio zu managen.

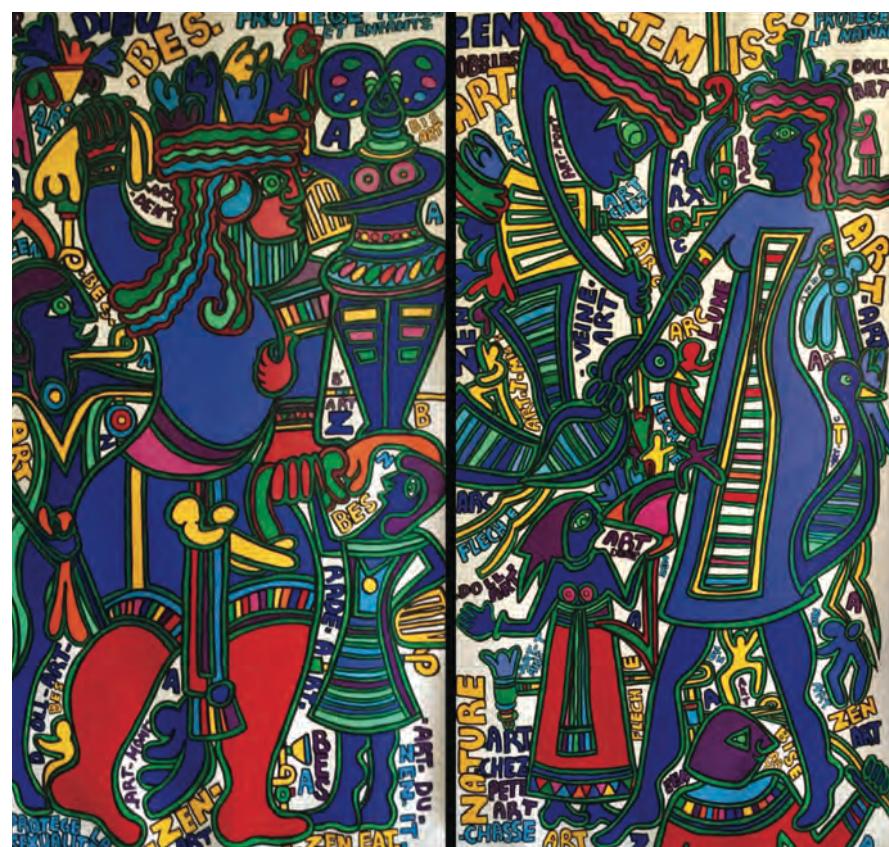
Für börsennotierte Immobilienanlagen gibt es seit langem globale Investmentlösungen. Börsennotierte und nicht börsennotierte Immobilienanlagen weisen gewöhnlich lang-

fristig ähnliche Renditemerkmale, kurzfristig aber unterschiedliche Eigenschaften auf. Börsennotierte Immobilienanlagen bieten börsentägliche Liquidität und unterliegen damit größeren Wertschwankungen, während nicht börsennotierte Immobilienanlagen nur eine periodische Liquidität aufweisen und daher unter normalen Marktgegebenheiten tendenziell wertstabil sind. Über offene Fonds mit relativ niedrigen Mindestanlagesummen haben Anleger zum Glück seit einiger Zeit besseren Zugang zu nicht börsennotierten globalen Core-Immobilienanlagen.

## 1. Zugänglichkeit

Nicht börsennotierte Fonds sind nichts Neues, wurden bislang aber vorwiegend für Strategien mit sehr hohem Risiko oder managementintensive Aktivitäten genutzt. Überregionale offene Core-Fonds sind noch nicht lange am Markt, verwalteten inzwischen aber ein Anlagevermögen von insgesamt 484 Milliarden US-Dollar (Quelle: MSCI Global Quarterly Property Fund Index, Stand Q4 2018).

Das Wachstum dieses Segments eröffnet neue Möglichkeiten für kleinere und mittelgroße institutionelle Investoren, in interna-



BES - 130 x 162 cm

tionale Immobilienstrategien zu investieren. So kann jetzt auch mit einem relativ kleinen Investment in globale Immobilien eine bedeutende Diversifikation und Volatilitätsminderung erzielt werden. Die zunehmende weltweite Verfügbarkeit entsprechender Produkte eröffnet Pensionsplänen aller Größenordnungen vielfältige Möglichkeiten, über eine Single-Manager-Lösung in nicht börsennotierte globale Core-Immobilien zu investieren.

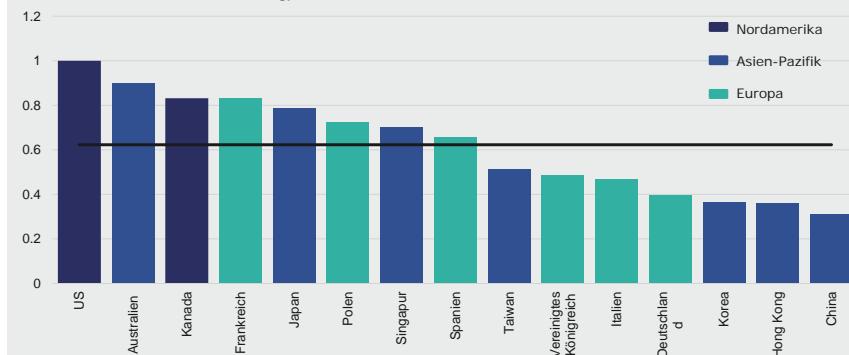
## 2. Diversifikationsvorteile

**Immobilien sind eine von Natur aus lokale Anlageklasse.**

Dadurch kann ein Engagement außerhalb des Heimatmarktes beträchtliche Diversifikationsvorteile mit sich bringen. Die Mieter nachfrage hängt weitgehend von lokalen wirtschaftlichen Entwicklungen ab und die weltweit nicht synchron verlaufenden Konjunkturzyklen haben dazu geführt, dass die Renditen aus Immobilienanlagen in verschiedenen Märkten in der Vergangenheit nur begrenzt miteinander korreliert waren.

In der historischen Betrachtung sind die Erträge aus Immobilienanlagen in verschiedenen globalen Märkten in unterschiedlichem Maße miteinander korreliert. Dass der US-amerikanische Markt eine hohe Korrelation mit dem australischen und dem kanadischen Markt aufweist, ist vielleicht keine Überraschung. Die Erträge aus mehreren asiatischen und europäischen Märkten wie Großbritannien, Deutschland, Südkorea und China sind aber in der Regel deutlich weniger stark mit den Erträgen aus US-

Abbildung 1: Korrelationskoeffizient der Gesamtrenditen nicht gehebelter Immobilien mit den USA (2007-2018 \*, alle Immobilienarten, lokale Währung)



Anmerkung: Die Korrelationskoeffizienten basieren auf Daten aus zwölf Jahren (2007-2018), sofern verfügbar. Für China, Hongkong, Japan, Korea und Singapur basieren die Korrelationskoeffizienten auf Daten aus elf Jahren (2007-2017), basierend auf der Verfügbarkeit der Daten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Korea = Südkorea.

Quelle: Invesco Real Estate mit Daten von MSCI und NCREIF vom April 2019.

Immobilien korrelieren. Dadurch können sich Diversifikationsvorteile für Investoren mit Domizil USA eröffnen. (Abbildung 1)

## 3. Bewertung

In vielen Märkten hat sich das Marktfeld für Immobilien seit der globalen Finanzkrise deutlich verbessert und der Trend scheint auch weiter aufwärts zu zeigen. Durch die Attraktivität von Immobilien in diesem Zyklus sind die Bewertungen von Core-Immobilien gestiegen und erscheinen jetzt in der absoluten Betrachtung hoch. Anders als andere Anlageklassen — vor allem Staatsanleihen mit langen Laufzeiten — scheinen die Immobilienbewertungen in der relativen Betrachtung aber generell immer noch innerhalb oder sogar unter der normalen Spanne zu liegen. (Abbildung 2)

Dies spiegelt sich auch in der aktuellen Differenz (dem Spread) zwischen Staatsanleihen

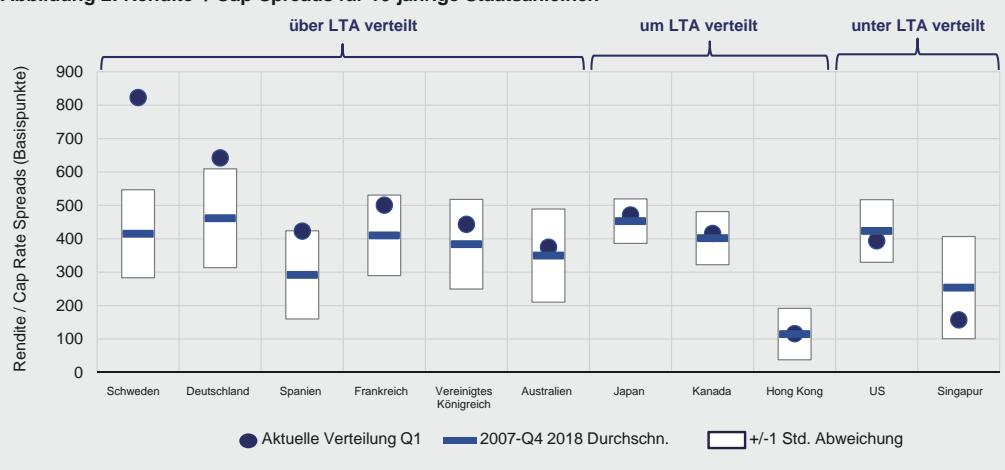
und Immobilienrenditen/Cap Rates wider, der Ertragsrendite von Immobilien. Der Cap Rate Spread gegenüber Staatsanleihen ist eine geläufige Kennzahl, die herangezogen wird, um die Bewertung von Immobilien mit der anderer Anlageklassen zu vergleichen. In vielen Ländern bewegen sich die Renditepreads zwischen Immobilien und zehnjährigen Staatsanleihen im normalen Bereich.

In den USA, wo die Cap Rates deutlich unter die historische Norm gesunken sind, liegen die Spreads unter ihrem langfristigen Durchschnitt, so dass US-Immobilien vergleichsweise weniger attraktiv bepreist erscheinen. In Europa dagegen, wo die langfristigen Staatsanleiherenditen sehr niedrig sind, erscheinen die relativen Bewertungen günstiger. In einigen Fällen wie Deutschland liegen die Spreads mehr als eine ganze Standardabweichung über ihrem langfristigen Durchschnitt. In großen Teilen von Asien-Pazifik bewegen sie sich dagegen auf oder nahe an ihrem historischen Durchschnitt. Angesichts der dortigen Aussicht auf ein anhaltendes Mietwachstum erscheint das regionale Bewertungsniveau fair.

## 4. Volatilitätsminderung

Eine Allokation in globale Immobilien kann auch helfen, die Wert Schwankungen eines über mehrere Anlageklassen diversifizierten Portfolios zu mindern, was zum Teil auf den Prozess zur Wertermittlung des Portfolios zurückzuführen ist. Da Wertermittlungen auf historischen Transaktionen

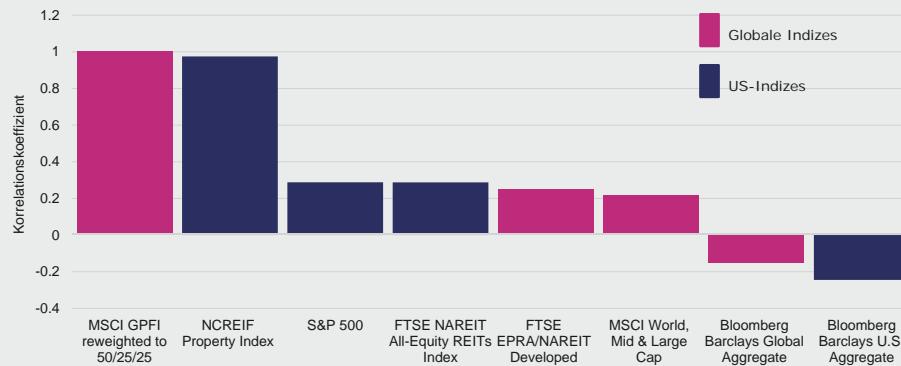
Abbildung 2: Rendite- / Cap-Spreads für 10-jährige Staatsanleihen



Hinweis: Der aktuelle Spread berechnet sich aus dem Spread zwischen dem Cap-Satz für das vierte Quartal 2018 und dem 10-jährigen Bond-Satz für den 8. April 2019. Die Länder werden von links nach rechts nach dem Abstand zwischen dem aktuellen Spread-Wert und dem langfristigen Durchschnitt (Long Term Average, LTA) geordnet. Die Spreads bei LTA liegen innerhalb von +/- 25 Basispunkten von LTA.

Quelle: Invesco Real Estate mit Daten von Real Capital Analytics und Macrobond vom April 2019

**Abbildung 3: Total Return Korrelationen des angepassten MSCI Global Property Fund Index mit anderen Sektoren  
(1. Quartal 2008 - 4. Quartal 2018, lokale Währungen)**



Hinweis: Die Korrelationen wurden unter Verwendung des längsten verfügbaren gemeinsamen Zeitraums von Q1 2008 bis Q4 2018 berechnet. Der benutzerdefinierte Index basiert auf dem MSCI Global Quarterly Property Fund Index (GPFI), der zu 50% in Nordamerika, 25% in Europa und 25% im asiatisch-pazifischen Raum gewichtet ist als Vertreter eines globalen Immobilienportfolios aus der Sicht eines US-amerikanischen Investors. Der GPFI ist ein beratender Index von 101 kapitalgewichteten offenen, vierteljährlich bewerteten direkten Immobilien-Kennfonds aus der ganzen Welt.

Quelle: Invesco Real Estate unter Verwendung von Daten von MSCI, Bloomberg Barclays und Macrobond ab April 2019.

am Markt basieren, kann es passieren, dass sich Änderungen des Marktwerts einer Immobilie erst mit zeitlicher Verzögerung im ermittelten Wert der Immobilie niederschlagen. Dadurch sind außerbörsliche Direktimmobilien-Anlagen im Zeitverlauf tendenziell wertstabilier.

Eine Allokation in nicht börsennotierte globale Immobilien kann helfen, die Volatilität des Portfolios zu mindern, da Immobilien generell weniger stark mit traditionellen Anlageklassen korreliert sind. (**Abbildung 3**)

Aufgrund der generell geringen Korrelation mit Aktien und der relativ stabilen, vertraglich gesicherten Einnahmenströme gilt ein Direktimmobilien-Portfolio zunehmend als Alternative nicht zu Aktienanlagen, sondern zu traditionellen Zinsinstrumenten.

## 5. Expertise

Immobilienanlagen werfen viele rechtliche Fragen auf, die von Rechtsordnung zu Rechtsordnung variieren. Aufgrund dieser rechtlichen Unterschiede können globale Immobilienanleger gut beraten sein, mit einem Asset Manager mit einer globalen Präsenz zusammenzuarbeiten, dessen Investmentexperten vor Ort in den lokalen Märkten Entscheidungen treffen.

Da Immobilien kapitalintensiv sind, können Größe und Expertise bei Akquisitionen und Verkäufen von entscheidender Bedeutung sein. Asset Manager mit umfassender Lokalmarktexpertise können über ein spezielles Marktverständnis und Einblicke in individuelle Objekte verfügen und dadurch vorteilhaften

Zugang zu neuen Anlagemöglichkeiten haben. Bei der Bewertung von Immobilien-Investmentmanagern sollten Investoren zudem auf potenzielle Interessenkonflikte achten, zum Beispiel durch andere immobiliennahe Geschäftsfelder wie Finanzierung, Vermietung oder Gebäudemanagement. Einige Investoren mögen derartige Interessenkonflikte für handhabbar halten. Andere arbeiten vielleicht lieber mit einem Unternehmen zusammen, das sich ausschließlich auf das Investmentmanagement fokussiert und als Treuhänder seiner Kunden agiert.

## Fazit

Globale Immobilienanlagen können zusätzliche Chancen für institutionelle Investoren eröffnen, Zugang zu hochwertigen Immobilienanlagen in Märkten zu erhalten, die im Hinblick auf ihre Größe, Transparenz

## Risiken

Der Wert einer Anlage und die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen und es möglich ist, dass Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurück erhalten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Entwicklungen.

## Wichtige Hinweise

Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich qualifizierte Anleger in der Schweiz. Eine Weitergabe an Endanleger ist nicht gestattet.

Die in diesem Material dargestellten Prognosen und Marktaussichten sind subjektive Einschätzungen und Annahmen des Fondsmanagements oder deren Vertreter. Diese können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass die Prognosen wie vorhergesagt eintreten werden.

Herausgeber in der Schweiz ist Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, CH-8001 Zürich. EMEA7520/2019

und Liquidität mit ihren Heimatmärkten vergleichbar sind.

Durch eine Anlage in globale Immobilien können institutionelle Investoren zudem ihre Diversifikation verbessern und die Portfoliovolatilität mindern. Dank neuer Produktinnovationen haben Investoren jetzt besseren Zugang zu globalen Immobilienanlagen denn je – mit Komplettlösungen aus einer Hand und relativ geringen Mindestanlagesummen. Für institutionelle Investoren, die eine Allokation in Immobilienanlagen erwägen, könnte es sich daher durchaus lohnen, auch über ihren Heimatmarkt hinauszuschauen. ■

# Race for Water Odyssey

Un navire révolutionnaire,  
une mission cruciale pour les océans

RACE FOR  
WATER

A FOUNDATION  
TO PRESERVE  
WATER

Fondation Lausannoise créée en 2010, Race for Water a pour principale mission la préservation de l'eau face à la contamination plastique. En 2015 une première expédition scientifique et environnementale est lancée, la Race for Water Odyssée, afin de dresser un premier bilan global de la pollution plastique de nos océans. Le constat est alarmant. Les plastiques sont partout. Il n'y a pas de 7<sup>e</sup> continent, ni d'îles plastiques mais bien une soupe de microparticules flottant dans les gyres qui ne représente que la partie émergée de l'iceberg. Un nettoyage des océans à l'échelle mondiale est irréaliste. Il faut à tout prix s'attaquer au problème à terre et empêcher les déchets plastiques d'atteindre nos océans.



En avril 2017, Race for Water est repartie autour du monde avec une nouvelle Odyssée de 5 ans, afin de proposer des solutions pour la préservation des océans. A bord d'un navire 100% autonome en énergie grâce un couplage solaire-hydrogène-kite, les équipes de la Fondation souhaitent démontrer que des solutions durables existent grâce à des technologies innovantes, pour préserver les océans. Le bateau sert de plateforme pédagogique, de laboratoire scientifique itinérant et de support de démonstration d'innovations technologiques.

## Les missions de l'Odyssée Race for Water

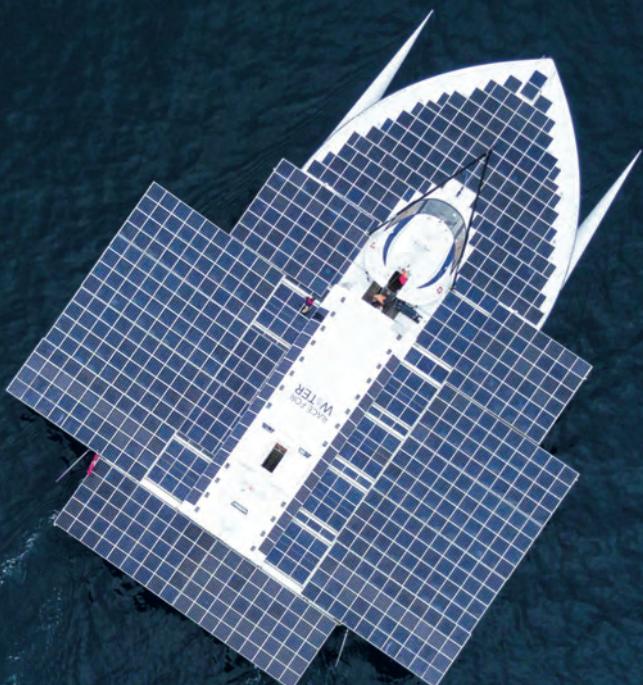
Promouvoir des solutions innovantes capables de transformer les déchets plastiques en ressources énergétiques créant ainsi une chaîne de valeur vertueuse incitant à la collecte de ces déchets

Accélérer la transition énergétique par la mise en valeur de la propulsion mixte solaire-hydrogène-kite du navire ambassadeur

Contribuer à la science en accueillant à bord du navire des équipes internationales de chercheurs et des projets pédago-scientifiques

Sensibiliser les décideurs ainsi que le grand public et les jeunes générations, à l'urgence de la préservation des océans.

Images : Race for Water / Peter Charaf



Pour soutenir et suivre les projets de la Fondation Race for Water rendez-vous sur [www.raceforwater.org](http://www.raceforwater.org)

# Aktive versus passive Investments

## Aktive versus passive Strategien – ein Beitrag zur aktuellen Diskussion



Von Zehrid Osmani

Leiter des Global Long-Term Unconstrained-Teams bei Martin Currie, einer Tochtergesellschaft von Legg Mason Global Asset Management

[leggmasonSwitzerland@legg Mason.com](mailto:leggmasonSwitzerland@legg Mason.com)

**Legg Mason Global Asset Management**

Wie die Grafik am Ende dieses Abschnitts zeigt, haben passive Investments in den letzten zwei bis drei Jahrzehnten gegenüber aktiven Strategien stark an Bedeutung gewonnen – vor allem, weil sie mit niedrigeren Gebühren einhergehen. Dass sie so erfolgreich sind, ist nicht zuletzt aber auch der Tatsache zuzuschreiben, dass aktive Strategien mitunter enttäuschende Ergebnisse liefern.

Passive Anlageinstrumente streben eine Performance in Höhe der jeweiligen Indexrendite an – und dieses Versprechen halten sie auch, während aktive Investments an bestimmten Märkten und in bestimmten Zeiträumen ihre Renditeziele offenbar oft verfehlten. Wenngleich sie in bestimmten Phasen durchaus überdurchschnittliche Renditen generieren, schneiden sie in anderen Phasen schlechter ab als der Gesamtmarkt – weshalb viele Anleger offenbar passive Investments bevorzugen. Tatsächlich ist die Verwirrung, die in der Debatte um aktive und passive Investments mitunter herrscht, zum Teil den durchwachsenen Erfolgsbilanzen aktiver Investments zuzuschreiben, die abhängig von den Zielmärkten und analysierten Zeiträumen sehr unterschiedliche Ergebnisse aufweisen.

Wenngleich der Boom passiver Investments unserer Ansicht nach anhalten dürfte, glauben wir auch, dass ein Teil des Portfolios weiterhin aktiv verwaltet werden sollte. Unseres Erachtens gibt es durchaus einige aktive Investoren, denen es gelingt, solide Renditen zu erzielen. Asset-Allokatoren sollten daher ein systematisches Rahmenwerk verwenden, um die Kompetenzen der aktiven Vermögensverwal-

ter genau beurteilen und die besten aktiven Strategien herausfiltern zu können.

Aktive Strategien können heute zudem – im Gegensatz zu passiven Investments – Big-Data-Analysen nutzen. Hierzu ziehen die Vermögensverwalter üblicherweise Datenwissenschaftler heran, um die riesigen Datensets für Innovationen zu verwenden. Unseres Erachtens besteht dabei jedoch die Gefahr, dass sich die Vermögensverwalter dadurch zuweilen gedrängt fühlen, noch schneller und kurzfristiger zu agieren. Wir sehen den entscheidenden Vorteil aktiver Strategien gegenüber passiven Investments darin, dass sie sich auf langfristige und nachhaltige Trends konzentrieren, um unterbewertete Anlagechancen zu erkennen und nutzen.

### Aktive Vermögensverwalter: Die Spreu vom Weizen trennen

Aktive Vermögensverwalter haben den Vorteil, dass sie deutlich von der Bench-

mark abweichen können. Das sollten Asset-Allokatoren berücksichtigen, indem sie Strategien mit einem hohen Anteil aktiv verwalteter Investments («Active Share») identifizieren, um eine zu starke Anlehnung an die Benchmark zu vermeiden.

Eine entscheidende Rolle bei aktiven Investments spielen zudem die systematischen Verhaltensverzerrungen der Anleger, weshalb es darauf ankommt, aktive Vermögensverwalter zu finden, die über profunde Kenntnisse dieses Phänomens verfügen.

Passive Strategien haben außerdem den Nachteil, dass einige Indizes (beispielsweise in manchen Schwellenländern) relativ konzentriert sind. Sie bieten daher eine zu geringe Diversifizierung und bergen in dieser Hinsicht höhere Risiken als aktive Strategien, die solche Mängel besser ausgleichen können.

Ferner spielen aktive Strategien eine wesentliche Rolle bei zweckgebundenen Investitionen – ein Trend, der unseres Erachtens in den kommenden Jahren stark wachsen wird. Zugleich wünschen sich die Anleger zunehmend eine aktive Mitwirkung an den Unternehmensentscheidungen, wovon aktive Strategien in den nächsten Jahren ebenfalls profitieren dürften.

Nicht zuletzt möchte ich eine meiner Meinung nach konzeptionell vertretbare (jedoch noch genauer zu prüfende) Hypothese in den Raum stellen: Wenn der Vormarsch passiver Strategien anhält und diese letztlich einen dominanten Marktanteil ausmachen, könnte die Ineffizienz der Märkte weiter

### Passive Strategien (in % aller reinen Aktienstrategien, über alle Regionen hinweg)



Quelle: Morningstar

steigen – wodurch sich für aktive Vermögensverwalter zusätzliche Möglichkeiten für eine Outperformance eröffnen könnten.

## Aktive versus passive Investmentstrategien

Beim Vergleich zwischen aktiven und passiven Strategien spielen folgende Überlegungen eine Rolle:

**Die Entscheidung für ein passives Investment ist letztlich eine aktive Entscheidung** – die Entscheidung nämlich, einen Teil des Portfolios in ein Instrument zu investieren, das darauf ausgelegt ist, kostengünstig mit der Indexrendite Schritt zu halten.

**Anleger zweifeln an der Fähigkeit aktiver Manager, positive Renditen zu erzielen:** Es herrscht zunehmend die Wahrnehmung, dass aktive Strategien enttäuschende Ergebnisse hervorbringen, was möglicherweise auf die Wahl der analysierten Zeiträume zurückzuführen ist. Während verschiedene Studien eine Underperformance aktiver Strategien belegen, zeigen ebenso viele Studien, dass langfristig ausgerichtete aktive Manager auf lange Sicht eine bessere Performance erzielen als der Gesamtmarkt – und als passive Strategien.

**Die Entscheidung für ein aktives Investment basiert auf der Annahme der Marktineffizienz:** Dass die Finanzmärkte tatsächlich ineffizient sind, zeigt sich besonders deutlich an den wiederkehrenden Boom- und Bust-Zyklen, die meist der «Verhaltensverzerrung» zuzuschreiben sind, also den überzogenen emotionalen Reaktionen der Anleger. Robert Shiller (1981)<sup>1</sup> belegt die Ineffizienz der Märkte durch die Feststellung, dass die Aktienkurse stärker schwanken als die Cashflows und Dividenden der betreffenden Unternehmen.

**Aktive Investments heben sich von passiven Strategien vor allem durch die Nutzung von Verhaltensverzerrungen hervor:**

An den zahlreichen Veröffentlichungen der letzten zehn Jahre zum Thema Verhaltensanalysen und systematische Verzerrungen der Anleger wird deutlich, wie anfällig und ineffizient die Märkte tatsächlich sind – was für aktive Vermögensverwalter attraktive Anlagegelegenheiten eröffnet.

**Die wachsende Nachfrage nach zweckgebundenen Investitionen und aktiver Teilhabe spricht per se für aktive Strategien:** Die Anleger richten ihren Blick nicht länger nur auf finanzielle Aspekte, sondern zunehmend auch auf deren Zweck und Wirkung. Immer mehr Anleger wünschen sich zudem ein aktives Engagement in den Unternehmen, um eine gute Corporate Governance und eine nachhaltige Geschäftspraktik zu fördern. In dieser Hinsicht sind aktive Manager am besten in der Lage, Mitspracherechte wahrzunehmen.

**Asset-Allokatoren sollten sich auf die Identifizierung der kompetentesten Manager konzentrieren:** Es ist belegt, dass es aktive Manager gibt, die über einen längeren Zeitraum hinweg solide Renditen erzielen. Bei der Suche nach den besten aktiven Strategien gilt es daher zu beurteilen, ob der Manager in der Lage ist, durch die Generierung von reinem Alpha und eine erfolgreiche Titelauswahl (und nicht lediglich durch die Nutzung bestimmter Faktoren) eine Outperformance zu erzielen. Zudem sollten Asset-Allokatoren den «Active Share» betrachten, der misst, in welchem Maße eine aktive Strategie tatsächlich aktiv ist bzw. inwieweit die Investments von den Gewichtungen der Benchmark abweichen.

**Passive Strategien sind mitunter ebenso ineffizient:** Passive Strategien ermöglichen ein kostengünstiges Engagement in einer bestimmten Benchmark. Während solche Strategien in punkto Kosten und Liquidität klare Vorteile bieten, geht mit ihnen auch der Nachteil einher, dass die Anleger automatisch in allen (also auch in den weniger attraktiven) Marktsegmenten investiert sind. Sofern die betreffende Strategie einen Basisindex abbildet, der nur wenige Aktien enthält, ist zudem die Diversifizierung relativ gering, wohingegen aktive Investments eine zu hohe Konzentration ausgleichen können.

**Smart-Beta-Strategien als starke Konkurrenz zu aktiv verwalteten Instrumenten:** Smart Beta ist keine neue Entwicklung, auch wenn zuletzt innovative und kostengünstigere Produkte auf den Markt gebracht wurden, die mit aktiven Strategien

konkurrieren. «Smart» sind diese Instrumente unserer Ansicht nach allerdings lediglich in der Namensgebung. Das einfache Konzept, die Beta-Komponenten in einzelne Faktoren aufzuschlüsseln und ein kostengünstiges Anlageprodukt zu konstruieren, besteht schon seit einigen Jahrzehnten. Smart-Beta-Strategien ermöglichen ein unkompliziertes Investment in einzelne Faktoren, weshalb es bei aktiven Strategien umso mehr darauf ankommt, reines Alpha zu generieren.

## Die Herausforderungen für aktive Manager

Wie eingangs erwähnt, werden aktive Investments unserer Ansicht nach bei der Asset-Allokation auch in Zukunft eine wichtige Rolle spielen. Dennoch stehen aktive Manager vor einigen Herausforderungen, wenn es darum geht, Alpha zu erzeugen. Im Folgenden zeigen wir einige Lösungsansätze auf:

### Der Erfolg passiver Strategien beruht in erster Linie auf der Underperformance aktiver Investments

Der Erfolg passiver Investmentstrategien beruht offenbar vor allem auf der Tatsache, dass in den letzten Jahrzehnten zunehmend Zweifel aufkamen, ob aktive Manager tatsächlich in der Lage sind, eine Überrendite zu erzielen. Passive Strategien schienen daher attraktiver, da diese eine marktgerechte Rendite versprechen. Tatsächlich fiel die Performance aktiver Manager vor Abzug der Gebühren nachweislich nicht besser aus als die Gesamtmarktrendite – nach Abzug der Gebühren sogar schlechter. Passive Strategien überzeugen die Asset-Allokatoren zudem durch niedrige Gebühren und dadurch, dass sie eine schnelle und kostengünstige Positionierung am Markt ermöglichen.

### Aktive Strategien schneiden im Durchschnitt schlechter ab als der Gesamtmarkt

Viele Beobachter halten Finanzanlagen generell für ein Nullsummenspiel. Zahlreiche Studien haben gezeigt, dass die durchschnittliche Performance aktiver Strategien vor Abzug der Gebühren mit der Gesamtmarktrendite übereinstimmt. Dies spricht gegen eine aktive Verwal-



BASE - ART - 145 x 140 cm

tung, da solche Investments somit nach Abzug der Gebühren eine Underperformance generieren.

Eine Studie von William F. Sharpe aus dem Jahr 1991 mit dem Titel «The Arithmetic of active management»<sup>2</sup> liefert einige interessante und einfache Argumente, von denen wir glauben, dass sie die Kommentare zu den Finanzmärkten, die wir oft hören, gut erfassen.

Nicht zuletzt gilt jedoch zu beachten, dass die Ergebnisse von Studien stark davon abhängen, welcher Zeitraum und welcher Markt analysiert wurde. So ist es an effizienten Märkten (wie dem der USA) tatsächlich schwer, eine Outperformance zu erzielen, während die Chancen, Alpha zu generieren, an weniger effizienten Märkten höher sind.

#### **Gegen passive Strategien sprechen ihre bescheidenen Renditeziele**

Die Wahl einer passiven Strategie ist an sich eine aktive Entscheidung – basierend auf der Einschätzung, dass aktive Manager

nicht in der Lage sind, überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Die Asset-Allokatoren entscheiden sich damit aktiv für eine Rendite unterhalb des zweiten oder oberhalb des dritten Quartils (je nachdem, wie genau der Index abgebildet wird und wie effizient das passive Anlageinstrument ist). Solche Renditeziele sind zwar recht bescheiden, scheinen die Anleger aber aufgrund der enttäuschenden Renditen aus aktiven Strategien zu überzeugen.

#### **Passive Strategien können Diversifizierungsrisiken bergen**

Wie wir in früheren Publikationen bereits hervorgehoben haben, sind passive Strategien mit Risiken im Zusammenhang mit der Diversifizierung verbunden, da einige Indizes (insbesondere in den Schwellenländern) recht konzentriert sind und daher nur eine geringe Streuung aufweisen. Aktive Strategien profitieren an solchen Märkten von ihrem komplexeren Ansatz zur Diversifizierung. Ferner sind in einigen Indizes staatliche Unternehmen stark vertreten, die oft ineffizient geführt werden und geringe Wertschöpfungspotenziale bieten,

sodass passive Strategien die Performance-Anforderungen der Asset-Allokatoren mitunter nicht erfüllen.

#### **Asset-Allokatoren brauchen ein systematisches Regelwerk, um die besten aktiven Investoren herauszufiltern**

Beim Vergleich zwischen passiven und aktiven Investments ist es wichtig zu betonen, dass es durchaus aktive Vermögensverwalter gibt, denen es gelingt, auf lange Sicht eine kontinuierliche Outperformance zu erzielen. Die Asset-Allokatoren sollten deshalb ein systematisches Rahmenwerk nutzen, um die besten Manager herauszufiltern. Dabei sollten sie die Manager daran messen, inwiefern sie in der Lage sind, reines Alpha zu generieren – also eine Mehrrendite unabhängig von einzelnen Performance-Faktoren wie Marktkapitalisierung, Anlagestil, Branche oder Land zu erzielen.

Zudem sollten aktive Vermögensverwalter daran gemessen werden, wie hoch die von ihnen erwirtschaftete risikobereinigte Rendite ist, was sich an den Kennzahlen «Information Ratio» und «Sharpe Ratio» ablesen lässt.

Um einzuschätzen wie aktiv ein aktiver Vermögensverwalter tatsächlich ist, hilft ferner der «Active Share». Dieser gibt Auskunft darüber, in welchem Maße die Investments von der Benchmark abweichen. Asset-Allokatoren sollten diese Kennzahl bei der Beurteilung der aktiven Manager auf jeden Fall berücksichtigen, da Strategien mit einem hohen Active Share nachweislich höhere Renditen erzielen. In ihrer Studie «How Active is Your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance» untersuchten Cremers und Petajisto<sup>3</sup>, wie sich 2.650 Aktienfonds im Zeitraum von 1980 bis 2003 entwickelten. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass aktiv verwaltete Fonds mit einem Active Share von mindestens 80 % die besten Wertentwicklungen erzielten, mit einer durchschnittlichen Outperformance gegenüber der Benchmark von 2 % bis 2,71 % (vor Gebühren) bzw. 1,49 % bis 1,59 % (nach Gebühren).

Entscheidend ist darüber hinaus, ob ein aktiver Vermögensverwalter Verhaltensanalysen nutzt – oder sich lediglich auf sein Gefühl und den Zufall verlässt. Da die Ausnutzung von Verhaltensverzerrungen ein

wesentlicher Aspekt aktiver Strategien ist, müssen Asset-Allokatoren wissen, inwieviel ein aktiver Vermögensverwalter diese versteht und nutzt.

### **Die Performance aktiver Strategien wird durch den Fokus auf kurzfristige Entwicklungen geschmälert**

Die Anleger agieren offenbar zunehmend kurzfristig. Dieser Trend, den wir als «Kurzsichtigkeit des Marktes» bezeichnen, wirkt sich unserer Meinung nach negativ auf die Fähigkeit aktiver Vermögensverwalter aus, über einen längeren Zeitraum eine Outperformance zu erzielen. Diese Kurzsichtigkeit des Marktes zeigt sich unter anderem daran, dass die durchschnittliche Haltedauer seit den 1960er Jahren drastisch gesunken ist. Für aktive Anleger, die einen langfristigen Anlagehorizont verfolgen, könnten sich durch das kurzfristige Agieren anderer Investoren zusätzliche Anlagegelegenheiten eröffnen, indem sie die dadurch entstehenden Marktineffizienzen nutzen.

### **Die Kurzsichtigkeit der Märkte wird durch «Nowcasting» verstärkt**

Durch die zunehmende Nutzung von Big Data stehen die Fondsmanager stärker unter Druck, zu zeigen, dass sie in der Lage sind, die riesigen Datenmengen für die Performance zu nutzen. Viele aktive Vermögensverwalter beschäftigen sich heute damit, die unstrukturierten Daten für ihre Analysen zu erfassen. Dabei ist wichtig zu bedenken, dass ein großer Teil dieser Massendaten lediglich das Hier und Jetzt abbilden. In der Folge konzentrieren sich die Anleger zunehmend auf das «Nowcasting» aktueller Entwicklungen, anstatt darauf, die langfristigen Trends zu erkennen. In anderen Worten reagieren die Märkte verstärkt auf kurzfristige Signale mit dem Fokus auf der Identifizierung kurzfristiger Chancen. Gleichzeitig versäumen sie es, langfristige Trends zu erkennen und die sich bietenden Gelegenheiten zu ergreifen.

Die Tendenz, dass die Anleger aufgrund der Nutzung von Massendaten zunehmend kurzfristig denken und agieren,

lässt uns, wie bereits mehrfach betont, zu dem Schluss kommen, dass Big Data die Anleger letztlich in die Irre führen und den Märkten schaden wird.

### **Smart Data statt Big Data nutzen**

Die treffsichere Prognose langfristiger Trends ist entscheidend für den Erfolg aktiver Strategien, weshalb sich die Vermögensverwalter auf ihre Fähigkeit zur Vorhersage der langfristigen branchen- und unternehmensspezifischen Trends konzentrieren müssen, um langfristige Anlagemöglichkeiten zu erkennen und somit die Wahrscheinlichkeit einer Outperformance zu erhöhen. Dabei spielt die kompetente Analyse von Smart Data eine entscheidende Rolle, die anders als Big Data nicht lediglich kurzfristige Erkenntnisse, sondern Fundamentaldaten liefern und somit vielversprechende Chancen erkennen lassen.

### **Proaktiv statt reaktiv agieren**

Aktive Vermögensverwalter tendieren oft dazu, auf kurzfristige Signale zu reagieren, was möglicherweise auf der (bewussten oder unbewussten) Überzeugung beruht, dass ein gewisses Maß an Portfolioumschichtungen einen Mehrwert für die Kunden bieten würde. Unserer Ansicht nach verwechseln sie dabei jedoch häufig reaktives mit proaktivem Handeln. Denn aktive Vermögensverwalter neigen häufig dazu, schnell auf jede Schlagzeile zu reagieren, anstatt sich auf das langfristige Bild zu konzentrieren und einzuschätzen, ob die Meldungen

die langfristige Perspektive überhaupt in irgendeiner Weise beeinflussen.

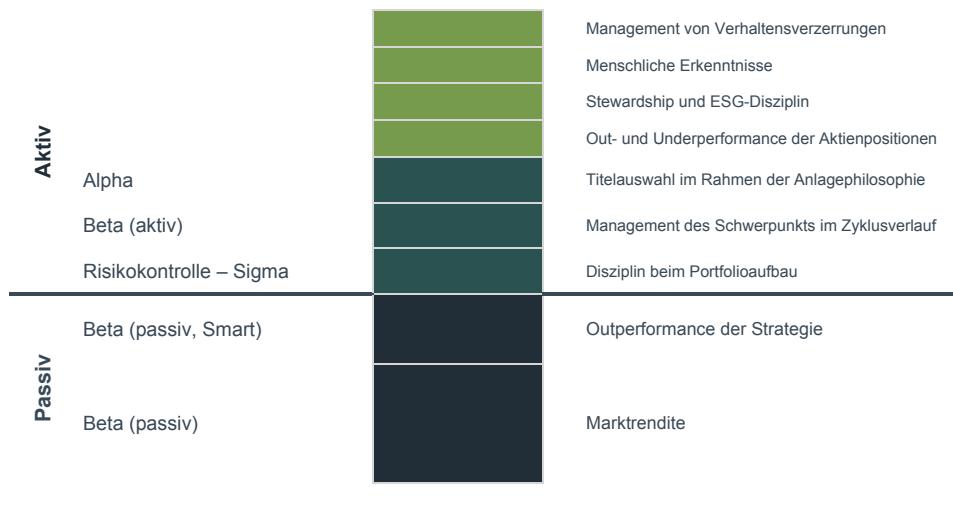
### **Häufige Portfolioumschichtungen mindern die Rendite**

Reaktionsschnelle, kurzfristige Transaktionen haben in der Regel einen höheren Portfolioumschlag zur Folge, der wiederum (unter anderem aufgrund der damit verbundenen Handelskosten) tendenziell die Rendite schmälert. Unter diesem Gesichtspunkt sollten sich daher aktive Strategien stärker auf einen Buy-and-Hold-Ansatz konzentrieren.

### **Aktive Vermögensverwalter sollten sich stärker auf langfristige Trends konzentrieren**

Wir glauben, dass der Markt aufgrund seiner «Kurzsichtigkeit» dazu tendiert, die Fähigkeit mancher Unternehmen, auf lange Sicht exponentielles Gewinnwachstum und folglich hohe Renditen und Cashflows zu generieren, zu unterschätzen. Einige Anleger argumentieren, dass kurzfristige Gewinnprognosen verlässlicher sind als langfristige, die in der Tat ein höheres Fehlerrisiko bergen. Häufig lassen sie dabei jedoch außer Acht, dass eine korrekte Einschätzung der kurzfristigen Gewinnaussichten keine Garantie darstellt, dass sich der Kurs der betreffenden Aktie ebenso treffsicher voraussagen lässt. Denn dieser wird neben den Unternehmensgewinnen von einer Reihe anderer Faktoren beeinflusst, so unter anderem von den Erwartungen und allgemeinen Positionierungen der Anleger. Im

### **WERTSCHÖPFUNG DURCH AKTIVES MANAGEMENT**



Wertschöpfung

Ergebnis sind Prognosen, wie sich eine Aktie auf kurze Sicht entwickeln wird, ebenso schwierig wie unzuverlässig.

Daher können aktive Vermögensverwalter ihre Chancen zur Erzielung von Mehrrenditen unseres Erachtens besser nutzen, wenn sie sich stärker darauf konzentrieren, die langfristigen Branchentrends und Cashflow-bzw. Renditepotenziale der Unternehmen zu prognostizieren. Um auf längere Sicht erfolgreich zu investieren, sind zeitaufwändige Analysen erforderlich. Dabei gilt es, wesentliche Faktoren wie die Branchendynamik, die allgemeinen Wachstumsaussichten, die Wettbewerbsvorteile einzelner Unternehmen, die Maßnahmen zur Verteidigung ihrer Marktposition sowie die Trends in punkto Innovationen und disruptive Technologien zu identifizieren. Aktive Vermögensverwalter sollten sich daher verstärkt auf die Weiterentwicklung ihrer Fähigkeiten konzentrieren, zuverlässige langfristige Prognosen zu erstellen – denn diese sind ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal gegenüber passiven Strategien.

### **Verhaltensverzerrungen deuten darauf hin, dass die Märkte ineffizient sind**

In den letzten zwei Jahrzehnten hat sich die Verhaltensanalyse rasant weiterentwickelt. Die Ergebnisse zeigen, dass die Anleger oft basierend auf unterbewussten Vorurteilen agieren. In ihrer Studie mit dem Titel «Prospect Theory: an analysis of decision under risk» weisen Kahneman und Tversky (1979)<sup>4</sup> darauf hin, dass Individuen systematisch irrational handeln und dabei (ebenso vorhersehbar wie wiederholt) Fehler machen. Dies wird besonders an den häufigen Marktüber- oder -untertreibungen sowie an der Entstehung (und dem Platzen) von Blasen («Booms and Busts») deutlich, die darauf zurückzuführen sind, dass die Anleger immer wieder zu gierig oder zu zaghaft agieren. Daran zeigt sich, dass die Märkte stark (und wiederholt) von der Anlegerpsychologie (also von Verhaltensverzerrungen) beeinflusst werden. Aktive Vermögensverwalter können die dadurch entstehenden Marktineffizienzen systematisch für ihre Renditeziele nutzen – vorausgesetzt, sie sind sich darüber im Klaren, welchen Verhaltensverzerrungen sie selbst und der Gesamtmarkt ausgesetzt sind.



ART - MANIAC - 120 x 120 cm

### **Aktive Strategien dürften von der wachsenden Nachfrage nach zweckgebundenen Investitionen und dem Wunsch, stärker bei Unternehmensentscheidungen mitzuwirken, profitieren**

Die Anleger suchen zunehmend nach Investments, die nicht nur ihre finanziellen Ziele, sondern auch andere Zwecke erfüllen – ein Trend, der sich in den kommenden Jahren fortsetzen und sogar beschleunigen dürfte. Zweckgebundene Investments erfordern einen gezielteren Anlageansatz, mit dem diejenigen Unternehmen herausgefiltert werden können, die den gewünschten Zweck erfüllen – was wiederum nur bei einer aktiven Strategie möglich ist. Zugleich legen die Anleger verstärkt Wert darauf, ihre Mitwirkungsrechte aktiv auszuüben, um eine positive Entwicklung der Geschäftspraktiken zu fördern. Ein aktives Engagement wiederum erfordert per se eine aktive Anlageverwaltung, da eine solche Mitwirkung bei passiven Strategien ausgeschlossen ist. Daher dürften aktive Strategien von diesem Trend profitieren.

### **Schlussfolgerungen**

#### **Das Beste aus zwei Welten: eine Kombination aus aktiven und passiven Strategien**

Unserer Ansicht nach sollten bei der Asset-Allokation passive und aktive Strategien einander nicht ausschließen, sondern vielmehr in kluger Weise ergänzt werden. Bis sich diese Erkenntnis durchsetzt, wird die mitunter auf widersprüchlichen Fakten beruhende Debatte über die jeweiligen Vorteile und Nachteile sicher intensiv weitergeführt werden. Während passive Investments für den Anleger aufgrund ihrer niedrigen Kosten und hohen Liquidität attraktiv sind, gehen sie auch mit bestimmten Risiken und Nachteilen einher: Zum einen verfolgen passive Strategien recht bescheidene Renditeziele, da sie lediglich darauf ausgerichtet sind, mit der Indexrendite Schritt zu halten. Zum anderen sind passive Investments zuweilen gering diversifiziert und immer auf sämtliche Marktsegmente ausgerichtet – auch die unproduktiven (die wir als Segmente definieren, die keine oder eine negative Wertschöpfung generieren). Gegen aktive Strategien spricht hingegen vor

allem der Mangel an Beweisen für überzeugende Renditeergebnisse. Aktive Vermögensverwalter sollten daher ihren Ansatz überdenken und sich auf eine längerfristige und weniger benchmarkorientierte Ausrichtung konzentrieren. Zugleich sollten die Asset-Allokatoren ein strukturiertes systematisches Rahmenwerk nutzen, um die kompetentesten Vermögensverwalter herauszufiltern, die in der Lage sind, den Gesamtmarkt zu schlagen. Aktive Strategien dürften zudem künftig von der wachsenden Nachfrage nach zweckgebundenen Investments und dem Wunsch der Anleger, aktiv bei Unternehmensentscheidungen mitzuwirken, profitieren. Da der Anteil passiver Strategien weiter wächst, könnte sich zudem die Ineffizienz der Märkte noch verstärken, was wiederum die Chancen aktiver Manager zur Erzielung einer Outperformance erhöhen würde. ■

1. Shiller, R. (1981) Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends, American Economic Review, 1981, vol. 71, issue 3, 421-36

2. Sharpe, William F., (1991),  
The Arithmetic of Active Management,  
Financial Analysts Journal. Januar bis  
Februar 1991

3. Cremers, K. J. Martijn und Petajisto, Antti, (31. März 2009): How Active is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance AFA 2007 Chicago Meetings Paper; EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper; Yale ICF Arbeitspapier Nr. 06-14

4. Kahneman, D. und Tversky, A. (1979)  
Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica Band 47, Nr. 2 (März 1979), S. 263-292



LA - CITY - ZEN - DU - LOUVRE - 116 x 89 cm

#### WICHTIGE INFORMATIONEN

Aktives Management gewährleistet keine Gewinne und schützt nicht vor Marktrückgängen. Es ist zu beachten, dass der Wert der Anlagen und die Erträge daraus sinken oder steigen können. Mit der Anlage in einen Teilfonds sind Investitionsrisiken einschließlich des möglichen Verlusts des investierten Betrags verbunden.

Die Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig gelten. Sie werden von Legg Mason, Inc. oder ihren Tochtergesellschaften (zusammen „Legg Mason“) in keiner Weise garantiert.

Für Schweizer Anleger: Herausgegeben von Legg Mason Investments (Switzerland) GmbH. Reguliert durch die Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA. Der Prospekt, wesentlichen Anlegerinformationen, Satzung sowie die Jahres und Halbjahresberichte sind kostenlos von der Vertreterin, der FIRST INDEPENDENT FUND SERVICES AG, Klausstrasse 33, CH 8008 Zürich, erhältlich. Die Zahlstelle ist die NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1, CH 8024 Zürich.

Diese Informationen sind nur zur Nutzung durch professionelle Kunden vorgesehen. Sie ist nicht für Privatkunden gedacht. Darf nicht weitergegeben werden.

# «Swiss made»?

## Raum für neue Entdeckungen



Von

Nicolas Bürki

Senior Portfolio Manager-Analyst

[nicolas.burki@mirabaud-am.com](mailto:nicolas.burki@mirabaud-am.com)

**MIRABAUD Asset Management**

**Q**ualifizierte Anleger wissen: Der Schweizer Markt hat viele Juwelen in seiner Krone. Einige funkeln weithin und sind weltweit bekannt, andere hingegen sind bisher weitgehend unbemerkt geblieben.

Betrachten wir diese unentdeckten Schätze doch einmal einige Minuten lang, besser noch in einem Seminar, um ausreichend Zeit zu haben, sie in all ihren Facetten zu würdigen.

SMI, SPI, SMIM, SPIX, SPI, Large, Mid oder Small: Die Schweizer Indexlandschaft ist vielfältig und enorm fein gegliedert. Einige Indizes lassen sich nachbilden, andere nicht. Mit der «Nachbildung» oder «Replikation» wird ein exogener Faktor oder eine Variable zum Entwicklungspotenzial hinzugefügt, ein Auf- oder Abschlag, je nachdem, ob der Effekt günstig oder ungünstig für den Marktpreis ist.

Die in den bedeutenden Indizes vertretenen Titel werden von zahlreichen Analysten abgedeckt – durchschnittlich 13 beim SMIM und 25 beim SMI. Im Fall des SPI Small sind es im Durchschnitt gerade einmal anderthalb. Entsprechend mager fällt das Research über diese Titel aus. So müssen sich auf Nebenwerte spezialisierte Portfoliomanager und deren Teams zwangsläufig selbst ein Bild von den Unternehmen machen und deren Stärken und Schwächen analysieren.

Institutionelle Portfolios verfolgen häufig einen «Core-Satellite-Ansatz». Für den kleineren Satellite-Bestandteil werden dabei weitgehend Titel

aus dem Universum des SPI EXTRA ausgewählt.

Hier eine kurze Bemerkung am Rande: Der Kern der meisten auf Schweizer Aktien fokussierten Portfolios wird unter Missachtung einer wesentlichen Grundregel des Portfoliomagements konstruiert: «bloss nicht alles auf eine Karte setzen». Er wird sogar bewusst so aufgebaut, dass 52% der Allokation sich auf drei Werte konzentriert.



ART - MONICA - 76 X 96 cm

Eine gute Diversifizierung des «Satellite»-Anteils ist daher umso wichtiger und sinnvoller.

Kehren wir nun wieder zu unseren auf Schweizer Nebenwerte spezialisierten Portfoliomanagern und ihren Teams zurück, deren Arbeit «finanzieller Höhlenforschung» gleicht.

Ihr Universum, der SPI Small, umfasst 115 Titel mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von CHF 26,4 Milliarden. Das sind weniger als 10% des SPI EXTRA (9,6%) und weniger als 2% des SPI (1,8%). In diesem Segment liegt die durchschnittliche Marktkapitalisierung bei CHF 229 Millionen, der Median aber bei CHF 164 Millionen. Daran zeigt sich einmal mehr eine Verzerrung bei der Verteilung der Marktkapitalisierungen.

Anders als intuitiv erwartet ist die Volatilität dieses Marktsegments niedriger als bei den anderen Indizes. Die Renditeerwartung ist indessen höher, denn sie muss für einen anderen Faktor kompensieren: das Liquiditätsrisiko.

Der Aufbau eines Portfolios von Nebenwerten erfordert viel Geduld, Zeit und Überzeugung. Der Entscheidungsprozess muss also durchdacht, bewährt und rigoros sein.

Wie bereits gezeigt, ist die Abdeckung dieses Marktsegments bestenfalls lückenhaft. Für unsere Spezialisten ist dies ein Glücksfall, der Preis dafür sind allerdings vermehrte Analysen, einschliesslich von ESG-Faktoren. Quantitative Analysen sind verfügbar.

Ein weiterer Vorteil bietet sich mit der Gelegenheit zum Dialog mit der Geschäftsleitung kleinerer Unternehmen: Ein guter Teil davon weist Verbesserungspotenzial auf und ist bereit, bestehenden oder potenziellen Aktionären zuzuhören.

Hier im Universum der Satelliten, zwischen Private Equity und grossen Börsenstars, entdecken wir Juwelen, die das eigentliche unternehmerische Gewebe der Schweiz ausmachen: unsere kleinen Unternehmen. ■

# Lassen sich Nachhaltigkeit und traditionelle Vermögensverwaltung miteinander vereinbaren?



Von

Nicolas Bénétton

CFA, Verantwortlicher Investment

Spezialist Robeco

[nicolas.beneton@robeco.com](mailto:nicolas.beneton@robeco.com)

RobecoSAM AG

Sustainability Assessment (CSA) entwickelt, bei dem wir jedes Jahr die Nachhaltigkeitsleistung von rund 4500 Unternehmen aus aller Welt anhand eines Fragebogens ermitteln. Die Ergebnisse dieses Fragebogens werden auch bei der Zusammensetzung der Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) herangezogen, an denen sich Anleger orientieren.

Um die Relevanz der erhaltenen Informationen für alle Beteiligten (Anleger und Unternehmen) sicherzustellen, ist es entscheidend, sich auf die Kriterien zu konzentrieren, die sich langfristig auf die finanzielle Performance und den Erfolg der Unternehmensstrategie auswirken. Die Materialität, also die Relevanz eines Faktors für die Wertschöpfung in einem bestimmten Bereich, sollte daher ein zentrales Element bei der Nachhaltigkeitsanalyse sein.

Diese umfangreiche Studie, die sich auf 60 Sektoren erstreckt, kombiniert die Erkenntnisse der quantitativen Analyse mit der Erfahrung des Teams von Nachhaltigkeitsanalysten, um zu bestimmen, welchen Faktoren Priorität einzuräumen ist und welchen eine geringere Bedeutung zukommt. Durch die Berücksichtigung der Besonderheiten der einzelnen Branchen und einen klar strukturierten Ansatz wird

## ESG-Research mit Fokus auf finanzielle Materialität

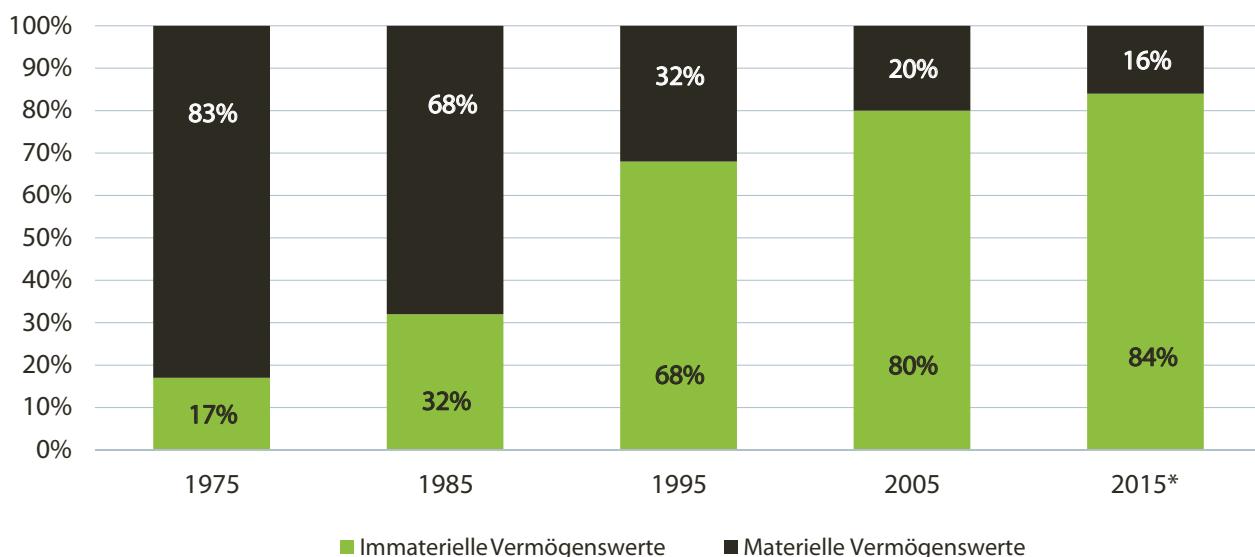
**Ein Hauptgrund für die Entwicklung nachhaltiger Investments war die Überzeugung, dass neben einer finanziellen Analyse auch nicht-finanzielle Aspekte berücksichtigt werden müssen, um das Wertschöpfungspotenzial von Unternehmen zu bestimmen. Langfristige Trends wie der Klimawandel, die Ressourcenverknappung und demografische Entwicklungen ändern das Umfeld, in dem Unternehmen agieren, grundlegend. Wenn man die Auswirkungen dieser Megatrends auf das Wettbewerbsumfeld von Unternehmen ignoriert, setzt man den Wert der Anlagen langfristig aufs Spiel.**

Nach unserer Überzeugung sind Unternehmen, die Herausforderungen in den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance meistern, nicht nur besser in der Lage, sich

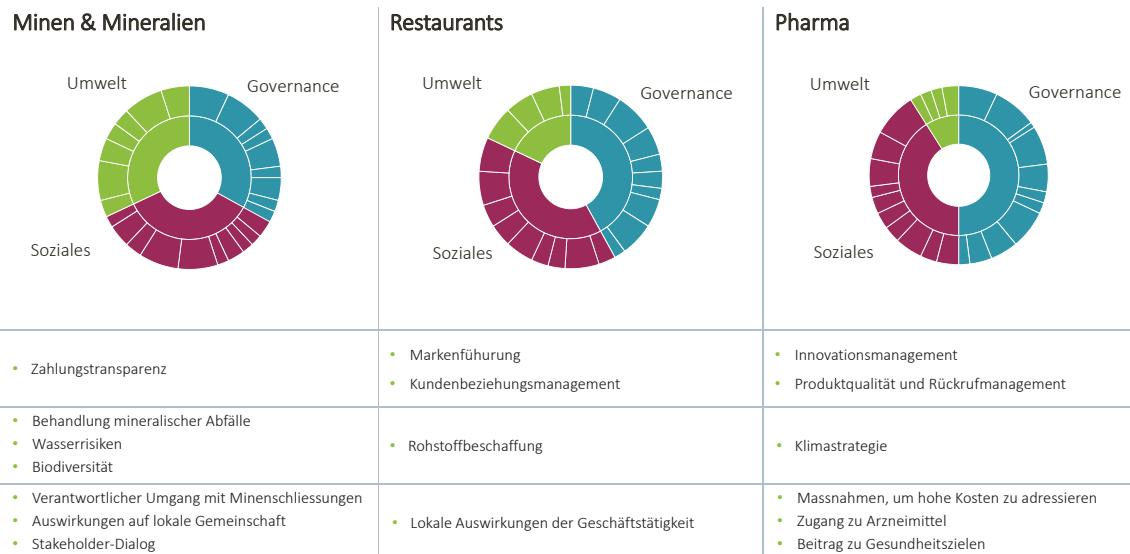
an das neue Umfeld anzupassen, sondern können auch die Chancen, die sich in ihren Tätigkeitsbereichen bieten, effizienter nutzen. Deshalb haben wir 1999 das Corporate

## Nachhaltiges Investieren: Bedeutung von immateriellen Vermögenswerten

### Komponenten des S&P 500 Marktwertes



Quelle: OceanTomo (2015)  
RobecoSAM Sustainability Research



Quelle : RobecoSAM

so ein wichtiger Beitrag zur Arbeit der Portfoliomanagementteams geleistet, was zu besseren Anlageentscheiden führt und eine optimale Unterstützung im Anlageprozess darstellt.

### Von der ESG-Integration zu den Nachhaltigkeitszielen

In den letzten Monaten haben die Begriffe nachhaltiges Management oder verantwortungsvolles Management stark an Popularität gewonnen, sodass sich heute längst nicht mehr nur eine kleine Gruppe überzeugter Anleger hierfür interessiert. Es stellt sich jedoch regelmäßig die Frage nach den Auswirkungen nicht-finanzieller Kriterien im Vergleich zu „traditionellen“ Anlageansätzen. Zunächst ist zwischen zwei Nachhaltigkeitsansätzen zu unterscheiden:

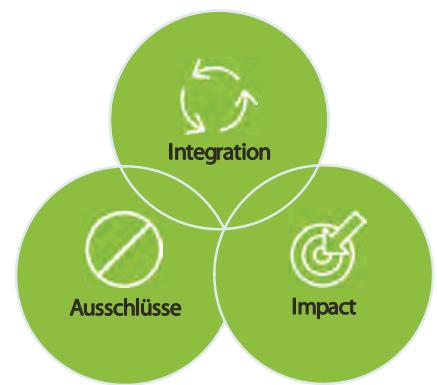
- ESG-Integration, bei der finanzielle und nicht-finanzielle Daten berücksichtigt werden, um fundiertere Anlageentscheidungen zu treffen und die Risiken im Zusammenhang mit kurzfristigen Betrachtungsweisen zu vermeiden.
- Nachhaltige Vermögensverwaltung, bei der Ziele im Bereich nachhaltige Entwicklung gesetzt werden, wobei entweder die Mittel (Ausschluss der schlechten Unternehmen) oder die Erreichung von Zielvorgaben (besserer ökologischer Fussabdruck als der Index) im Vordergrund stehen.

Beim Aktienmanagement ist es besonders wichtig, sich auf die Faktoren mit der

höchsten finanziellen Relevanz zu konzentrieren, die sich also am stärksten auf die Werttreiber von Unternehmen auswirken. Die Schwierigkeit besteht jedoch darin, den Einfluss der ESG-Kriterien auf die Performance zu quantifizieren. Bei der Integration von Faktoren ist es schwierig, deren jeweiligen Beitrag zur Wertschöpfung zu unterscheiden, also gewissermassen „den Zucker vom Tee zu trennen“<sup>1</sup>. Gegenstand der Untersuchung war allerdings ein globales Aktienportfolio, was eine Vielzahl von Optionsmöglichkeiten bietet: am häufigsten genutzte ESG-Indikatoren (mit der höchsten Relevanz), die am stärksten beeinflussten Finanzindikatoren, Richtung und Ausmass der Auswirkung usw., um eine „ESG-Prämie“ für alle untersuchten Anlagen zu ermitteln. Beim Vergleich dieser Prämie mit der Outperformance des Portfolios zeigte sich, dass die ESG-Faktoren für ungefähr 22 % der erzielten Outperformance verantwortlich waren.

Bei quantitativen Modellen, die bereits Daten berücksichtigen, die möglicherweise dem ESG-Bereich zugerechnet werden können, können Einschränkungen hinsichtlich der Nachhaltigkeit oder Nachhaltigkeitsziele besser integriert werden. Smart ESG Scores, ebenfalls das Ergebnis umfangreicher quantitativer Analysen, sind ein geeignetes Instrument, da sie nicht nur den Mehrwert der oben beschriebenen finanziellen Relevanz berücksichtigen, sondern aufgrund der Transparenz der Unternehmen auch keine statistischen Verzerrungen

aufweisen, die bei solchen Kennzahlen sonst üblicherweise auftreten. Bei einigen unserer quantitativen Produkte werden diese Smart ESG Scores eingesetzt, um die Merkmale des Portfolios anzupassen und es Anlegern



zu ermöglichen, ihre Nachhaltigkeitsziele zu erreichen, ohne eine Verschlechterung des Risiko-Rendite-Verhältnisses zu bewirken. Gleichzeitig können Ausschlusskriterien angewendet (thermische Kohle, Palmöl) oder die Reduktion des ökologischen Fussabdrucks eines Portfolios angestrebt werden (Treibhausgase, Energie, Wasser, Abfall).

### Impact Investing: ein neuer Trend in der traditionellen Vermögensverwaltung?

Während die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten zweifellos einen finanziellen Mehrwert gegenüber der traditionellen Vermögensverwaltung bietet, sind einige Anleger der Ansicht, dass die Erzielung einer positiven Wirkung im Vordgrund

<sup>1</sup>Separating the sugar from the tea: measuring the ESG impact on investment performance, C.Berkouwer 2019

Grundversorgungsbedarf	Gesunder Planet	Nachhaltige Gesellschaft	Gleichheit & Chancen	Robuste Institutionen
<ul style="list-style-type: none"> <li>Präventive Gesundheitsversorgung</li> <li>Nährstoffreiche und funktionale Lebensmittel</li> <li>Wasser- und Abwasser-aufbereitung</li> <li>Digitale Bildung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Erneuerbare und saubere Energie</li> <li>Abfallvermeidung und Recycling</li> <li>Umweltschutz</li> <li>Fairer Handel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Energie-effiziente Infrastruktur</li> <li>Automatisierung, Bau &amp; Verkehr</li> <li>Finanzierung innovativer Unternehmen</li> <li>Smart Homes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Richtlinien zur Gleichstellung der Geschlechter</li> <li>Talentmanagement &amp; -bindung</li> <li>Bildung &amp; Training für Talente</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kollaborative Infrastruktur und Internetzugang</li> <li>Bezahlbare Versicherung</li> <li>Entwicklungsprojekte</li> </ul>

Quelle: Robeco, RobecoSAM, Symbole: Sustainable Development Goals

stehen sollte. Deshalb haben die Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen<sup>2</sup> (UN Sustainable Development Goals, SDGs) in letzter Zeit so grosse Popularität erlangt. Diese 17 Ziele (ergänzt um 169 Zielvorgaben und 230 Indikatoren) wurden entwickelt, um eine bessere und nachhaltigere Zukunft für alle zu schaffen, indem die grossen globalen Herausforderungen angegangen werden (Armut, Ungleichheit, Klima, Umweltzerstörung, Wohlstand usw.).

Zur Erreichung dieser Ziele sind bis 2030 Schätzungen zufolge Investitionen in Höhe von 5 Billionen bis 7 Billionen US-Dollar erforderlich<sup>3</sup>. Doch diese Investitionen bieten auch erhebliche Chancen. Denn es wird davon ausgegangen, dass sich das globale BIP allein durch die Gleichstellung der Geschlechter, Ziel für nachhaltige Entwicklung Nr. 5, bis 2025 um 12 Billionen US-Dollar erhöhen könnte<sup>4</sup>. Es wurde ein proprietäres Tool geschaffen, mit dem sich der Beitrag börsennotierter Unternehmen zur Errei-

chung der SDGs messen und quantifizieren lässt. Diese Daten können zur Optimierung von Impact Investing-Strategien eingesetzt werden, oder um die Beiträge traditioneller Portfolios zu den SDGs im Nachhinein zu messen. Es ist daher mit einer Annäherung zwischen Impact-Portfolios mit zunehmend globaler Ausrichtung und traditionellen Portfolios, deren Nachhaltigkeitswirkung gemessen wird, auszugehen.

Besonders wichtig ist auch, als aktiver Aktionär Einfluss zu nehmen, durch Ausübung der Stimmrechte und im Rahmen des Akti onärsdialogs (Engagement). Hierbei wird ein doppeltes Ziel verfolgt: Maximierung des Shareholder Value und damit Steigerung der langfristigen Performance auf der einen Seite; anderseits geht es darum, die Unternehmen dazu zu veranlassen, die SDGs bei ihren strategischen Entscheidungen zu berücksichtigen, und sie bei ihren Bemühungen zu unterstützen, im Rahmen ihrer Aktivitäten einen Beitrag zur Erreichung der SDGs zu

leisten. Eine aktive Aktionärs politik ist daher ein zusätzlicher Hebel für einen nachhaltigen Investmentansatz, dem vor allem im Kontext der SDGs eine hohe Bedeutung zukommt, wie beispielsweise die ersten Ergebnisse der Initiative Climate 100+ in diesem Jahr belegen. ■

Intentionalität	Additionalität	Profitabilität	Messbarkeit

Identifizierung eines Anlageuniversums auf Basis des Impact gemäss SDG-Definition

Fokussierung auf Firmen, die einen sozioökonomischen Mehrwert gegenüber dem Status quo schaffen

Fundamentalanalysen und quantitative Portfolio-optimierung führen zu einem optimalen Investmentportfolio auf Basis des SDG-Universums

Nachhaltigkeitsresearch, um die Höhe des Beitrags der Unternehmen zu den einzelnen SDG zu bestimmen

<sup>2</sup> <https://www.un.org/sustainabledevelopment/>

<sup>3</sup> [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf)

<sup>4</sup> McKinsey Global Institute Report, The Power of Parity, September 2015

## WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE:

Die Angaben in diesem Dokument stellen kein Angebot dar und dienen ausschliesslich Informationszwecken. Für die Richtigkeit und Genauigkeit dieser Angaben wird keine Gewähr übernommen. Es ist möglich, aber nicht zwingend, dass die hier genannten und beschriebenen Wertpapiere für Beratungsmandate erworben, verkauft oder empfohlen werden. Es besteht keine Gewähr dafür, dass eine Anlage in diese Wertpapiere in der Vergangenheit oder Zukunft profitabel war bzw. ist.

# Investieren in Infrastruktur für Schweizer Pensionskassen und Versicherungen



Von

Sabine Polmann

Head of  
Infrastructure  
Investments[polmann@sfp.ch](mailto:polmann@sfp.ch)Swiss Finance & Property AG

Nicolas Di Maggio

Head Asset Management  
indirect investments  
Member of the Executive  
Board[dimaggio@sfp.ch](mailto:dimaggio@sfp.ch)

**Sie haben schon eine hohe (Wohn-) Immobilienquote? Infrastrukturstinvestitionen können Ihnen helfen, Ihre langfristigen Verbindlichkeiten mittels einer Realwertinvestition zu erfüllen, und das bei überschaubarem Risiko und einer vergleichsweise attraktiven Rendite.**

## Was ist Infrastruktur?

### (Definition)

Es gibt keine genaue Definition des Begriffs «Infrastruktur», aber Jacques Stohlers erster Vorschlag von 1964 in seinem Buch «Zur rationalen Planung der Infrastruktur» ist ein halbes Jahrhundert später noch gültig. **Infrastruktur kann als die Unterstruktur oder das «Skelett» von Vermögenswerten einer Volkswirtschaft charakterisiert werden, die für die Produktion von Gütern und Dienstleistungen wesentlich sind.** Wir definieren Infrastruktur als die Systeme, Einrichtungen und Dienstleistungen, die für uns von wesentlicher Bedeutung sind, um durch den Tag zu kommen. Wir brauchen den Transport zur Arbeit, zur Schule und zur Universität. Wir brauchen Spitäler und Langzeitpflegeeinrichtungen für unsere Gesundheit und unser Wohlergehen. Wir brauchen Wasseraufbereitungsanlagen, um für unser Überleben Trinkwasser zu erhalten. Wir brauchen Energie, um damit Verkehrsmittel, Schulen, Spitäler, Büros und fast alles, was wir in unserem täglichen Leben benötigen, zu versorgen.

Infrastruktur lässt sich in zwei Hauptkategorien unterteilen: Wirtschaftliche Infrastruktur, welche die Geschäftstätigkeit er-

leichtert und soziale Infrastruktur, welche Sozialdienste beherbergt. Wirtschaftliche Infrastruktur umfasst Tätigkeiten wie Verkehrsinfrastruktur (Häfen, Flughäfen, Straßen, Brücken, Tunnel und Parkplätze) und andere Dienstleistungen wie Versorgungsunternehmen, Energie und Telekommunikation. Unter sozialer Infrastruktur versteht man öffentliche Güter wie Spitäler, Schulen, Verwaltung, öffentliche Sicherheit und Stadien. Soziale Infrastruktur wird in der Schweiz manchmal als eine öffentliche Immobilie oder Immobilieninvestition angesehen, wenn die Betreibergesellschaft des Objekts nicht vom Eigentümer des Gebäudes verwaltet wird, sondern im Rahmen eines Mietvertrages.

Die vorgenannten Infrastruktureinrichtungen und -dienstleistungen sind von wesentlicher Bedeutung und müssen daher finanziert werden. Die meisten Regierungen sind nicht imstande, die Verbesserung oder den Ersatz solcher Vermögenswerte zu finanzieren oder darin zu investieren. Dem Bericht «Bridging Global Infrastructure» von McKinsey zufolge muss die Welt jährlich 3,3 Billionen Dollar investieren, nur um die Wachstumsprognosen bis 2030 zu erfüllen. Wenn sich das derzeitige Niveau der Unterinvestitionen fortsetzt, wird die Welt diesen Betrag um 11 % (oder 350 Milliarden Dollar pro Jahr) unterschreiten, wobei sich die Grösse der Lücke verdreifacht, wenn die UN-Ziele für nachhaltige Entwicklung berücksichtigt werden. Aus diesem Grund wird der Privatsektor erheblich als Kapitalquelle herangezogen, um diesen gewaltigen Infrastrukturbedarf

weltweit zu finanzieren. Bei Infrastrukturinvestitionen, die privat finanziert werden, kann der Staat dadurch involviert bleiben, dass er eine Gegenpartei für die Dienstleistung wird (durch eine öffentlich-private Partnerschaft) oder aber die Dienstleistung reguliert.

Das Public-Private-Partnership-Modell (PPP) hat sich zu einem bekannten Finanzierungsmodell entwickelt, das häufig zur Finanzierung von Infrastruktureinrichtungen mit privatem Kapital herangezogen wird. Laut einer Studie von Deloitte bietet es für eine Regierung in mehrfacher Hinsicht Vorteile. Eine PPP verleiht der Regierung mehr finanzielle Flexibilität und ermöglicht es oftmals, Infrastrukturprojekte über Jahre hinweg umzusetzen. Die Struktur verfügt über eine solide Erfolgsbilanz bei der temporangerechten Projektentwicklung innerhalb des zugewiesenen Budgets, da der Privatsektor in diesem Bereich bekanntmassen effizienter ist als der öffentliche Sektor. Aus dem gleichen Grund können PPPs die Kosten der Infrastruktur senken, und zwar sowohl die Baukosten als auch die Kosten für den gesamten Lebenszyklus. Es ermöglicht der Regierung ferner, bestimmte Risiken auf den privaten Sektor zu übertragen, und schafft Anreize für eine ordnungsgemässen Instandhaltung des Vermögenswertes.

Das Weltwirtschaftsforum bezeichnet Infrastruktur als eines der wichtigsten Elemente der Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit eines Landes. Wegen der Gleichzeitigkeitsverzerrung als Generator für zukünftiges Wachstum ist es schwierig, die Ursache-Wirkung-Beziehung von Investitionen in Infrastruktur zu quantifizieren. Allerdings wird niemand den Wettbewerbsvorteil und das Wachstumspotenzial einer Region mit einem modernen und effizienten Infrastrukturretzt im Vergleich zu einer Region mit einem alternden und verfallenden Netz infrage stellen. Es besteht auch kein Zweifel daran, dass die Wirtschaftsakteure bereit sind, zu investieren oder einen bestimmten Preis für einen Vermögenswert zu zahlen, um von einem Ergebnis zu profitieren, wenn sie dadurch Zeit sparen, ihren Fussabdruck verbessern oder einen Gewinn daraus ziehen können.



ART - O - MATH - 60 x 60 cm

### **Welche Art von Investitionen und Risiken sind mit Infrastruktur verbunden?**

Infrastrukturinvestitionen können entweder in operative (Brownfield) oder in neue Projekte (Greenfield) fliessen. Greenfield-Projekte können in verschiedenen Phasen Finanzierungen erhalten. Zu Beginn einer Greenfield-Investition sind die behördlichen Genehmigungen in der Regel noch nicht erteilt, zudem kann das Projekt weitere Planungsarbeiten erfordern. Die Risiken für die Anleger sind zu diesem Zeitpunkt hoch, ebenso wie die erwarteten Renditen. Bei späteren Investitionen (das heisst, die Planung ist abgeschlossen, die behördlichen Genehmigungen liegen vor und der Bau kann beginnen)

ist das Risiko ebenso wie die entsprechenden Renditen geringer. Für den Investor ist es vorteilhaft, wenn die Risiken aus Verzögerungen und Kostenüberschreitungen vertraglich auf die Bauunternehmen übertragen werden.

Gemäss dem OECD-Rahmen werden Infrastrukturrisiken nach einer der folgenden Hauptquellen klassifiziert: Politik und Regulierung, Makroökonomie und Wirtschaft, Technik. Diese können im Laufe des Projektlebenszyklus variieren.

### **Politische und regulatorische Risiken:**

Infrastrukturinvestitionen können während der gesamten Lebensdauer einer Anlage

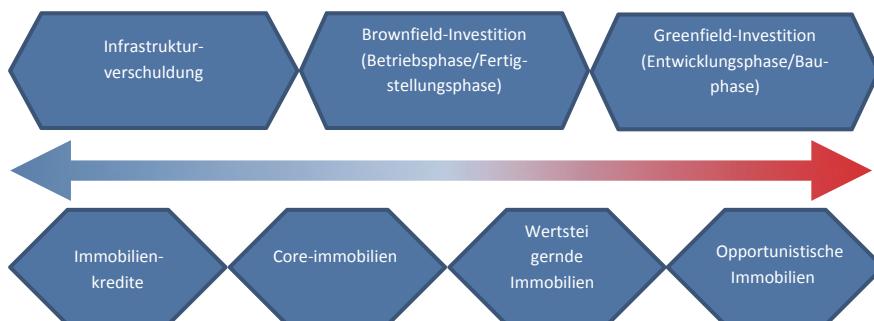
Änderungen der Vorschriften unterliegen. Dies können Änderungen künftiger Einspeisevergütungen sein (in einigen Fällen auch rückwirkend, wie wir es in Spanien und Italien gesehen haben) und sogar die Verstaatlichung, was derzeit von der Labour-Partei im Vereinigten Königreich für den Energiesektor vorgeschlagen wird. Weitere Risiken während der gesamten Lebensdauer sind Veränderungen des steuerlichen Umfelds, der gesellschaftlichen Akzeptanz oder der rechtlichen Rahmenbedingungen. Darüber hinaus können spezifische Risiken in einer Entwicklungs- oder Bauphase darin bestehen, dass die Kosten vor dem Bau aufgrund eines längeren Bevilligungsverfahrens, einer Umweltprüfung oder einer Aufhebung von Bewilligungen steigen. Änderungen der Tarifregulierung, Vertragsneuverhandlungen, Stilllegung oder die Aufhebung einer Konzession sind spezifische Risiken für Brownfield-Investitionen.

### **Makroökonomische und geschäftliche Risiken:**

Die Risiken hängen wiederum vom Lebenszyklus eines Vermögenswertes ab. So sind beispielsweise in einer ersten Phase Vorfinanzierungs- und Finanzierungsverfügbarkeitsrisiken vorhanden. Kostenüberschreitungen sind ein Beispiel für ein Geschäftsrisiko während der Bauphase. Dies kann durch Mängel in Management, Risikobewertung und Risikoallokation entstehen. In einer späteren Phase sind Refinanzierungs- und Liquiditätsrisiken von Bedeutung. Makroökonomische Risiken beziehen sich oft auf das Inflationsrisiko, das Zinsrisiko und das Wechselkursrisiko. Je nach Lebensdauer des Vermögenswertes und der Haltedauer der Investition müssen diese Risiken vor einer Investitionsentscheidung berücksichtigt werden.

Infrastruktureinrichtungen gelten im Allgemeinen als Absicherung gegen Inflation. Studien deuten darauf hin, dass die verschiedenen Defizitrisikomasse zur Beurteilung der Inflationsschutzfähigkeit zeigen, dass direkte Infrastrukturinvestitionen im Vergleich zu den anderen Anlageklassen das niedrigste Abschwungrisiko aufweisen, gefolgt von direkten Immobilieninvestitionen.

Trotz langfristigem Inflationsschutz kann es sein, dass internationale Investoren auf-



grund des Wechselkursrisikos (FX) nur ungern in Infrastruktur investieren. Bei Investitionen im Ausland besteht ein Wechselkursrisiko in Bezug auf Cashflows, Schuldentilgung und Werte. Jede Veränderung des Wechselkurses zwischen zwei Währungen hat einen direkten Einfluss auf die Anlagerträge. In den entwickelten Märkten ist das Wechselkursrisiko begrenzt und kann ganz oder teilweise abgesichert werden.

Dieses Risiko besteht vor allem in Ländern, in denen es an Liquidität auf dem lokalen Währungsmarkt mit begrenztem Zugang zu Devisen mangelt und in denen die Wechselkursvolatilität hoch und unvorhersehbar ist. Die Beurteilung des Währungsrisikos ist ein wichtiger Bestandteil des Due-Diligence-Prozesses bei Investitionen im Ausland. Einerseits besteht bei lokalen Investitionen in Infrastruktur kein Währungsrisiko und sie stärken die lokalen grundlegenden Dienstleistungen. Andererseits – wie in der Schweiz zu sehen ist – können sich Anlagechancen als schwierig erweisen, und die wenigen möglichen Transaktionen sind oft das Ziel vieler Investoren. Ein Vorteil von globalen Investitionen in Infrastruktur ist, dass sie die Zahl der Investitionsmöglichkeiten erhöhen. Es besteht ein gewaltiger Bedarf sowohl in Industrie- als auch in Entwicklungsländern.

#### **Technisch:**

Mögliche technische Probleme müssen bei Investitionen in Infrastruktur verstanden werden. Technische Risiken sind typischerweise branchen- und anlagen-spezifisch. In einer frühen Projektphase könnten archäologische Entdeckungen Fragen zur Durchführbarkeit und Umwelterörterungen den Baubeginn verzögern oder zu Kostenüberschreitungen während der Ausführung führen. Darüber hinaus stellen disruptive Technologien ein erhebliches Risiko dar. Werden Parkhäuser in unserer sich schnell wandelnden Zeit überflüssig, sobald sich autonome Autos verbreitet durchgesetzt haben? Brauchen wir weniger Häfen, wenn weniger Produkte transportiert werden, da sie lokal auf einem 3D- und 4D-Drucker gedruckt werden können?

Die Auswirkungen höherer Betriebskos-ten oder von veralteten Anlagen können dazu führen, dass der Terminal Asset Va-

lue und die Erträge von den Erwartungen abweichen. Bestimmte Aspekte können durch eine Konzession abgedeckt werden, wodurch diese Risiken etwas abgeschwächt werden. Core- und etablierte Sektoren/Vermögenswerte sind in diesem Sinne weniger volatil.

#### **Wie kann ein Investor Zugang zu Infrastruktureinrichtungen erhalten?**

Private Infrastruktur-Investitionen wachsen seit Mitte der Neunzigerjahre, angetrieben von Investmentbanken in Australien und grossen kanadischen Pensionsfonds. Seit der Jahrhundertwende und dem Platzen der Internetblase ist das Interesse international gestiegen. Investitionen in Sachwerte steigen seit der Finanzkrise und der starken Enttäuschung bei den Hedgefonds weiter. Trotz des Wachstums der Anlageklasse müssen Anbieter in der Lage sein, Fragen zu Liquidität, Leverage, Bewertungsmethoden, Transparenz, Governance, Gegenparteien und operationellen Risiken zu beantworten, wenn sie Anleger überzeugen wollen.

Es gibt verschiedene Möglichkeiten für einen Investor, Zugang zu Infrastrukturinvestitionen zu erhalten, und zwar:

- Börsenkotierte Infrastruktur
- Nicht börsenkotierte Infrastruktur
- Direkte oder Co-Investitionen in Infrastruktureinrichtungen

Der Kauf von Aktien eines börsenkotierten Infrastrukturunternehmens wie einem Versorger, Transport- oder Energieunternehmen sollte als Investition auf dem Aktienmarkt angesehen werden. Ebenso unterscheiden sich Infrastrukturanleihen nicht wesentlich von Unternehmens- oder staatlich besicherten Wertschriften. Die Fremdfinanzierung bietet aufgrund einer Risikoprämie einen relativ sicheren regelmässigen Cashflow mit höheren Renditen als Staatsanleihen.

Eine Direktinvestition ist entweder eine vollständige oder teilweise Beteiligung, zum Beispiel an einem Windpark. Bei einer Co-Investition investiert ein Anleger neben einem Fondsmanager in ein Portfoliounternehmen oder eine Infrastrukturanlage. Um eine erfolgreiche Direkt- oder Co-Investi-

tion zu tätigen, benötigt ein Investor unserer Meinung nach ein sachkundiges und erfahrenes Team mit einem starken Netzwerk, um eine Transaktion zu akquirieren, eine Due Diligence durchzuführen und die Transaktion abzuschliessen. Vermögensverwaltung, Berichtswesen und Vorstandsaufgaben hängen von der Höhe der erworbenen Beteiligung und der Governance des Investors ab. Der Aufbau eines diversifizierten Portfolios von direkten Infrastruktureinrichtungen erfordert hohes Eigenkapital und ein breites Spektrum an Fachwissen und Ressourcen.

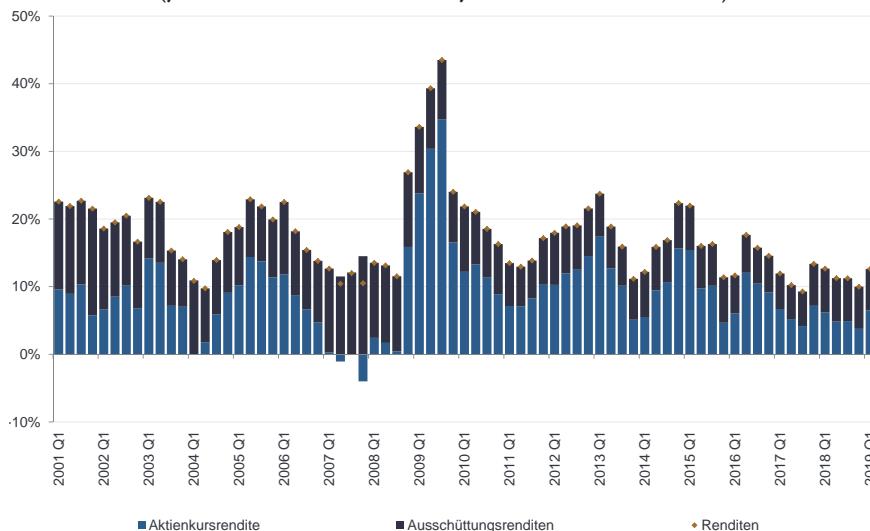
Eine weitere Anlagemöglichkeit ist die Investition in einen oder mehrere Infrastrukturfonds. Infrastrukturfonds weisen viele verschiedene Strukturen auf wie beispielsweise börsenkotierte und nicht börsenkotierte Fonds.

Börsenkotierte Fonds bieten zwar Liquidität, unterliegen aber einer höheren Volatilität. Wie bei börsenkotierten Unternehmen können börsenkotierte Infrastrukturfonds als Investition innerhalb des Aktienmarktes betrachtet werden und hängen daher enger mit ihm zusammen.

Nicht börsenkotierte Fonds wiesen in der Vergangenheit aufgrund der erzielten Performance im Verhältnis zu ihrer Volatilität und eines hohen Diversifikationseffekts zu den anderen traditionellen Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Immobilien) hohe Sharpe Ratios auf.

Die meisten nicht börsenkotierten Infrastrukturfonds sind als geschlossene Fonds aufgelegt. Je nach Strategie des Fonds haben sie in der Regel eine Lebensdauer von 10 bis 25 Jahren. Zum Beispiel ist ein Fonds mit langfristiger Ausrichtung, der auf Vermögenswerte abzielt, von denen erwartet wird, dass sie über einen längeren Zeitraum relativ sichere Cashflows liefern, oft Fonds mit einer Laufzeit von mindestens 15 Jahren. Andererseits haben Fonds mit einer wertschöpfenden oder opportunistischen Strategie oftmals eine Laufzeit von etwa 10 Jahren, wobei der Manager versucht Gewinne kurzfristiger zu erzielen, um die interne Rendite zu maximieren. Typischerweise haben geschlossene Fonds eine Anlagedauer von drei bis fünf Jahren und verfügen über rund zehn Investitionen.

## Globale, nicht börsenkotierte Infrastruktur-Aktienkursrendite & Ausschüttungsrenditen (jährliche Renditen, die vierteljährlich berechnet werden):



Dennoch gibt es immer mehr offene (Evergreen) Fonds, die Anlegern ein Engagement in Vermögenswerten ermöglichen, die über einen langen Zeitraum erworben, verwaltet und gehalten werden. Die offene Fondsstruktur wird typischerweise von Core Infrastrukturmanagern genutzt, die einen stetigen langfristigen Cashflow aus Konzessionen und/oder regulierten Anlagen anstreben. Ziel ist es, ebenso wie bei Immobilien, langfristig steigende Renditen aus Investitionen in Vermögenswerte mit soliden langfristigen Perspektiven zu erzielen.

Offene Fonds investieren in der Regel in ein bis vier Assets pro Jahr. Dabei handelt es sich entweder um neue Vermögenswerte oder um Zusatzinvestitionen in das aktuelle Portfolio. Offene Fonds weisen aufgrund des grösseren Zeitrahmens und der kontinuierlichen Investitionen eine breitere Diversifizierung auf als geschlossene Fonds.

Die Investition in ein diversifiziertes Portfolio von Infrastrukturfonds erfordert besondere Fähigkeiten bei der Fondsauswahl, die eine genaue Kenntnis der Anlageklasse notwendig machen.

Infrastruktur zeigt über die verschiedenen Strategien, Sektoren, Jahrgänge und Manager hinweg ein ausserordentliches Mass an Variation in der erzielten Leistung. Die Auswahl der Infrastrukturfonds kann an ein spezialisiertes Team ausgelagert werden, indem in einen Dachfonds investiert wird, der das höchste Mass an Diversifikation in

Regionen, Sektoren, Jahrgängen, Managern und Anlagestrategien bietet. Dies bietet eine optimale Möglichkeit für Investoren, die ein strategisches Engagement in globalen Infrastruktureinrichtungen aufbauen wollen, ohne über ein internes Infrastrukturteam zu verfügen, das für Direktinvestitionen, Co-Investitionen oder die Fondsauswahl zuständig ist.

Durch die Investition in einen Infrastruktur-Dachfonds kann sich auch ein Anleger mit begrenztem Anlagebetrag Zugang zu einem gut diversifizierten Asset-Mix verschaffen.

### Infrastruktur: Einbindung in ein diversifiziertes Portfolio

Die Zunahme der verfügbaren Infrastrukturfonds bietet den Investoren in der Anlageklasse vielfältige Investitionsmöglichkeiten. Ein diversifiziertes Portfolio von Core Infrastrukturanlagen verfügt über folgende Merkmale: Geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen, eine vernünftig vorhersehbare Rendite und Schutz vor Inflation. Bei Investitionen in einen einzelnen Fonds oder ein einzelnes Projekt können die Merkmale deutlich anders aussehen, zum Beispiel bei Infrastrukturanlagen, die eher mit dem BIP-Wachstum zusammenhängen (zum Beispiel Häfen) oder anderen, die eher vom Bevölkerungswachstum abhängig sind (zum Beispiel Wasserwerke).

Dies stellt oft die Herausforderung, auf Grundlage traditioneller Risiko-Rendite-

Modelle die richtige Benchmark und Allokation für die Anlageklasse zu wählen. Gegenwärtig fehlt es sowohl absoluten Rendite-Benchmarks (basierend auf Prämien über der risikofreien Rate oder Inflationsrate) als auch relativen Benchmarks (oftmals basierend auf börsenkotierten Infrastruktureinrichtungen) an Relevanz, und sie sind für die getätigten Investitionen selten repräsentativ.

Die EDHECinfra/Global-Infrastructure-Hub-Umfrage 2019 veröffentlichte kürzlich einen Bericht, der mehr als 10 Billionen USD an Assets under Management umfasst. Gemäss diesem Bericht, folgen 70 % der Manager eine absolute Return Benchmark. Ziel von EDHECinfra ist es, einen unabhängigen und einzigartigen Index für nicht börsenkotierte Infrastrukturinvestitionen zu kreieren. Dieser deckt in 25 Ländern über 5000 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von insgesamt mehr als 348 Milliarden USD ab. Dieser Index weist aktuell eine Ausschüttungsrendite von 6,1 % aus, was ein realistisches Ziel für ein globales Multi-Manager-Produkt für die kommenden Jahre ist.

Die relative Stabilität der Ausschüttungsrendite im Laufe der Jahre erklärt sich durch die Merkmale der Anlage; signifikante Anfangsinvestitionen, lange Laufzeiten sowie regulierte oder langfristige Verträge bieten eine angemessen vorhersehbare Rendite.

### Infrastruktur für Schweizer Pensionskassen

Die jüngste Studie von Swisscanto (2019) über die Pensionskassen in der Schweiz ergab, dass die Schweizer Pensionskassen bei ihren Investitionen in den «Alternative Asset Bucket» (Hedgefonds, Private Equity, Rohstoffe, Infrastruktur usw.) vorsichtig vorgegangen sind. Die Pensionskassen sind in der alternativen Anlageklasse zu 5,1 % (Vorsorgeeinrichtungen mit Vermögenswerten unter CHF 500 Mio.) und zu 8,6 % (über CHF 500 Mio.) investiert. Das Infrastruktur-Exposure hat zugenommen, bleibt aber insgesamt auf einem ausgesprochen niedrigen Niveau. Der Anteil an der Allokation betrug 0,6 % im Jahr 2018 gegenüber 0,4 % 2017. Swisscanto gelangte zu der Schlussfolgerung, dass bei einer Zunahme des Angebots

an geeigneten Anlagelösungen wahrscheinlich mit einem Wachstum der Infrastrukturallokation zu rechnen ist.

Dies scheint durch eine internationale Studie von Preqin bestätigt zu werden. Darin wurden die Zielzuweisungen an Infrastrukturfonds durch Investoren, darunter verschiedene Finanzunternehmen, ausgewertet. Ein Grossteil gibt entweder den Bereich von 1,0–4,9 Prozent (37 %) oder 5,0–9,9 Prozent (38 %) als Zielallokation an. Dennoch, Tatsache ist, dass die aktuellen Investitionen unter diesen Bandbreiten liegen und damit die Schlussfolgerungen von Swisscan-to bestätigen.

Wir beobachten ein zunehmendes Interesse am Sektor. Mehrere Faktoren können in Zukunft Investitionen in die Anlageklasse Infrastruktur für Schweizer Pensionskassen fördern wie beispielsweise:

- Diversifizierte und Multi-Manager-Ansätze
- Eine anerkannte Benchmark für die Anlageklasse
- Eine separate Anlagekategorie in der BVV2/OPP2

Infrastrukturvermögen wird derzeit von Schweizer Pensionskassen als Teil der alternativen Anlageklasse ausgewiesen. Dies könnte eine Hürde sein, da die Erfahrungen mit Hedgefonds während der Finanzkrise nicht hilfreich waren. Seit September 2015 wird ein Antrag diskutiert, um den Betrag, den Pensionsfonds in die Infrastruktur anlegen können, zu erhöhen. Der Antrag beauftragt den Bundesrat, in der BVV2/OPP2 eine neue Anlagekategorie «Infrastruktur» zu schaffen, die eine eigene maximale Zuteilungsgrenze von 10 % hat, während die alternative Anlageklasse bei 15 % bleibt. Der Weibel-Antrag wurde im Dezember 2015 vom Bundesrat abgelehnt, dann aber vom Nationalrat (Juni 2017) und vom Ständerat (März 2018) angenommen. Der genaue Zeitpunkt der Umsetzung ist noch ungewiss, doch nach Angaben der Regulierungsbehörde könnte dies bereits im Januar 2021 sein.

## Fazit

Der weltweite Bedarf an Infrastrukturfinanzierungen ist enorm und kann nicht allein von den Regierungen finanziert werden. Es wurde eine natürliche Übereinstimmung zwischen dem Bedarf an privatem Kapital und dem Wunsch der Pensionsfonds geschaffen, in Vermögenswerte mit langfristiger Risikoexposition zu investieren, die ihren langfristigen Verbindlichkeiten gut entsprechen können.

Infrastrukturinvestitionen in eine breit diversifizierte, defensive Core Strategie umfassen einige der am meisten geschätzten Merkmale des Marktes für festverzinsliche Wertpapiere und Immobilien, namentlich langfristig planbare Renditen und Investitionen in Sachwerte. Ferner bieten sie im Vergleich wertvolle Vorteile wie Inflationsschutz, geringere Abhängigkeit von der Be-

wertung und den Konjunkturzyklen, starke Ausschüttungsrendite. Auch sinkt die Abhängigkeit von einer durch Kapitalwachstum oder einer erfolgreichen Exit-Strategie getriebenen Rendite.

In einem Umfeld, in dem viele Anlageklassen hoch bewertet sind, spielt Infrastruktur bei einer diversifizierten Asset Allokation eine wichtige Rolle und wird in den kommenden Jahren sicherlich einen wesentlichen Performancebeitrag leisten. ■



L'ART - SEIN - 80 x 80 cm

# Schwellenländeraktien – Suche nach den vergessenen Chancen



Von Irmak Surenkok  
Portfolio Specialist Equity  
[irmak\\_surenkok@troweprice.com](mailto:irmak_surenkok@troweprice.com)



Pierre-Alain Stehle  
Relationship Management  
[pierre-alain\\_stehle@troweprice.com](mailto:pierre-alain_stehle@troweprice.com)

**T. Rowe Price**  
**Emerging Markets Discovery Strategy**

**E**iner der grössten Irrtümer mit Blick auf die Schwellenländer (Emerging Markets, kurz EM) ist die Annahme, chancenreiche Value-Titel seien an diesen Märkten besonders rar. Das verwundert insoweit nicht, als mit den Schwellenländern in der Regel die Vorstellung von hohem Wachstum verbunden ist. Eine Analyse der gesamten Anlagen in EM-Aktien (Abbildung 1) bestätigt die sehr einseitige Verteilung: Von allen in den Schwellenländern aktiv angelegten Geldern entfallen 87% auf EM-„Core“- beziehungsweise EM-Wachstumsportfolios. Der Anteil der EM-Value-Strategien beträgt dagegen gerade einmal 13%.

Diese grosse Diskrepanz verdeutlicht das geringe Interesse, das dem EM-Value-Segment entgegengebracht wird. Für aktive Anleger, die sich an fundamentalen Kriterien orientieren, eröffnen sich dadurch vielfältige Gelegenheiten, vom Markt übersehene, vergessene oder ignorierte Qualitätswerte aufzuspüren. Aus dem Umstand, dass Value-Titel aus Schwellenländern in den Anlageportfolios der meisten Investoren nur schwach vertreten sind und vom Gros der Analysten nicht beachtet werden, resultiert ein asymmetrisches Verhältnis von Risiko und Rendite – einem begrenzten Verlustrisiko steht die Aussicht auf attraktive Zuwächse gegenüber.

## **Titel der „Old Economy“**

### **sind zurückgefallen**

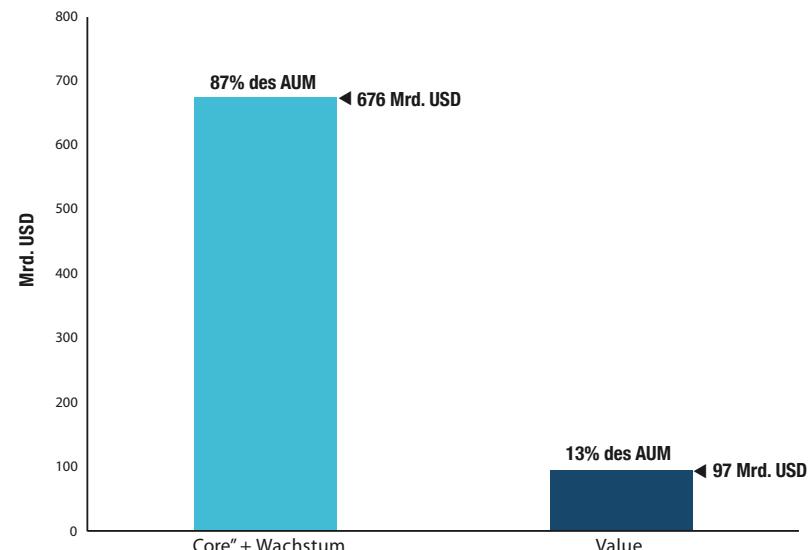
Analysiert man, welche Renditen Schwellenländeraktien in den letzten Jahren generiert haben, wird deutlich, dass ein Gross-

teil der Performance auf das Konto so genannter New-Economy\*-Titel im Technologie- und Software-Sektor und in konsumnahen Branchen geht. Verglichen damit sind Old-Economy\*\*-Titel bei der Rally deutlich zurückgefallen, trotz einer rapiden Verbesserung der freien Cashflows dieser Unternehmen.<sup>1</sup> Die Bewertungen von Old-Economy-Aktien aus Schwellenländern erscheinen aktuell billig, wenn man sie mit früheren Zeiträumen vergleicht.

Für Anleger, die sich näher mit diesen vergessenen, zu einem beträchtlichen Teil im EM-Value-Segment angesiedelten Old-

## **Abbildung 1: Fundamental Value Investing in Schwellenländern: Eine wenig beachtete Anlageklasse**

EM-Aktienuniversum – Aufteilung des verwalteten Anlagevermögens  
Stand 31. März 2019



Quelle: Morningstar Direct.

© 2019 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen hierin: (1) sind Eigentum von Morningstar und/oder seinen Datenlieferanten; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) werden ohne Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität wiedergegeben. Weder Morningstar noch seine Datenlieferanten haften für Schäden oder Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die Zukunft.

Economy-Titeln beschäftigen, bieten sich echte Chancen. Damit wir uns ernsthaft für ein Unternehmen interessieren, genügt es jedoch nicht, dass es billig ist – wir müssen auch ein klares Potenzial für fundamentale Veränderungen sehen. Das können externe Faktoren wie ein Regierungswechsel oder ein Konjunkturaufschwung sein oder interne Faktoren wie Kostensenkungen, ein neues Management oder eine Umstrukturierung. Wichtig ist, dass Value-Aktien kein Umsatzwachstum benötigen, um eine überdurchschnittliche Performance zu erzielen.

## **Disziplinierteres Management erntet den Lohn**

Ein disziplinierteres Management ist ein weiterer Faktor, der uns in unserem allgemein positiven Urteil über Schwellenländeraktien bestärkt. EM-Unternehmen erwirtschaften heute höhere freie Cashflows als früher, und das ist unmittelbar auf eine bessere, diszipliniertere Kapitalallokation zurückzuführen. Die Gewinnmargen sind dadurch insgesamt gestiegen und wir sind zuversichtlich, dass die Unternehmen in den Schwellenländern nun besser aufgestellt sind, um ihre Gewinne zu steigern und höhere Renditen für ihre Aktionäre zu erwirtschaften.

Dessen ungeachtet ist die Investitionsquote im EM-Value-Segment zurzeit so niedrig wie seit über zehn Jahren nicht mehr (**Abbildung 2**). Nach so vielen mageren Jahren könnten die Investitionsausgaben in dem Segment nun bald wieder steigen – wie seit 2016 im EM-Wachstumssegment. Die Bewertungen vieler dieser Unternehmen sollten davon deutlich profitieren.

## Südafrika – Beispiel für einen vergessene Mark

Südafrika ist ein Beispiel für ein Land, das viele Anleger aus dem Blick verloren hatten. In den letzten Jahren haben politische Unsicherheit und wirtschaftliche Probleme dazu geführt, dass die südafrikanische Börse weitgehend übersehen oder ignoriert worden ist. Dabei ist unbestritten, dass in Südafrika viele solide Unternehmen beheimatet sind, und wir finden dort genau die Sorte von nicht angemessen gewürdigten Titeln, nach denen wir suchen.

So haben wir schon 2017 trotz der schlechten Wirtschaftslage begonnen, in bestimmte südafrikanische Banken zu investieren. In den niedrigen Bewertungen in dem Sektor spiegeln sich weder die soliden Bilanzen, die überschaubaren Belastungen durch „faule“ Kredite und die recht ordentlichen Dividenden angemessen wider noch das beträchtliche Kurspotential der Geldinstitute, die von einem möglichen Konjunkturaufschwung in Südafrika unmittelbar profitieren würden. Auch das stabilere politische Umfeld nach den Wahlen vom Mai 2019 spiegelt sich in den Kursen kaum wider.

## FAZIT

Für aktive Anleger, die ihre Entscheidungen anhand fundamentaler Kriterien treffen, sind die Schwellenländer nach wie vor ein lohnendes Revier für die Suche nach „vergessenen“ Value-Titeln. Da die meisten Anleger in Schwellenländern ausschließlich an Wachstumswerten interessiert sind, werden viele qualitativ gute Unternehmen übersehen oder ignoriert. Das sind die vergessenen Unternehmen, nach denen wir suchen. Ihr Potenzial für fundamentale Veränderungen wird vom Gros der Anleger nicht angemessen gewürdigt, und sie bieten dadurch attraktive Kurschancen. ■

**Abbildung 2: Investitionsausgaben in Schwellenländern sind auf dem niedrigsten Stand seit über einem Jahrzehnt**

Investitionsquote in den Schwellenländern  
Stand 31. März 2019



Quelle: Finanzdaten- und Analytik-Anbieter FactSet. Copyright 2019 FactSet. Alle Rechte vorbehalten.

Quelle für MSCI-Daten: MSCI. MSCI übernimmt für hierin erwähnte MSCI-Daten keine Gewährleistung, weder ausdrücklich noch stillschweigend, und ist in keiner Weise für sie haftbar. Die MSCI-Daten dürfen nicht weiterverbreitet oder als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte verwendet werden. Der vorliegende Bericht wurde von MSCI weder genehmigt noch geprüft oder erstellt.

## Risiken – die folgenden Risiken sind für die Strategie von wesentlicher Bedeutung:

Transaktionen mit Wertpapieren, die in Fremdwährungen denominiert sind, unterliegen Wechselkursschwankungen, die den Wert einer Anlage beeinflussen können. Die Erträge können volatiler sein als die an anderen, etablierteren Märkten, bedingt durch Veränderungen des Marktumfelds

oder der politischen und wirtschaftlichen Bedingungen. Die Strategie unterliegt einem erhöhten Risiko, da sie beim Streben nach langfristigem Wertzuwachs sowohl wachstums- als auch wertorientierte Ansätze verwenden kann.

### Wichtige Informationen. Nur für qualifizierte Anleger. Nicht zur Weitergabe bestimmt.

Quelle der MSCI Daten: MSCI. MSCI gibt keine ausdrücklichen oder konkluidenten Gewährleistungen oder Zusicherungen ab und ist in keiner wie auch immer gearteten Weise haftbar hinsichtlich jeglicher hier zitierten MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen nicht weiterverbreitet oder als Grundlage für andere Indizes oder bestimmte Wertpapiere oder Finanzprodukte verwendet werden. Der vorliegende Bericht wurde von MSCI weder genehmigt noch geprüft oder erstellt.

\*New-Economy: Verbraucherservice, Automobil, Internet, technische Hardware, Pharma, langlebige Konsumgüter, Gesundheitswesen, Halbleiter.

\*\*Old-Economy: Immobilien, Baustoffe, Kohle, Metall & Bergbau, Versicherungen, Haushalt & persönliche Produkte, Transport, Versorgungsunternehmen, Banken, Maschinen, Lebensmittel, Getränke & Tabak, Chemikalien, Elektrogeräte, Diversifizierte Finanzen, Bau & Ingenieurwesen, Telekommunikation, Öl & Gas.

Das vorliegende Dokument dient nur zu allgemeinen Informationszwecken. Es ist in keiner Weise als (Anlage-) Beratung zu verstehen (auch nicht in treuhänderischem Sinne), und potenziellen Anlegern wird empfohlen, vor einer Anlageentscheidung unabhängigen rechtlichen, finanziellen und steuerlichen Rat einzuholen. Die T. Rowe Price-Unternehmensgruppe, zu der auch T. Rowe Price Associates, Inc. und/oder deren verbundene Gesellschaften gehören, erzielen Einnahmen mit Anlageprodukten und -dienstleistungen von T. Rowe Price. **Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Erträge.** Der Wert einer Anlage sowie die mit dieser erzielten Erträge können sowohl steigen als auch sinken. Es ist möglich, dass Anleger weniger zurückbekommen als den eingesetzten Betrag.

Das vorliegende Dokument stellt weder eine Angebots noch eine persönliche oder allgemeine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren in irgendeinem Land oder Hoheitsgebiet beziehungsweise zur Durchführung bestimmter Anlageaktivitäten dar. Das Dokument wurde von keiner Aufsichtsbehörde irgendeines Landes oder Hoheitsgebiets geprüft. Die hierin geäußerten Informationen und Ansichten wurden aus oder anhand von Quellen gewonnen, die wir als zuverlässig und aktuell erachten; allerdings können wir die Richtigkeit oder Vollständigkeit nicht garantieren. Wir übernehmen keine Gewähr dafür, dass sich Vorhersagen, die möglicherweise gemacht werden, als richtig erweisen. Die hierin enthaltenen Einschätzungen beziehen sich auf den jeweils angegebenen Zeitpunkt und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern; diese Einschätzungen unterscheiden sich möglicherweise von denen anderer Gesellschaften und/oder Mitarbeiter der T. Rowe Price-Unternehmensgruppe. Unter keinen Umständen dürfen das vorliegende Dokument oder Teile davon ohne Zustimmung von T. Rowe Price vervielfältigt oder weiterverbreitet werden.

Das Dokument ist nicht zum Gebrauch durch Personen in Ländern oder Hoheitsgebieten bestimmt, in denen seine Verbreitung untersagt ist oder Beschränkungen unterliegt. In bestimmten Ländern wird es nur auf spezielle Anforderung zur Verfügung gestellt. Das Dokument ist nicht für Privatanleger bestimmt, unabhängig davon, in welchem Land oder Hoheitsgebiet diese ihren Wohnsitz haben.

**Schweiz** – In der Schweiz herausgegeben von T. Rowe Price (Switzerland) GmbH, Talstrasse 65, 6. Stock, 8001 Zürich, Schweiz. Nur für qualifizierte Anleger.

© 2019 T. Rowe Price. Alle Rechte vorbehalten. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE und das Dickhornscha-Logo sind – zusammen und/oder einzeln – Markenzeichen von T. Rowe Price Group, Inc. 201906-883338

# Wie kann man „Wertschöpfung“ richtig messen? Oder: die Möglichkeit einer unbekümmerten Aktienanlage.



Von Guillaume Dolisi

Mitbegründer und Co-Manager vom VIA AM  
Eric Sturdza Management Company S.A.  
Hintergrundverwaltungsgesellschaft der VIA AM SICAV  
[guillaume.dolisi@via-am.com](mailto:guillaume.dolisi@via-am.com)

## VIA AM

**S**ein einigen Jahren verliert die aktive Vermögensverwaltung von liquiden Anlagen sichtlich an Bedeutung. Sie scheint sich zwischen sichtlich passiven Anlagestrategien (ETF) einerseits und der Private Equity andererseits behaupten zu müssen. Der Vergleich mit der passiven Vermögensverwaltung wurde bereits ausführlich erörtert (effiziente Märkte, Verwaltungskosten usw.). Es ist aber auch klar erkennbar, dass die Investoren sich zugunsten nicht kotierter Anlagen von liquiden aktiven Verwaltungsmandaten abwenden.

**Der Erfolg der Private-Equity,** Private-Debt oder Infrastrukturfonds ist unbestritten. Das Wachstum von Private-Equity-Fonds beträgt seit der Jahrtausendwende jährlich 13 %, bei einem AuM von über 5 000 Milliarden Dollar und einer geschätzten Neuinvestition von 700 Milliarden im 2018<sup>(1)</sup>.

## Berkshire Hathaway vs. S&P 500 (1990-2019)

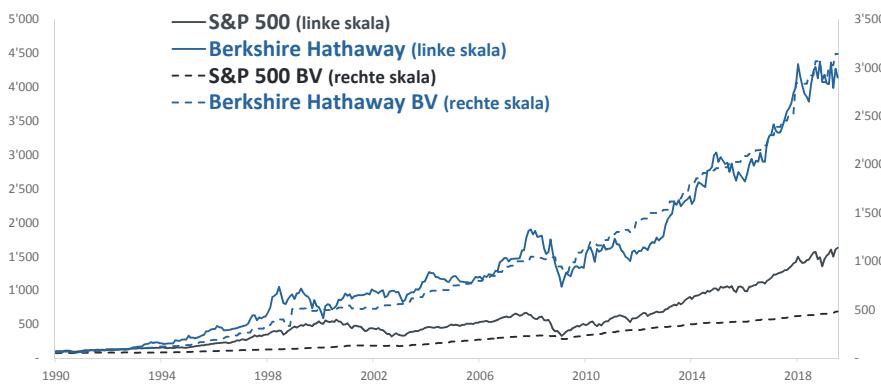


Abbildung 1

Quelle: Bloomberg

oder Leichtfertigkeit zugeschrieben werden, wenn eine Position gehalten wird, und man eventuell von der berühmten „langfristigen Performance“ profitiert.

## Wie soll man, ausgehend davon, mit den Performancezyklen der aktiven Anlagefonds in börsenkotierte Wertpapiere – und vor allem mit ihren unvermeidbaren Underperformance-Phasen – umgehen?

Betrachtet man die track-records der besten Vermögensverwalter der Geschichte, erkennt man starke Schwankungen der Performance. Wie konnten sie also ihre Positionen halten und dem Druck widerstehen?

Um diese Frage zu beantworten, kann folgende Performance-Grafik von Berkshire Hathaway (der Anlageholding von Warren Buffett und Charlie Munger) bezüglich ihres Nettovermögens hinzugezogen werden.

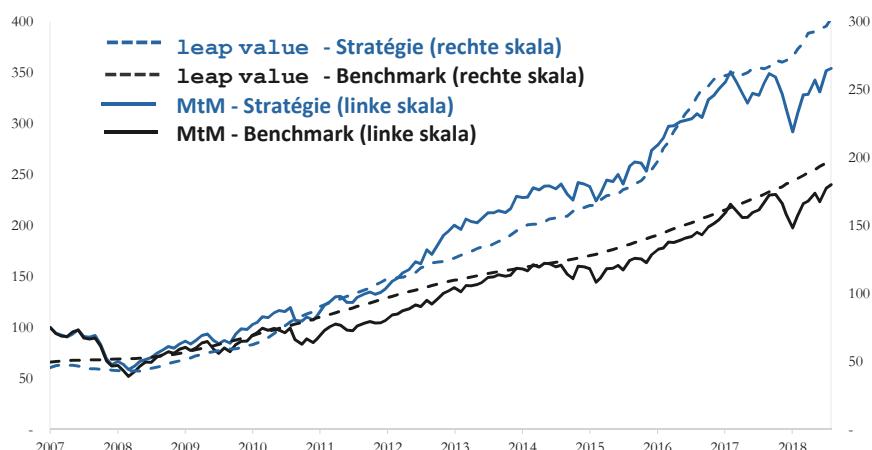
Die Analyse der herausragenden Performance von Warren Buffett über 30 Jahre zeigt selbstverständlich die 2700 % Überperformance gegenüber dem S&P 500, dem immerhin besten Index der Moderne. Was aber noch viel interessanter ist und in Wirklichkeit **ziemlich missverstanden** wird, ist der **kausale Zusammenhang**, der dieser Entwicklung zugrunde liegt.

In der Grafik (Abbildung 1) werden einfach vier Kurven angezeigt: die Berkshire-Hathaway-Aktie, der Index und ihre jeweiligen Nettovermögenswerte pro Aktie. Es kann beobachtet werden, dass zunächst der Nettovermögenswert der Holding am deutlichsten zugelegt hat. Die Aktie, das heisst am deutlichsten der Marktwert dieses Nettovermögenswerts, bewegt sich lediglich um das Niveau des Nettosubstanzwerts herum (mit gelegentlichen Abweichungen von über 40 %).

Würde es folglich schon ausreichen, die Performance des konsolidierten Nettovermögenswerts eines Aktienportfolios zu verfolgen, um die Mark-to-Market-Bewertung relativieren zu können? Sind die Veränderungen des Buchwerts der Nettovermögenswerte ein geeigneter Massstab für Wertschöpfung?

## VIA-US-Strategie und Benchmark (2007-2019)

Abbildung 2



Quelle: VIA AM und Bloomberg. Leap steht für "Listed Equity Accounting Performance", die von VIA AM entwickelt wurde.

### Die Grenzen des Buchwerts der Nettovermögenswerte sowie seine wirtschaftliche und technologische Alternative.

Warren Buffett höchstpersönlich zufolge ist der Nettovermögenswert zu weit von der wirtschaftlichen Realität entfernt, da er weder einen Grossteil der wirtschaftlichen Vermögenswerte (Marken, R&D, Leasing usw.) noch die Gesamtheit der (bilanzexternen) Verbindlichkeiten erfasst. Auch wird

sein Niveau weitgehend von den in jedem Unternehmen angewandten Normen, Methoden oder Hypothesen beeinflusst (unterschiedliche Abschreibungs-, Wertminde rungs- und Buchungsmethoden).

Für die korrekte Messung der Wertschöpfung eines Portfolios oder eines Fonds mit liquiden Wertpapieren muss man also auf Wirtschaftsdaten zurückgreifen können und gleiche Kategorien von Aktiven, Passiven und Einkommen den gleichen Hypo-

thesen unterziehen. Hier spricht man von Rechnungslegungsstandards.

Zusätzlich muss man – genau wie eine Holding in jedem Geschäftsjahr – in der Lage sein, sämtliche Vermögenswerte, Verbindlichkeiten und Wertpapiergeschäfte bei jeder Änderung innerhalb des Portfolios, d.h. gegebenenfalls jeden Tag, zu konsolidieren.

Man kommt zu einem sehr ähnlichen Ergebnis wie in der ersten Grafik: **Die Wertschöpfung scheint tatsächlich der entscheidende Faktor der langfristigen Performance zu sein (Abbildung 2).** Aber die Märkte (Market-to-Market, MtM) entfernen sich regelmäßig und dauerhaft davon, ohne dass sich eine Obergrenze oder ein Zeithorizont vorhersagen lassen. ■

*"The big money is not in the buying or the selling, but in the waiting."*

Charlie Munger

Quelle:

<https://www.via-am.com/fr/via-leap/>

Verweise: (1) Lipper



FREEDOM - OF - EXPRESSION - 116 x 180 cm (Detail)

“

If you are concerned about preserving your wealth for the next generation, you should be concerned about the impact of your assets.”



Think Sustainable

**CONINCO**   
*Explorers in finance*

Signatory of:

 Principles for  
Responsible  
Investment



FINMA  
supervised  
since 2012

Vevey | Genève  
[www.coninco.ch](http://www.coninco.ch)

**CONINCO**  **MASTER CLASS**

**Portraits de sociétés**  
**Gesellschaftsporträts**

Page / Seite

79



80

**CONINCO**   
*Explorers in finance*

81



82



83

**LEGG MASON**  
GLOBAL ASSET MANAGEMENT

84



85

**ROBECOSAM**   
We are Sustainability Investing.

86



Swiss Finance &amp; Property Group

87

**T.RowePrice** <sup>®</sup>  
INVEST WITH CONFIDENCE

88





## L'Asset Management BCV, une expertise de pointe

La BCV figure parmi les établissements les plus réputés en gestion institutionnelle de Suisse. L'Asset Management regroupe les compétences de gestion de fortune discrétionnaire de la Banque dédiées aux clients institutionnels suisses et Private Banking.

Dans toute la Suisse, l'Asset Management accompagne plus de 500 investisseurs institutionnels. A leur service, 85 spécialistes de l'investissement collaborent étroitement avec le secteur Prévoyance professionnelle pour la gestion administrative et technique. Du reste, deux caisses de pensions vaudoises sur trois ont une relation d'affaire avec la BCV.

Depuis 40 ans, l'Asset Management propose son expertise sous forme de mandats sur mesure, de conseil ou de fonds de placement couvrant l'ensemble des grandes classes d'actifs et gérés par 40 gestionnaires. Chaque nouveau produit s'insère dans une logique de pérennité à l'instar du premier fonds de droit suisse sur le Japon créé en 1970 déjà.

Dans son processus d'investissement, la BCV cultive la maîtrise du risque tout en visant une performance stable sur le long terme par une combinaison de techniques de gestion.

### BCV Asset Management

Urs Ziegler

T +41 21 212 20 51

F +41 21 212 25 79

[www.bcv.ch/invest](http://www.bcv.ch/invest)

## GESELLSCHAFTSPORTRÄT



### BCV Asset Management: Fachwissen auf höchstem Niveau

Die BCV (Banque Cantonale Vaudoise) gehört zu den renommieritesten institutionellen Vermögensverwaltern der Schweiz. BCV Asset Management ist das Kompetenzzentrum für Vermögensverwaltung der BCV: Es werden sowohl Mandate von Private-Banking-Kunden als auch von schweizerischen institutionellen Kunden verwaltet.

BCV Asset Management betreut in der Schweiz mehr als 500 institutionelle Anleger. 85 Anlageexperten arbeiten bei der administrativen und technischen Verwaltung eng mit dem Sektor *Berufliche Vorsorge* zusammen. Immerhin unterhalten zwei von drei Waadtländer Pensionskassen eine Geschäftsbeziehung mit der BCV.

Seit 40 Jahren bietet BCV Asset Management sein Know-how in Form von massgeschneiderten Mandaten, Anlagefonds und Beratung an. Sämtliche wichtigen Anlagekategorien werden abgedeckt und von 40 Portfoliomanagern verwaltet. Jedes neue Produkt ist auf Beständigkeit ausgelegt, wie der erste Japan-Fonds schweizerischen Rechts belegt, der bereits 1970 lanciert wurde.

Bei ihrem Anlageprozess legt die BCV grossen Wert auf Risikokontrolle und strebt mithilfe verschiedener Verwaltungsansätze eine langfristig stabile Performance an.

### BCV Asset Management

Urs Ziegler

T +41 21 212 20 51

F +41 21 212 25 79

[www.bcv.ch/de/invest](http://www.bcv.ch/de/invest)



*Explorers in finance*

**CONINCO** est une compagnie financière, agréée FINMA, qui s'est spécialisée depuis 30 ans dans le conseil et la gestion de fonds de pensions et de fondations philanthropiques ainsi que dans la gestion durable.

Vouée à promouvoir une relation optimale entre l'investisseur et les marchés, CONINCO maîtrise 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'écono-

mie. Cette caractéristique nous permet de mettre en place des politiques de placement, tant passives qu'actives et fondées sur des besoins spécifiques, 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 certifiées ISO 9001:2015. CONINCO, de même que nous, sommes engagés dans la gestion sociétale responsable en lien avec un développement économique industriel durable. Ceci est confirmé par une certification ISO 14001:2015 des processus et une certification B Corp.

CONINCO propose des solutions d'investissements propres durables qui sont formalisées au travers de fonds de placements : **ONE Sustainable Fund – Global Environment** et **ONE Sustainable Fund – Europe Dividend** et **MIRABAUD (CH) – CONINCO Swiss Engagement** ainsi que depuis 2007, **ONE CREATION Coopérative** [www.onecreation.org](http://www.onecreation.org) entité également B Corp, ainsi que dans le domaine de l'**or physique**.

CONINCO propose une vision unique de par son expérience liée à 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 capital.

Une relation de confiance durable pour une gestion, conseil à votre écoute.

### **CONINCO Explorers in finance SA**

Olivier Ferrari, Directeur général  
Sabine Giamarresi-Mabillard,  
Placements collectifs  
Adrien Koehli, Gestion institutionnelle  
Quai Perdonnet 5  
CH - 1800 Vevey  
T +41 21 925 00 33  
[coninco@coninco.ch](mailto:coninco@coninco.ch)  
[www.coninco.ch](http://www.coninco.ch)



*Explorers in finance*

**CONINCO** ist eine von der FINMA anerkannte Finanzdienstleisterin, die seit 30 Jahren auf die Vermögensverwaltung und -beratung von Pensionskassen und Stiftungen mit philanthropischen Zielsetzungen sowie auf nachhaltige Investitionen spezialisiert ist.

CONINCO verfolgt das Ziel, zwischen dem Anleger und den Märkten eine optimale Beziehung zu schaffen. Dazu beherrscht CONINCO 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 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 der Verbraucher und die Auswirkung ihres Handelns auf die wirtschaftliche Entwicklung umfassend zu ver-

stehen. Diese Besonderheit versetzt uns in die Lage, sowohl passive als auch aktive Anlagestrategien umzusetzen, die sich an den jeweiligen Kundenbedürfnissen ausrichten, mit dem Ziel einer strukturierten Zusammensetzung jedes uns zur Beratung, Verwaltung oder Überwachung anvertrauten Vermögens bzw. Teilvermögens.

All unsere Prozesse sind ISO 9001:2015 zertifiziert. CONINCO engagiert sich – genau wie wir – zugunsten einer gesellschaftlich verantwortlichen Verwaltung und einer nachhaltigen Entwicklung der Industrie. Unser Engagement wird durch die Zertifizierung unserer Prozesse nach ISO 14001:2015 und die Zertifizierung B Corp bestätigt.

CONINCO bietet eigene, nachhaltige Investment-Lösungen in Form von Anlagefonds: **ONE Sustainable Fund – Global Environment ONE Sustainable Fund – Europe Dividend** und **MIRABAUD (CH) – CONINCO Swiss Engagement**. Außerdem waren wir 2007 Mitgründer der **ONE CREATION Cooperative** [www.onecreation.org](http://www.onecreation.org), die ebenfalls B Corp zertifiziert ist. Ebenso verfügen wir über Lösungen im Bereich physisches Gold.

CONINCO bietet aufgrund der Erfahrungen auf dem Gebiet der gewissenhaften 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, individueller Beratung und massgeschneiderten Lösungen geprägt ist.

### **CONINCO Explorers in finance AG**

Olivier Ferrari, Generaldirektor  
Sabine Giamarresi-Mabillard,  
Investitionslösungen  
Adrien Koehli, Direktor Institutionelle  
Vermögensverwaltung  
Quai Perdonnet 5  
CH - 1800 Vevey  
T +41 21 925 00 33  
[coninco@coninco.ch](mailto:coninco@coninco.ch)  
[www.coninco.ch](http://www.coninco.ch)



## EDMOND DE ROTHSCHILD

Le groupe Edmond de Rothschild occupe une position unique dans le monde des institutions financières. Nous nous définissons comme une maison d'investissements de convictions au service de clients privés et d'investisseurs institutionnels. Notre groupe s'articule autour de 5 métiers: Banque Privée, Asset Management, Private Equity, Institutional & Fund Services et Corporate Finance.

Créé en 1953, le groupe compte aujourd'hui 150 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 2'700 collaborateurs et 32 implantations dans le monde.

Edmond de Rothschild Asset Management regroupe l'ensemble des activités de gestion d'actifs du groupe Edmond de Rothschild. Notre offre d'Asset Management est conçue pour proposer à nos clients une gestion active et

de convictions adaptée à leurs besoins et contraintes. Nos expertises couvrent à la fois les actifs liquides et les actifs non liquides (dette d'infrastructure, private equity, immobilier).

Nous cherchons à aller au-delà d'une performance indiquée en privilégiant une création de valeur sur le long-terme et des points de vue affirmés. Notre objectif est d'offrir des solutions d'investissement riches de sens et d'avoir un impact concret sur l'économie réelle.

### Edmond de Rothschild Asset Management (Suisse) S.A.

8, rue de l'Arquebuse  
Case postale 5441  
CH - 1211 Genève 11

#### Hendrik Steenbergen

Directeur adjoint  
Clientèle institutionnelle  
T +41 58 201 75 92  
F +41 58 201 75 09  
[h.steenbergen@edr.com](mailto:h.steenbergen@edr.com)  
[www.edram.ch](http://www.edram.ch)



## EDMOND DE ROTHSCHILD

Die Edmond de Rothschild Gruppe nimmt eine einzigartige Position in der Welt der Finanzinstitute ein. Wir verstehen uns als eine Investmentgesellschaft mit Überzeugungen für Privatkunden und institutionelle Anleger. Unsere Gruppe gliedert sich in 5 Geschäftsfelder: Private Banking, Asset Management, Private Equity, Institutional & Fund Services und Corporate Finance.

1953 gegründet, verfügt die Gruppe heute über 150 Milliarden Euro Assets under Management, 2.700 Mitarbeiter und 32 Standorte weltweit.

Edmond de Rothschild Asset Management umfasst alle Vermögensverwaltungsaktivitäten der Edmond de Rothschild Gruppe. Unser Angebot im Bereich Asset Management zielt darauf ab, unseren Kunden ein aktives und überzeugendes Management anzubieten, das auf ihre Bedürf-

nisse und Einschränkungen zugeschnitten ist.

Unsere Expertise umfasst sowohl liquide als auch illiquide Assets (Infrastrukturkredite, Private Equity, Immobilien). Wir streben danach, über die indexierte Performance hinauszugehen, indem wir uns auf langfristige Wertschöpfung und starke Ansichten konzentrieren. Unser Ziel ist es, sinnvolle Anlagelösungen anzubieten und konkrete Auswirkungen auf die Realwirtschaft zu haben.

### Edmond de Rothschild Asset Management (Suisse) S.A.

8, rue de l'Arquebuse  
Postfach 5441  
CH - 1211 Genf 11

#### Hendrik Steenbergen

Stellvertretender Direktor  
Institutionnelle Kunden  
T +41 58 201 75 92  
F +41 58 201 75 09  
[h.steenbergen@edr.com](mailto:h.steenbergen@edr.com)  
[www.edram.ch](http://www.edram.ch)



## Invesco Real Estate figure parmi les leaders mondiaux de la gestion immobilière, implanté initialement aux États-Unis en 1983, avant de gagner l'Europe et l'Asie.

Gérant de dimension internationale, Invesco Real Estate couvre toutes les régions et catégories de risque, les investissements cotés et non cotés, et ce, dans tous les secteurs de l'immobilier commercial, de l'hôtellerie et du segment « multi-family ». Avec 70,5 milliards d'euros d'actifs\* sous gestion sous forme d'immobilier direct et de titres de cotés en bourse, Invesco Real Estate emploie plus de 519 collaborateurs répartis dans 21 bureaux à travers le monde.

Nous comptons parmi les plus grandes sociétés de gestion d'actifs immobiliers au niveau international, et nous nous concentrons exclusivement sur la gestion d'investissements, dans le cadre d'une culture axée sur la performance. Nos services couvrent la gestion de fonds, la structuration et le financement d'acquisitions, la gestion d'actifs et les liquidations.

En tant que branche de gestion immobilière d'Invesco Ltd., nous bénéficions de l'appui d'une organisation internationale robuste ainsi que de l'expertise de nos spécialistes de terrain, actifs au quotidien sur leurs marchés locaux.

En Europe, Invesco Real Estate regroupe près de 163 collaborateurs dans huit bureaux à Londres, Munich, Milan, Madrid, Paris, Prague, Luxembourg et Varsovie. Nous gérons 159 actifs dans 13 pays européens, pour un encours de gestion total de 11,1 milliards d'euros\*.

Invesco Real Estate offre un vaste éventail de stratégies aux investisseurs institutionnels. Le choix de la stratégie et du véhicule d'investissement dépend des objectifs de nos clients, de leur appétence pour le risque et de leur capital à investir. Nos stratégies présentent un historique éloquent dans de nombreux cycles immobiliers. Spécialiste interna-

tional disposant d'un accès régulier aux opportunités hors marchés, notre équipe d'experts locaux travaille main dans la main avec l'équipe dédiée d'Invesco Real Estate sans jamais perdre de vue les intérêts de nos clients, pour investir sur les bons marchés, au bon moment.

\*Toutes les données sont arrêtées au 30 juin 2019.

### Invesco Real Estate

Ali Apaydin  
Senior Relationship Manager,  
Institutional Clients

Talacker 34  
CH - 8001 Zürich

T +41 44 287 90 53  
F +41 44 287 90 10

[Ali.Apaydin@invesco.com](mailto:Ali.Apaydin@invesco.com)  
[www.invesco.ch](http://www.invesco.ch)



### GESELLSCHAFTSPORTRÄT

#### Über Invesco Real Estate

Invesco Real Estate ist eine auf grenzüberschreitende Immobilieninvestitionen spezialisierte Gesellschaft, die bereits seit 1983 in den USA tätig ist und ihre Aktivitäten seither auf die europäischen und asiatischen Immobilienmärkte ausgeweitet hat. Invesco Real Estate bietet in allen Regionen, Sektoren und Risikokategorien passende Investmentlösungen, diese sind sowohl als Fonds- und auch als Einzelmandatsstrukturen darstellbar.

Als Spezialist für Immobilienanlagen innerhalb von Invesco Ltd. profitiert Invesco Real Estate von der globalen Plattform der Firma in Verbindung mit der Expertise eigener lokaler Immobilienspezialisten, einem Research-basierten Investmentansatz, dem aktiven Management von Investments sowie vom exklusivem Fokus

des Unternehmens auf Investmentmanagement.

Invesco Real Estate verwaltet ein globales Anlagevermögen von 70,5 Mrd. Euro, das indirekten Anlageinstrumenten, wie Immobilienfonds, und in börsengehandelten Immobilienwertpapieren angelegt ist, und hat mehr als 519 Mitarbeiter in 21 Niederlassungen weltweit.

In unseren acht europäischen Büros in London, München, Mailand, Madrid, Paris, Prag, Luxemburg und Warschau beschäftigen wir rund 163 Mitarbeiter. Wir verwalten in Europa 159 Immobilienobjekte in dreizehn Ländern und ein Anlagevermögen von 11,1 Mrd. Euro. Das Team verfügt über einen breiten Erfahrungsschatz über alle drei gewerblichen Sektoren sowie Hotels und Wohnimmobilien. Die starke Präsenz und Kenntnisse

der lokalen Immobilienmärkte gewährleisten ein konstantes Angebot an Investitionsmöglichkeiten.

Stand aller Daten: 30. Juni 2019

### Invesco Real Estate

Ali Apaydin  
Senior Relationship Manager,  
Institutional Clients

Talacker 34  
CH - 8001 Zürich

T +41 44 287 90 53  
F +41 44 287 90 10

[Ali.Apaydin@invesco.com](mailto:Ali.Apaydin@invesco.com)  
[www.invesco.ch](http://www.invesco.ch)

# LEGG MASON

GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Guidés par notre mission – Investing to Improve Lives – nous aidons nos clients à atteindre leurs objectifs financiers en diversifiant leurs choix d'investissement et en leur proposant des solutions spécialisées de gestion de portefeuille.

Cette profusion de choix est alimentée par la vaste gamme de stratégies et de véhicules d'investissement proposée par Legg Mason. Cette expertise est le fruit d'un riche héritage et d'une longue expérience dans le domaine financier remontant à 1899, et du travail des neuf filiales de gestion spécialisées indépendantes que nous représentons. Nous gérons aujourd'hui pour leur compte plus de 780.2 milliards de dollars\*. En choisissant Legg Mason, nos clients savent parfaitement qu'ils sollicitent l'une des plus grandes sociétés de gestion au monde, et qu'ils bénéficieront de l'expertise digne d'une boutique de gestion.

Nos neuf sociétés de gestion indépendantes bénéficient d'une expertise spécialisée en matière d'obligations, d'actions, d'immobilier, de fonds couverts et de solutions diversifiées. Une approche par les risques éclaire nos prises de décisions, qu'elles concernent la constitution de nos portefeuilles au quotidien ou la gouvernance d'entreprise sur le long terme.

La gestion ESG fait partie intégrante de notre approche de gestion mais elle occupe aussi une place centrale dans le pilotage de notre société. Legg Mason, Inc. a d'ailleurs figuré parmi les entreprises les plus justes («Most JUST Companies») sur le territoire américain en 2018 selon Forbes et JUST Capital.

\*Au 30 juin 2019

## Legg Mason Investments (Switzerland) GmbH

Rue Kéberg 6  
1201 Genève

Raphaël PICAUD  
Business Development Director  
T +41 22 715 20 40 (Direct)  
+41 79 641 82 28 (Mobile)  
[rpicaud@leggmason.com](mailto:rpicaud@leggmason.com)  
[www.leggmason.ch](http://www.leggmason.ch)

## GESELLSCHAFTSPORTRÄT

# LEGG MASON

GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Geleitet von unserer Mission - Investing to Improve Lives - helfen wir Anlegern, ihre finanziellen Ziele zu erreichen, indem wir ihre Investitionsmöglichkeiten erweitern und ein professionelles Vermögensmanagement anbieten. Die Auswahl ergibt sich aus dem breiten Angebot an Anlagestrategien und -instrumenten von Legg Mason.

Unsere Expertise resultiert aus einem reichen Erfahrungsschatz, der bis in das Jahr 1899 zurückreicht und sich auf neun spezialisierte, unabhängige Investmentmanager erstreckt, die wir vertreten.

Es ist diese Kombination aus Auswahl und Fachwissen, die Kunden aus der ganzen Welt veranlasst, uns über 780.2 Milliarden Dollar\* ihres Vermögens anzuvertrauen.

Legg Mason hat es sich zur Aufgabe gemacht, innovative Produkte und Strategien anzubieten, um den sich

wandelnden Bedürfnissen unserer Kunden gerecht zu werden. Heute führt ein größeres Bewusstsein dafür, wie sich Investitionen auf die Welt auswirken können, dazu, dass viele Investoren Strategien in Betracht ziehen, die Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG) berücksichtigen.

Durch unsere Familie unabhängiger Investmentgesellschaften können wir unseren Kunden helfen, die gewünschten Ergebnisse zu erzielen, indem wir ihnen nachhaltigkeits-spezifische Anlagentmöglichkeiten anbieten. Natürlich geht es beim Thema Nachhaltigkeit nicht nur darum, wie wir für unsere Kunden investieren können. Auch die Art und Weise, wie wir unser Geschäft führen, ist für uns entscheidend. Und als Beweis dafür wurde Legg Mason, Inc. zu einer der „America's Most JUST Companies 2018“ ernannt. Eine Auszeichnung von Forbes und JUST Capital.

\*Stand 30. Juni 2019

## Legg Mason Investments (Switzerland) GmbH

Rue Kéberg 6  
1201 Genève

Raphaël PICAUD  
Business Development Director  
T +41 22 715 20 40 (Direct)  
+41 79 641 82 28 (Mobile)  
[rpicaud@leggmason.com](mailto:rpicaud@leggmason.com)  
[www.leggmason.ch](http://www.leggmason.ch)



Mirabaud Asset Management fait partie de la famille des boutiques de gestion d'actifs modernes qui évoluent avec leur temps, en prenant en compte les attentes et les besoins grandissants de sa clientèle institutionnelle ainsi que de l'environnement réglementaire. Offrant un style de gestion active de conviction et proposant une gamme ciblée de solutions d'investissement, Mirabaud se positionne comme un acteur de référence dans ce secteur d'activité en Suisse et dans le monde.

Indépendance, alignement d'intérêts, accessibilité, transparence et entrepreneuriat sont quelques-unes des valeurs au cœur de l'ADN Mirabaud au travers desquelles se communique notre passion de l'investissement.

Nos spécialistes, présents à Genève, Zurich, Londres, Paris, Madrid, Barcelone, Milan et à Luxembourg, disposent de solides compétences et de produits performants dans le domaine de la gestion traditionnelle actions, obligataire, balancée et alternative. Mirabaud Asset Management est l'expert en gestion de l'offre globale Mirabaud prévoyance, prestation unique déclinée au sein des différentes entités du groupe en Suisse.

#### **Mirabaud Asset Management (Suisse) SA**

29, Boulevard Georges-Favon  
CH - 1204 Genève

T +41 58 816 20 20

[www.mirabaud-am.com](http://www.mirabaud-am.com)

Pierre Lingjaerde  
Senior Institutional Sales  
Directeur

T +41 58 200 60 45

[pierre.lingjaerde@mirabaud-am.com](mailto:pierre.lingjaerde@mirabaud-am.com)

Thierry Zen Ruffinen  
Institutional Relationship Manager  
Sous-Directeur

T +41 58 200 60 50

[thierry.zenruffinen@mirabaud-am.com](mailto:thierry.zenruffinen@mirabaud-am.com)

#### **GESELLSCHAFTSPORTRÄT**



Mirabaud Asset Management zählt zur Familie der modernen Boutique-Anlageverwalter, die sich ihrer Zeit anpassen, indem sie die immer höheren Ansprüche und umfassenderen Bedürfnisse ihrer institutionellen Kunden und des aufsichtsrechtlichen Umfelds berücksichtigen. Mit einem aktiven, auf Überzeugungen beruhenden Verwaltungsstil und einem Angebot an zielgerichteten Anlagelösungen positioniert sich Mirabaud in der Schweiz und weltweit als Referenz in der Branche.

Unabhängigkeit, Abstimmung der Interessen, Zugänglichkeit, Transparenz und Unternehmergeist zählen zu den wichtigsten Werten von Mirabaud, durch die das Unternehmen seine Leidenschaft für Anlagen vermittelt.

Unsere Spezialisten in Genf, Zürich, London, Paris, Madrid, Barcelona, Mailand und Luxemburg verfügen über solide Kompetenzen und

leistungsstarke Produkte auf dem Gebiet der traditionellen Verwaltung von Aktien, Anleihen, ausgewogener und alternativer Anlagen. Mirabaud Asset Management ist der Experte für die Verwaltung des globalen Angebots Mirabaud Prévoyance, einer einzigartiges Leistungsangebot der verschiedenen Einheiten der Gruppe in der Schweiz.

#### **Mirabaud Asset Management (Suisse) SA**

29, Boulevard Georges-Favon  
CH - 1204 Genf

T +41 58 816 20 20

[www.mirabaud-am.com](http://www.mirabaud-am.com)

Pierre Lingjaerde  
Senior Institutional Sales  
Directeur

T +41 58 200 60 45

[pierre.lingjaerde@mirabaud-am.com](mailto:pierre.lingjaerde@mirabaud-am.com)

Thierry Zen Ruffinen  
Institutional Relationship Manager  
Unterdirektor

T +41 58 200 60 50

[thierry.zenruffinen@mirabaud-am.com](mailto:thierry.zenruffinen@mirabaud-am.com)

# ROBECOSAM

Fondée en 1995, RobecoSAM est une société d'investissement spécialisée exclusivement dans l'investissement durable. Elle propose des services en matière de gestion d'actifs, d'indices, l'investissement et l'analyse d'impact, d'évaluation de durabilité et de benchmarking. Les capacités de la société en matière de gestion d'actifs s'adressent aux détenteurs d'actifs institutionnels et aux intermédiaires financiers et couvrent tout un éventail d'investissements intégrant les critères ESG.

Les stratégies thématiques dans le domaine de l'utilisation efficace des ressources sont caractérisées par un solide historique de performances. En collaboration avec S&P Dow Jones Indices, RobecoSAM publie les indices de durabilité de Dow Jones (DJSI), ainsi que les séries du S&P ESG Factor Weighted Index, la première famille d'indices à considérer l'ESG comme un

facteur autonome de performance, en utilisant la méthodologie RobecoSAM Smart ESG. À partir de son évaluation de la durabilité des entreprises (CSA), une analyse ESG annuelle d'environ 4500 sociétés cotées, RobecoSAM a constitué l'une des bases de données les plus complètes au monde en matière d'informations financières et de durabilité.

Dans le cadre de son propre engagement visant à promouvoir des pratiques relatives à l'investissement durable, RobecoSAM est signataire des PRI, du Pacte mondial de l'ONU et du Climate Action 100+, soutient le Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques (TCFD) et est membre d'Eurosif, Swiss Sustainable Finance, Carbon Disclosure Project (CDP) et Portfolio Decarbonization Coalition (PDC).

## RobecoSAM

Rue du Commerce 4  
CH - 1204 Genève

Jeremy Chapuis  
Senior Sales Manager (Suisse Romande)  
T +41 44 529 06 30  
[jeremy.chapuis@robecosam.com](mailto:jeremy.chapuis@robecosam.com)  
[www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)

## GESELLSCHAFTSPORTRÄT

# ROBECOSAM

RobecoSAM, gegründet 1995, ist ein Vermögensverwalter mit exklusivem Fokus auf Sustainability Investing. Das Angebot umfasst Asset Management, Indizes, Impact Investing und Analysen, Nachhaltigkeitsbewertungen sowie Benchmarking Services. RobecoSAM offeriert institutionellen Anlegern und Finanzintermediären Zugang zu ESG-integrierenden Investmentlösungen mit einem langjährigen Erfolgsausweis zum Investitionsthema „Ressourceneffizienz“.

In Kooperation mit S&P Dow Jones Indices publiziert RobecoSAM die weltweit anerkannten Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) sowie die S&P ESG Factor Weighted Index-Serie, welche als erste Indexfamilie überhaupt ESG als eigenständigen Performancefaktor betrachtet, basierend auf der Smart ESG Methodologie von RobecoSAM. Im Rahmen seines Corporate Sustainability Assessment (CSA) analysiert RobecoSAM jährlich

die Nachhaltigkeitsleistung von rund 4'500 börsennotierten Unternehmen. Dadurch entstand über die Jahre eine der weltweit umfassendsten Datenbanken für finanziell relevante Nachhaltigkeitsinformationen.

Als Vorreiter nachhaltiger Investmentlösungen und deren Verbreitung gehört RobecoSAM zu den Unterzeichnern der PRI, des UN Global Compact sowie von Climate Action 100+, unterstützt die Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) und ist Mitglied bei Eurosif, Swiss Sustainable Finance, Carbon Disclosure Project (CDP) sowie der Portfolio Decarbonization Coalition (PDC).

## RobecoSAM

Rue du Commerce 4  
CH - 1204 Genf

Jeremy Chapuis  
Senior Sales Manager  
(Französisch Schweiz)  
T +41 44 529 06 30  
[jeremy.chapuis@robecosam.com](mailto:jeremy.chapuis@robecosam.com)  
[www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)



Swiss Finance & Property Group

Avec un patrimoine géré de 5.9 milliards CHF (au 30 juin 2019), SFP Group compte parmi les plus grands gestionnaires indépendants d'actifs immobiliers en Suisse, parallèlement aux banques et aux assurances suisses.

Depuis 2001, nous proposons, principalement aux clients institutionnels, un large éventail de prestations de service sur le thème de l'immobilier. L'expertise en gestion de placements immobiliers directs repose sur des véhicules de placement propres, ainsi que sur des mandats de gestion de portefeuilles immobiliers.

Par ailleurs, nos gestionnaires de portefeuilles présentent d'excellentes performances en sélection active de titres dans le domaine des placements immobiliers indirects. Nous couvrons l'ensemble de l'univers des titres immobiliers cotés et non cotés (fonds,

SA) en Suisse, en Europe (REIT), et à travers le monde.

Le secteur Capital Markets complète notre compétence spécialisée avec des prestations de service dans le domaine des structures de marchés financiers, des placements, de la Corporate Finance, du négoce de titres, de la recherche et du conseil.

#### Swiss Finance & Property Group

Nicolas di Maggio  
CIO Indirect, Head of Asset Management Indirect  
[dimaggio@sfp.ch](mailto:dimaggio@sfp.ch)

Mauro Golinelli  
Sales Manager  
[golinelli@sfp.ch](mailto:golinelli@sfp.ch)  
Seefeldstrasse 275  
CH - 8008 Zurich  
T +41 43 344 74 41  
[www.sfp.ch](http://www.sfp.ch)



Swiss Finance & Property Group

Mit einem verwalteten Vermögen von CHF 5.9 Mrd. (per 30. Juni 2019) zählt die SFP Group nebst Schweizer Banken und Versicherungen zu den grössten unabhängigen Immobilien Asset Managern der Schweiz.

Seit 2001 bieten wir vorwiegend institutionellen Kunden ein breites Spektrum an Dienstleistungen rund um das Thema Immobilien an. Die Management Expertise von direkten Immobilienanlagen findet sich in eigenen Anlagevehikeln sowie auch in Verwaltungsmandaten von Immobilienportfolios wieder.

Ferner weisen unsere Portfolio Manager im indirekten Immobilienbereich einen erfolgreichen Leistungsausweis in der aktiven Titelselektion auf. Dabei decken wir das gesamte Universum von kotierten und nicht kotierten Immobilientiteln (Fonds, AGs) in der Schweiz, in Europa (REIT), sowie weltweit ab.

#### GESELLSCHAFTSPORTRÄT

Der Bereich Capital Markets rundet unsere Fachkompetenz mit Dienstleistungen im Bereich Kapitalmarkt-Strukturen, Platzierungen, Corporate Finance, Wertschriftenhandel sowie Research und Beratung ab.

#### Swiss Finance & Property Group

Nicolas di Maggio  
CIO Indirect, Head of Asset Management Indirect  
[dimaggio@sfp.ch](mailto:dimaggio@sfp.ch)

Mauro Golinelli  
Sales Manager  
[golinelli@sfp.ch](mailto:golinelli@sfp.ch)  
Seefeldstrasse 275  
CH - 8008 Zurich  
T +41 43 344 74 41  
[www.sfp.ch](http://www.sfp.ch)



Créée en 1937 par Thomas Rowe Price Jr., T. Rowe Price est une société de gestion indépendante dont l'objectif principal est de proposer une gestion active des avoirs de ses clients sur le long terme.

Notre entreprise est globale et active dans 49 pays à travers l'Europe, l'Amérique, l'Asie et le Moyen Orient. Nous gérons aujourd'hui plus de 1'098 milliards CHF d'actifs au travers d'une gamme complète de stratégies d'investissements.

T. Rowe Price emploie plus de 7200 personnes dans le monde, dont 607 professionnels de l'investissement et 82 gérants de portefeuille.

Notre société se définit autant par sa stabilité structurelle que financière (absence de dette long terme, liquidités importantes et participation salariale

en actions). Grâce à cette stabilité, T. Rowe Price a su faire face à tout type de conditions de marchés tout en gardant la même ligne de conduite et générer des performances élevées sur le long terme.

Notre siège principal est basé à Baltimore (États-Unis). Les autres bureaux principaux sont à Londres et Hong Kong.

<sup>1</sup> L'ensemble des actifs sous gestion des sociétés de T. Rowe Price group en USD sont convertis en CHF en utilisant un taux de change déterminé par une tierce partie indépendante. Les sociétés du groupe T. Rowe Price sont : T. Rowe Price Associates, Inc., T. Rowe Price International Ltd, T. Rowe Price Hong Kong Limited, T. Rowe Price Singapore Private Ltd, and T. Rowe Price (Canada), Inc. Les chiffres mentionnés ci-dessus sont au 30 juin 2019, sauf indication contraire.

#### **T. Rowe Price (Switzerland) GmbH**

Talstrasse 65  
CH - 8001 Zürich

Pierre-Alain Stehle  
Relationship Management  
[pierre-alain\\_stehle@troweprice.com](mailto:pierre-alain_stehle@troweprice.com)  
T +41 44 227 15 58  
[Troweprice.ch](http://Troweprice.ch)

#### **GESELLSCHAFTSPORTRÄT**



T. Rowe Price, 1937 von Thomas Rowe Price Jr. gegründet, ist eine unabhängige Investmentgesellschaft, mit dem primären Ziel, Kunden zu helfen ihre langfristigen Anlageziele zu erreichen.

Das Unternehmen ist in 49 Ländern in Europa, Nord- und Südamerika, Asien, Australien und im Nahen Osten vertreten. Es verwaltet Vermögenswerte in der Höhe von CHF 1'098 Mrd.<sup>1</sup> in einer Vielzahl unterschiedlicher Investmentstrategien.

Bei T. Rowe Price sind über 7'200 Mitarbeitende angestellt, darunter 607 Investmentexperten und 82 Portfoliomanager.

Unsere bedeutende organisatorische und finanzielle Stabilität (keine langfristigen Verbindlichkeiten, erhebliche liquide Mittel und Eigenkapital) sowie Erfahrungen durch diverse Arten von Marktbedingungen tragen zu einer bewährten Geschäftsstrategie bei, die

auf lange Sicht eine starke Leistung erbringen.

Unser Hauptsitz ist in Baltimore, USA. Weitere Hauptstandorte befinden sich in London und Hong Kong.

<sup>1</sup> Die Summe der verwalteten Vermögenswerte der Unternehmensgruppe T. Rowe Price in USD, die zu einem von einem unabhängigen Dritten festgelegten Wechselkurs in CHF umgerechnet werden. Die T. Rowe Price Unternehmensgruppe umfasst T. Rowe Price Associates, Inc., T. Rowe Price International Ltd, T. Rowe Price Hong Kong Limited, T. Rowe Price Singapore Private Ltd. und T. Rowe Price (Kanada) Inc. Alle oben genannten Zahlen beziehen sich auf den 30. Juni 2019, sofern nicht anders angegeben.

#### **T. Rowe Price (Switzerland) GmbH**

Talstrasse 65  
CH - 8001 Zürich  
Pierre-Alain Stehle  
Relationship Management  
[pierre-alain\\_stehle@troweprice.com](mailto:pierre-alain_stehle@troweprice.com)  
T +41 44 227 15 58  
[Troweprice.ch](http://Troweprice.ch)



*Outsmarting Smart Beta*

VIA AM a été créée en 2015 par des gérants, analystes et spécialistes de la gestion systématique disposant d'un « track record » robuste et d'une technologie de pointe, en partenariat avec un groupe européen de référence ; le Groupe Eric Sturdza, qui soutient les opérations et la distribution des fonds.

Ses stratégies reposent sur des règles transparentes et des données de très haute qualité, accessibles au travers de quatre compartiments d'une SICAV luxembourgeoise. Investir est une activité multidisciplinaire, rien ne doit être négligé ; les dénominations « Smart-Beta » ou « Risk-Premia » sont certes à la mode mais elles ne peuvent être garantes de bonnes performances. En revanche, un processus d'investissement solide y contribue.

L'expérience empirique de ce qui « performe ou non » constitue la base de la

philosophie de VIA AM, à savoir la réplique des techniques d'investissement utilisées par les meilleurs gérants de l'histoire, combinée à la recherche de « vérité comptable » grâce à des données totalement retraitées, aptes à représenter une forme d'authenticité économique.

VIA AM a développé des stratégies de gestion actions et de performance absolue systématiques fondées sur une technologie propriétaire qui analyse de manière systématique les informations économiques et comptables de 3,000 sociétés cotées dans le monde (dont 600 en Europe). Cette approche permet une analyse financière particulièrement objective et facilite les comparaisons entre sociétés.

En effet, cette « comptabilité économique » apporte, en amont de toute sélection et pour un univers très large,

une meilleure analyse de la rentabilité et de l'évaluation des sociétés. Elle permet de limiter le risque d'erreur d'appreciation et offre une autre lecture que celle des ratios comptables traditionnels.

#### VIA AM – VIA AM SICAV

Représentant et distributeur en Suisse :  
Banque Eric Sturdza SA  
112 rue du Rhône  
1204 Genève  
Jérôme Papailhau  
T +41 22 317 98 27  
[funds@banque-es.ch](mailto:funds@banque-es.ch)  
[www.via-am.com](http://www.via-am.com)



*Outsmarting Smart Beta*

VIA AM wurde 2015 von Managern, Analysten und Spezialisten der systematischen Vermögensverwaltung mit langjähriger Erfahrung und ausgewiesinem Erfolg in der Anwendung modernster Technologie, in Zusammenarbeit mit einer europäischen Referenzgruppe, Eric Sturdza Group, die auch den Betrieb und die Verteilung der Fonds unterstützt, gegründet.

Ihre Strategien basieren auf transparenten Regeln und Daten von sehr hoher Qualität, die über vier Teilfonds einer Luxemburger SICAV zugänglich sind. Investieren ist eine multidisziplinäre Tätigkeit, nichts darf vernachlässigt werden; Die Bezeichnungen „Smart-Beta“ oder „Risk-Premia“ sind zwar in Mode, können aber keine Garantie für eine gute Leistung sein; ein solider Investmentprozess hingegen, kann dazu beitragen.

Die empirische Erfahrung dessen, was „Mehrwert erzielt oder nicht“, ist die

Grundlage der VIA AM-Philosophie: Die von den besten Managern in der Geschichte angewandten Anlage-techniken in Kombination mit der Suche nach „Buchhaltungswahrheit“ (Dank vollständig aufbereiteter Daten, in der Lage eine Form wirtschaftlicher Authentizität darzustellen), zu replizieren.

VIA AM hat systematische Aktien- und Absolute-Return-Strategien entwickelt, die auf proprietären Technologien basieren und die Wirtschafts- und Rechnungslegungsinformationen von 3.000 börsennotierten Unternehmen weltweit (davon 600 in Europa) systematisch analysieren. Dieser Ansatz ermöglicht eine besonders objektive Finanzanalyse und erleichtert Vergleiche zwischen Unternehmen.

In der Tat bietet diese „wirtschaftliche Bilanzierung“ vor jeder Auswahl und für ein sehr breites Universum eine bessere Analyse der Rentabilität und Bewertung von Unternehmen.

Es begrenzt das Risiko von Fehleinschätzungen und bietet einen anderen Messwert als herkömmliche Rechnungslegungskennzahlen.

#### VIA AM – VIA AM SICAV

Vertreter und Distributor in der Schweiz:  
Bank Eric Sturdza SA  
112 rue du Rhône  
1204 Genf  
Jérôme Papailhau  
T +41 22 317 98 27  
[funds@banque-es.ch](mailto:funds@banque-es.ch)  
[www.via-am.com](http://www.via-am.com)



ÉNERGIES RENOUVELABLES  
EFFICACITÉ ÉNERGÉTIQUE  
TRANSPORTS ÉCOLOGIQUES  
GESTION DES DÉCHETS

## GESTION DE L'EAU

CONSEIL EN ENVIRONNEMENT  
BIOLOGIE ENVIRONNEMENTALE  
CHIMIE ENVIRONNEMENTALE  
MATERIAUX ÉCOLOGIQUES

Vevey | Genève

[www.onecreation.org](http://www.onecreation.org)

**ONE CREATION**  
*Think Sustainable*



# MIRABAUD

Asset Management

Partenaires au sein d'une solution d'investissement novatrice, MIRABAUD Asset Management et CONINCO Explorers in finance contribuent activement à la mise en œuvre des objectifs de développement durable pour les petites capitalisations suisses.  
[www.mirabaud-am.com](http://www.mirabaud-am.com)

PARTENAIRE

**CONINCO**   
*Explorers in finance*

**PREPARED FOR NOW /**