

**ROTATION ÉCONOMIQUE
OU TRANSITION
VERS DE NOUVELLES
OPPORTUNITÉS**

**WIRTSCHAFTLICHE ROTATION
ODER ÜBERGANG
ZU NEUEN CHANCEN**

Expérience et précision font partie de notre offre

Et parce que
nous prenons nos
responsabilités,
vos investissements
intègrent tous une
approche ESG !



La gestion de fortune est notre art.

www.baloise-asset-management.com

 **Baloise**
Asset Management

Editorial • Leitartikel

On pensait à la fin proche des soucis, après deux années de Covid-19. Que nous pourrions nous concentrer sur des éléments plus en ligne avec les opportunités d'une rénovation, reconstruction et construction durable de notre environnement et modèle économique. Le sort en décide autrement avec une énième guerre qui s'est engagée le 24 février 2022 en Europe. Les cartes des alliances, mésalliances et intrications de notre modèle de développement sont à reconsidérer!

Les marchés sont dans tous leurs états

Deux affiches récentes permettent de prendre le pouls du «stress» médiatique qui pourrait être cultivé durant un temps indéfini.

Plusieurs oiseaux de mauvais augure «promettent une nouvelle troisième guerre mondiale». Il en ressort un redémarrage d'une inflation dont il est difficile de préfigurer le plafond. La Russie et l'Ukraine produisent 30% du blé mondial et le risque d'un non-approvisionnement planétaire conduit à une inflation des prix qui se répercute comme un feu de forêt à toute la planète économique et... boursière. La peur des états supprime le dialogue et partout il conviendrait d'alimenter les budgets des armées qui ont déjà atteint 2'113 milliards de dollars en 2021 (www.tdg.ch).

Chaque jour 7'946'474'360 habitants de la planète (www.worldmeters.info) se lèvent et construisent notre présent et l'avenir. Pour 3,2 milliards d'humains vivant dans des zones se désertifiant de plus en plus (RTSInfo | COP15 contre la désertification) et, pour près de 1,4 milliard d'habitants dans les bidonvilles en 2020 (ONU-Habitat report), chaque jour il convient de relever le défi de survivre. Des chiffres qui donnent le vertige et qui sont à mettre en parallèle aux engagements politiques qui se modifient.

Regarder devant

Nous devons apporter des réponses et, dans ce contexte, nous voulons rester positifs au travers de ce numéro qui aborde des thématiques d'investissement tournées vers l'avenir. Elles n'échappent pas les éléments de forces négatives, mais elles offrent des réponses à cultiver.

Avec vous tous et toutes, chaque jour nous pouvons coconstruire un monde désirable. Nous vous souhaitons une bonne lecture.



Olivier Ferrari - CEO

Fondateur de / Gründer von

CONINCO 
Explorers in finance



Wir dachten, dass wir nach zwei Jahren Covid-19 ein nahes Ende der Sorgen sehen würden. Dass wir uns auf Dinge konzentrieren könnten, die mehr im Einklang mit den Möglichkeiten einer nachhaltigen Erneuerung, eines Wiederaufbaus und der Konstruktion unserer Umwelt und unseres Wirtschaftsmodells stehen. Das Schicksal entschied sich mit einem x-ten Krieg anders, der am 24. Februar 2022 in Europa begann. Die Karten der Allianzen, Mesalliances und Verflechtungen unseres Entwicklungsmodells müssen neu überdacht werden!

Die Märkte sind in Aufruhr

Zwei aktuelle Plakate lassen den Puls des Medien-"Stresses" fühlen, der auf unbestimmte Zeit kultiviert werden könnte.

Mehrere Unkenrufe "versprechen einen Dritten Weltkrieg". Das Ergebnis ist ein Wiederaufflammen der Inflation, deren Obergrenze nur schwer abzuschätzen ist. Russland und die Ukraine produzieren 30 % des weltweiten Weizens und die Gefahr einer weltweiten Nichtversorgung führt zu einer Preisinflation, die sich wie ein Waldbrand auf die gesamte Wirtschaftswelt und ... die Börse ausbreitet. Die Angst der Staaten verdrängt den Dialog und überall sollten die Budgets der Armeen, die 2021 bereits 2'113 Milliarden Dollar erreicht haben, aufgestockt werden (www.tdg.ch).

Jeden Tag stehen 7'946'474'360 Menschen auf der Erde (www.worldmeters.info) auf und gestalten unsere Gegenwart und die Zukunft. Für 3,2 Milliarden Menschen, die in Gebieten leben, die immer mehr veröden (RTSInfo | COP15 gegen die Wüstenbildung), und für fast 1,4 Milliarden Menschen, die 2020 in Slums leben werden (UN-Habitat report), gilt es jeden Tag, die Herausforderung des Überlebens anzunehmen. Zahlen, die schwindelerregend sind und denen ein sich veränderndes politisches Engagement gegenübersteht.

Nach vorne schauen

Wir müssen Antworten geben, und in diesem Zusammenhang wollen wir mit dieser Ausgabe, die sich mit zukunftsorientierten Investitionsthemen befasst, positiv bleiben. Sie weichen den Elementen negativer Kräfte nicht aus, bieten aber Antworten, die es zu kultivieren gilt.

Mit Ihnen allen können wir jeden Tag eine wünschenswerte Welt mitgestalten. Wir wünschen Ihnen viel Spaß beim Lesen.



Les sociétés participant au
Beteiligten Unternehmen in der

CONINCO MASTER CLASS

se présentent en pages 74 à 84
sind auf Seiten 74 bis 84 vorgestellt



SGF No 17

SOMMAIRE / INHALTSVERZEICHNIS

Été 2022

ROTATION ÉCONOMIQUE OU TRANSITION VERS DE NOUVELLES OPPORTUNITÉS

4 L'investissement à impact, un nouvel horizon pour les fonds de dette privée

Candriam

7 Réduire les risques liés à l'investissement dans les infrastructures sur fond de hausse de l'inflation et des taux d'intérêt

Columbia Threadneedle

11 Qualité des décisions dans la prévoyance professionnelle et ailleurs

Allea SA

12 Obligations : la fin d'un long cycle haussier

CONINCO Explorers in finance SA

14 Immobilier logistique et industriel : une classe d'actifs prometteuse

Edmond de Rothschild

17 Cat Bonds - Rendements attractifs, diversification efficace

GAM

21 Les défis de l'immobilier international direct post-covid et le futur des immeubles de bureaux au vu du télétravail

Invesco

25 Blockchain et actifs digitaux – un intérêt grandissant pour les caisses de pensions

LI Digital AG

28 L'immobilier résidentiel européen : terres d'opportunités ?

M&G Investments

32 ESG et zéro émission dans les portefeuilles de dette privée

Muzinich & Co.

35 Le private equity, un atout de la transition économique durable

Pictet Alternative Advisors

WIRTSCHAFTLICHE ROTATION ODER ÜBERGANG ZU NEUEN

39 Impact Investing - ein neuer Horizont für Private-Debt-Fonds

Candriam

41 Risikominimierung bei Infrastrukturanlagen wenn Inflation und Zinsen steigen

Columbia Threadneedle

46 Qualität der Entscheidungen in der beruflichen Vorsorge und anderswo

Allea SA

47 Anleihen: Das Ende eines langen Hausse-Zyklus

CONINCO Explorers in finance SA

49 Logistik und Industrieimmobilien: eine vielversprechende Anlageklasse

Edmond de Rothschild

52 Cat Bonds – Attraktive Renditen, effektive Diversifikation

GAM

56 Aktuelle Herausforderungen für die Immobilienwirtschaft

Invesco

60 Blockchain und digitale Vermögenswerte: eine Chance für Pensionskassen

LI Digital AG

63 Das Leben genießen: Ein neues Gleichgewicht für Europa?

M&G Investments

67 ESG & Netto-Null-Emissionen in Private-Debt-Portfolios

Muzinich & Co.

70 Private Equity hilft beim Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft

Pictet Alternative Advisors



Magazine édité par :

CONINCO Explorers in finance SA

Case postale 240

CH - 1800 Vevey

Plus d'informations : www.coninco.ch

Responsable de production :

Sylvie Ferrari

T +41 21 925 00 30

F +41 21 925 00 34

sferrari@coninco.ch

Imprimerie :

Musumeci Spa, Quart, Aosta - Italie

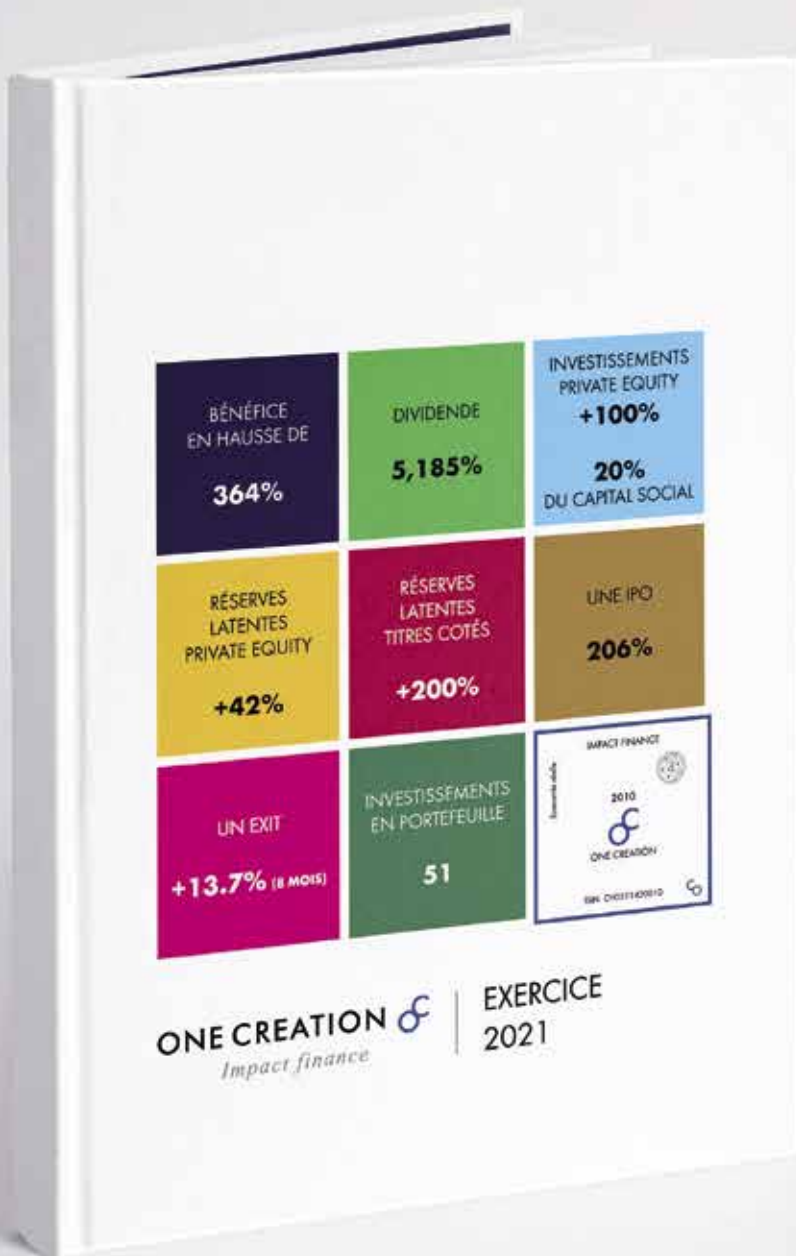
Illustrations : Tableaux de Cécile Goffart (p.38)

Tirage : 2'000 ex.

“

DONNEZ DES VALEURS À VOTRE ÉPARGNE”

PARTICIPEZ À L'ESSOR D'ENTREPRISES
DE POINTE NON ACCESSIBLES EN BOURSE.



www.onecreation.org/souscrire
VEVEY | GENÈVE



L'investissement à impact, un nouvel horizon pour les fonds de dette privée



Damien Scaillierez
Founder & Managing
Partner – Kartesia



Coralie De Maesschalck
Head of CSR & ESG – Kartesia

Candriam

Déclinaison de l'investissement durable et responsable qui rencontre un engouement grandissant, l'investissement à impact a trouvé un nouveau terrain de chasse : la dette des entreprises non cotées.

Les approches classiques d'investissement durable intègrent généralement des dimensions environnementales, sociales et de gouvernance (« ESG ») en plus de l'analyse financière. Leur objectif est d'optimiser les performances ajustées du risque sur le long terme, tout en évitant les effets négatifs sur la planète et la société. L'investissement à impact va un pas plus loin, étant réalisé avec une intention explicite de générer des impacts environnementaux ou sociaux précis, positifs et mesurables.

A première vue il peut sembler que le rôle de prêteur n'offre pas aux investisseurs suffisamment d'influence pour générer un impact social ou environnemental positif à travers les sociétés en portefeuille. En réalité cependant, le prêteur dispose de plusieurs leviers qui permettent d'associer recherche de rendement et impact positif, en particulier du côté des petites et moyennes entreprises. Tout d'abord un processus de sélection rigoureux, qui permet d'identifier des sociétés capables de mettre en œuvre des changements ayant les effets désirés. Et enfin le coût d'un prêt, outil clé à la disposition du prêteur. Le pilotage du taux d'emprunt et son conditionnement à la réalisation de certains indicateurs clés de performance (« ICPs ») est efficace pour inciter à des améliorations sociales ou environnementales tangibles. L'incitation est d'autant plus efficace si le prêteur se trouve

dans une situation de prêteur unique.

Une approche soigneusement conçue et mise en œuvre au fil du temps peut donc faire la différence.

Mais seule une stratégie de taux adaptée assortie d'objectifs ambitieux et d'un soutien continu auront un véritable impact tout en préservant le potentiel de rendement.

Les fonds d'investissement de dette privée à impact se destinent à une forte croissance dans les années à venir, à en juger par l'intérêt croissant pour l'investissement durable et notamment pour la dette durable. Entre 2016 et 2020, l'émission mondiale de dette durable a en effet augmenté d'environ 45% pour atteindre 732 milliards de dollars, selon Bloomberg NEF.

Dans les paragraphes qui suivent, nous mettons en évidence les cinq considérations qui, selon nous, sont essentielles pour établir un modèle permettant de créer un impact par le biais de la dette privée tout en offrant un rendement financier attractif.

1. Montrer l'exemple et utiliser son influence afin de créer de l'engagement

A la différence des investisseurs en capital-investissement, les prêteurs de dette privée ne sont pas actionnaires de l'entreprise. Ils doivent donc utiliser des leviers spécifiques pour s'assurer qu'une entreprise adopte la ligne de conduite souhaitée.

Un premier levier, simple mais important, dont disposent les gestionnaires de dette privée à impact est de faire preuve d'exemplarité. Ainsi, nombre de gestionnaires ont mis en place des initiatives autour de la neutralité carbone ou encore des programmes visant à inspirer les femmes à rejoindre le secteur de la finance.

En outre, il s'agit d'utiliser son influence en tant qu'investisseur : par exemple via des sièges au conseil d'administration et des réunions régulières avec la direction. Il est aussi possible de s'adresser à l'actionnariat, en nommant au conseil d'administration un administrateur indépendant axé sur les enjeux ESG, et ce afin de provoquer un engagement de la part des emprunteurs.

Bien sûr, il est beaucoup plus facile de mettre à exécution ces stratégies lorsqu'on est le seul prêteur ou, quand ce n'est pas possible, lorsqu'on assume la position majoritaire et donc contrôle les négociations sur les documents juridiques de l'opération.

Dans leur choix de gestionnaire de dette privée à impact, les investisseurs doivent donc s'entourer d'experts qui ont une solide expérience de l'accompagnement des entreprises dans les sujets ESG. En effet, il est important de noter que les concepts ESG peuvent être nouveaux pour certaines petites et moyennes entreprises emprunteuses. D'autre part, les investisseurs porteront une attention particulière à ce que les gestionnaires disposent des compétences nécessaires pour une analyse approfondie des modèles économiques et environnements concurrentiels des entreprises ainsi que d'un réseau qui leur permet d'être en première ligne des opérations les plus intéressantes.

2. Générer un véritable impact positif

Les gestionnaires d'actifs doivent justifier leurs prétentions à investir de manière durable. Il existe un scepticisme lié à la prépondérance du marketing au détriment de la substance.

Dans un premier temps, les incitations et les mécanismes d'un fonds d'impact de dette privée doivent être suffisants pour répondre à la définition large de l'investissement d'impact : générer un impact social et environne-

mental positif et mesurable, parallèlement à un rendement financier.

Intégrer une décote significative sur la marge (jusqu'à 50 points de base) liée à des objectifs précis et tangibles, tout en respectant les objectifs de rendement, est la clé d'un stimulus réussi. Trop souvent, les sustainability-linked loans (« SLLs »), ou prêts à impact du marché public offrent des rabais bien inférieurs (de 5 à 25 points de base) pour des objectifs qui font peu de différence.

Grâce à la longue période de détention de généralement quatre ans, un fonds de dette privée peut influencer un véritable changement dans une entreprise. Il peut demander un siège au conseil d'administration pour se consacrer aux questions ESG ou négocier des réunions mensuelles avec la direction ou le sponsor de l'entreprise (un fonds de capital-investissement généralement).

A commencer par la due diligence, le processus d'investissement doit intégrer l'analyse

ESG pour justement situer et mesurer où les améliorations ESG pourraient être apportées. Le périmètre d'analyse de cette due diligence ESG sera adapté à l'activité, la localisation et la taille de l'entreprise.

Les critères typiques d'analyse dans le cadre de la due diligence ESG sont les sujets suivants :

- Exclusions de certains secteurs d'activités et le respect des principes énoncés par l'initiative United Nations Global Compact (UNGC)
- Impact des produits et services sur les objectifs de développement durable : les impacts positifs et négatifs seront identifiés et, si possible, quantifiés (part des revenus liés à ces impacts)
- Impact des opérations sur l'environnement : politique environnementale, consommation d'énergie et empreinte carbone, déchets, gestion de l'eau, biodiversité, etc.

Une due diligence ESG approfondie et solide

permet à l'entreprise de comprendre quels risques et opportunités ont été identifiés. Un plan d'action d'impact est ensuite négocié avec l'entreprise, avec des objectifs tels que la réduction de son empreinte carbone ou l'augmentation de la diversité d'un pourcentage spécifique, avec des ICPs annuels qui, une fois atteints, déclenchent un mécanisme de réduction de la marge de prêt d'un montant convenu annuellement.

Le cadre d'une stratégie de dette privée à impact est double. Premièrement, les ICPs choisis doivent être liés au plus pertinent des 17 Objectifs de Développement Durable (ODD) des Nations Unies. Par exemple, pour une entreprise manufacturière, il peut s'agir de l'ODD 8 : travail décent et croissance économique. Deuxièmement, la réglementation de l'Union Européenne sur la publication d'informations en matière de durabilité (SFDR) fournit un cadre réglementaire et de transparence pour les fonds d'impact, qui sont généralement classifiés comme des produits dits « article 9 ». Cette directive



Cécile Goffart, 100x100cm

exige également que les gestionnaires d'actifs divulguent leurs politiques concernant les principaux impacts négatifs (« PAIs ») de leurs décisions d'investissement, c'est-à-dire l'impact négatif de leurs investissements sur l'environnement et la société. Ainsi, la réglementation SFDR fournit une grille de lecture commune et plus harmonisée aux investisseurs face à l'offre grandissante de stratégies durables.

3. L'investissement à impact n'implique pas de sacrifier les rendements

Il y a pendant longtemps eu un débat sur le fait que l'investissement à impact implique ou pas de sacrifier les rendements. De nombreuses expériences concrètes et travaux de recherche, tels que ceux du Global Impact Investors Network (« GIIN »), suggèrent le contraire. Dans son rapport Evidence on Financial Performance of Impact Investments datant de 2017, le GIIN a conclu que les fonds à impact « recherchant des rendements au taux du marché performant à des niveaux similaires à ceux de leurs pairs sur les marchés conventionnels ».

Pour une stratégie de dette privée à impact, offrir une décote de 50 points de base sur une marge de départ d'environ 4 % peut sembler significatif pour l'emprunteur. Cependant, cela n'entraîne pas forcément une réduction importante au niveau de la

performance du fonds.

En outre, il existe un consensus croissant sur le fait que l'investissement durable réduit le risque d'une entreprise en améliorant ses performances environnementales et sociales. A moyen terme, cela améliore logiquement le rendement ajusté du risque d'un portefeuille de prêts.

4. Le suivi et le reporting de d'indicateurs clefs de performance mesurables

La réglementation SFDR fournit une liste d'ICPs pour le suivi et le reporting - certains obligatoires et d'autres volontaires. Ces indicateurs doivent être convenus avec l'emprunteur lors de la négociation des conditions du prêt.

Les indicateurs sociaux peuvent par exemple concerner le nombre d'employés permanents, le nombre de femmes administrateurs ou encore le nombre d'accidents du travail. Les ICPs environnementaux sont eux susceptibles de se concentrer sur l'empreinte carbone d'une entreprise ou sur l'intensité de ses déchets dans des domaines tels que l'eau et l'énergie.

Enfin, le reporting aux investisseurs de ces indicateurs est également indispensable pour justifier de leurs ambitions et des progrès réalisés.

5. La formation de partenariats d'expertise

Les partenariats sont essentiels à l'investissement à impact. Ils aident les gestionnaires d'actifs à donner l'exemple et complètent l'expertise interne parfois insuffisante.

Les Principes pour l'Investissement Responsable des Nations Unies par exemple proposent un soutien pratique et des lignes directrices pour intégrer les risques et opportunités ESG dans l'analyse des investissements et les processus de prise de décision.

Sur le plan environnemental, certaines agences de notation proposent des évaluations annuelles de l'empreinte carbone des portefeuilles des sociétés de gestion, avec la possibilité pour les gestionnaires de neutraliser ces émissions.

Eviter le greenwashing

À l'avenir, la réglementation européenne en matière d'investissement durable devrait continuer à agir comme un accélérateur de la croissance du marché.

La meilleure transparence qui découle des dispositifs réglementaires fournira plus de visibilité aux investisseurs institutionnels européens, dont beaucoup ont désormais l'obligation d'investir de manière durable, voire impactante. Il existe également des lois au niveau national, comme la loi Pacte en France, qui peuvent encourager certaines entreprises à déclarer leurs raisons d'être à travers des objectifs sociaux et environnementaux.

En effet, il y a une tendance croissante vers des entreprises ayant un objectif social plus large. Ceci s'inscrit en nette rupture avec la doctrine de l'économiste américain lauréat du prix Nobel Milton Friedman, qui affirmait que la seule responsabilité d'une entreprise était envers les actionnaires, et qui était largement acceptée dans les années 1970-80. Pour cette raison, les investisseurs doivent trouver des véhicules d'investissement qui s'engagent véritablement à avoir un impact positif. ■



Cécile Goffart, 70x100cm

Réduire les risques liés à l'investissement dans les infrastructures sur fond de hausse de l'inflation et des taux d'intérêt



Ingrid Edmund
Senior Portfolio Manager

Columbia Threadneedle

L'inflation élevée, la hausse des taux d'intérêt et la croissance économique atone constituent des risques pour tous les investisseurs, y compris pour ceux qui misent sur les infrastructures. Cependant, une approche soigneusement diversifiée de la construction de portefeuille est susceptible de protéger les rendements dans la quasi-totalité des scénarios macroéconomiques, affirme Ingrid Edmund, Head of Portfolio Management & Financing – Infrastructure Investments chez Columbia Threadneedle Investments.

Compte tenu de l'inflation élevée, de la croissance économique incertaine et de la progression des taux d'intérêt, les caractéristiques défensives des investissements dans les infrastructures seront probablement mises à l'épreuve dans les années à venir. Après tout, les investisseurs se tournent généralement vers les infrastructures car elles offrent une faible corrélation par rapport aux marchés financiers et économies au sens large, une protection contre l'inflation, une solide préservation du capital et des performances ajustées du risque régulières, assorties de composantes de rendement appréciables.

Cependant, alors que les fonds d'infrastructures non cotés ont enregistré une forte performance au cours des 10 à 15 dernières années, la variabilité de cette performance a dépassé les prévisions. En réalité, elle ressemblait davantage à celle du private equity. De plus, la plupart des revenus encaissés par les

investisseurs provenaient davantage de réalisations à l'échéance d'un fonds que d'un rendement récurrent.

Selon nous, cela est dû à une construction de portefeuille inadéquate et à l'absence d'objectif de rendement explicite dans les fonds fermés. La méthode de diversification la plus courante fonctionne simplement par zone géographique ou secteur, en plus des catégories propres à l'univers du private equity, comme « core », « core-plus » et « value-add ». Si les investisseurs recherchent une performance et des rendements réguliers, il est essentiel, au sein d'un univers d'investissement complexe tel que celui des infrastructures, que les portefeuilles soient bien diversifiés, en fonction des différents impacts exercés par les facteurs macroéconomiques sur chaque actif d'infrastructure, en prenant en compte la sensibilité de ses revenus et l'étape où il se trouve dans son cycle de vie.

Contrairement aux idées reçues, nous pensons que les actifs d'infrastructures ne protègent pas systématiquement les investisseurs de la volatilité du cycle économique. Ils ne le peuvent que si une approche systématique et dynamique est appliquée afin de tirer profit du pouvoir de diversification de la classe d'actifs.

L'impact macroéconomique dépend de l'actif

Afin de montrer pourquoi la diversification du portefeuille doit prendre en considéra-

tion les caractéristiques macroéconomiques propres à chaque actif d'infrastructure, prenons l'exemple de la production d'énergie renouvelable. En théorie, les éoliennes devraient être des investissements attrayants dans le monde entier à l'heure actuelle, compte tenu des niveaux records atteints par les prix de l'électricité. Pourtant, l'impact dépendra du modèle de revenus des actifs : contrats de prise ferme (« take-or-pay »), contrats d'achat d'électricité à prix fixe (PPA), tarifs de rachat (feed-in-tariff, FIT) ou centrales commerciales (« merchant power »). Alors que les actifs ont souvent une durée de vie longue, pouvant atteindre 30 ans, voire plus, les modèles de revenus sont appelés à changer au fil du temps, puisque les PPA peuvent tout autant durer de 3 à 5 ans que de 10 à 15 ans, de la même manière que les FIT. Les revenus présumés tendent à intégrer des prévisions d'inflation à long terme, mais uniquement de manière partielle et indirecte. Les actifs suivant le modèle FIT devront tous passer à un autre modèle de revenus pendant leur cycle de vie. Parallèlement, la technologie stimule la déflation des coûts, préservant ou élargissant les marges pour les entreprises spécialisées dans les énergies renouvelables. L'automatisation et les logiciels ont entraîné une baisse des frais d'exploitation et de maintenance (principaux facteurs de coûts), et les entreprises comptent largement sur les technologies pour continuer de réduire leurs coûts. Bloomberg New Energy Finance prévoit que les coûts du capital devraient continuer de baisser jusqu'en 2050 dans le secteur des énergies renouvelables. Par exemple, pour les systèmes photovoltaïques, la baisse prévue est de 3% par an à l'horizon 2030. En d'autres termes, leur contribution au rapport rendement/risque du portefeuille variera au cours de la vie de l'actif.

Cela signifie que deux actifs situés dans le même pays et dans le même secteur pourront générer des rendements peu corrélés. Cette situation s'explique par leur niveau de sensibilité différent à la croissance économique et à l'inflation. Qui plus est, ces sensibilités varieront au cours de la vie des actifs.

Ce problème de diversification insuffisante lors de la construction du portefeuille est amplifié dans les fonds fermés, qui représentent la voie d'accès la plus courante aux infrastructures non cotées. Ces fonds ont également une durée de vie juridique limitée, ce

qui signifie qu'ils n'investissent que pendant une période définie, puis restituent le capital à la vente des actifs. La nécessité pour eux de déployer le capital rapidement l'emporte sur toute considération systématique liée à la diversification du portefeuille, puisque seul un nombre limité d'actifs sera disponible au cours de la période d'investissement. Par ailleurs, les allocations du portefeuille à des facteurs de diversification clés évolueront à mesure que le fonds vend et acquiert des actifs. Il ne sera pas possible de compenser les expositions afin de rééquilibrer le portefeuille.

Réduire la volatilité sans prédire le cycle

Afin de libérer le potentiel de diversification qu'offrent les infrastructures par le biais de leurs caractéristiques défensives, les portefeuilles doivent être suffisamment robustes pour atteindre leurs objectifs de rendement dans différents scénarios macroéconomiques, moyennant une volatilité réduite. Seuls les actifs qui contribuent au rendement global du portefeuille du point de vue de la diversification devraient être ajoutés, et pas seulement

les « bons » actifs qui sont disponibles à un moment donné.

Il convient de noter qu'un portefeuille devrait être diversifié selon le risque lié au revenu, en prenant en considération trois variables principales : l'inflation, la croissance du PIB et les taux d'intérêt. Prenons différents types d'actifs à titre d'exemple. Un réseau électrique entièrement réglementé ne sera pas particulièrement sensible aux variations de la croissance économique, mais sera nettement plus influencé par les hausses de l'inflation, la plupart des tarifs réglementés étant liés à l'inflation. La plupart des services aux collectivités afficheront quant à eux une corrélation négative avec la hausse des taux d'intérêt, en fonction de la structure de la dette.

En revanche, les revenus d'une route à péage partiellement réglementée seront impactés par la croissance économique, évoluant à la hausse avec la progression du trafic. Il y aura également une corrélation positive avec l'inflation, la plupart des mécanismes de paiement permettant des ajustements en fonction de l'inflation. Enfin, la hausse des taux d'intérêt devrait avoir un impact négatif sur les compa-

gnies de péages routiers, qui sont la plupart du temps financées par de la dette à court terme, même si certaines sont financées par de la dette à long terme. Il est également intéressant de constater que, souvent, l'inflation augmente pendant les périodes d'activité économique accrue, ce qui aboutit en général à une hausse de la circulation routière, compensant encore les effets de l'inflation du point de vue des valorisations.

Influences macroéconomiques variables

Si l'on se penche sur l'environnement actuel, par exemple, qui semble pâtir de l'inflation persistante (qui aboutira à des hausses des taux), l'impact variera d'un actif à l'autre. Les actifs qui ne sont pas liés à l'inflation, que ce soit de façon explicite ou implicite, sont moins bien protégés, tout comme ceux liés à des thèmes séculaires portant sur les technologies. Les actifs directement liés à l'inflation ou qui peuvent la répercuter sur les clients, comme les services aux collectivités, les énergies renouvelables à contrat, ainsi que certains actifs sociaux ou du transport, seront mieux protégés et pourraient même en tirer parti. Les actifs davantage liés au PIB peuvent profiter des remontées cycliques de la croissance et des taux d'intérêt, la valorisation augmentant alors largement assez pour compenser l'impact de la hausse des coûts du capital.

Même au sein du même secteur (comme les services aux collectivités réglementés), la réglementation n'aura pas les mêmes caractéristiques techniques dans les différents pays européens en ce qui concerne la protection de la rémunération découlant des investissements en capital des sociétés de services aux collectivités contre les variations macroéconomiques, notamment l'inflation.

Dans certains pays, les revenus autorisés par les organes de réglementation sont établis en termes nominaux, alors que dans d'autres pays, ils sont définis en termes réels. Dans le premier cas, les fluctuations annuelles de l'inflation n'ont pas d'impact à long terme sur les revenus autorisés, qui peuvent cela dit profiter d'une inflation plus basse à court terme. Dans le second cas, les revenus autorisés peuvent tirer parti des prévisions de hausse de l'inflation. Cependant, dans les deux modèles, les ajustements sont réalisés avec un décalage qui

Figure 1 : Opportunités dans les services aux collectivités

Illustrative Assets	Income Risk Profile	Dominant Key Macro Influence			SDG
		GDP Growth	Inflation	Interest Rate	
Electricity network	Fully regulated				
Gas network	Fully regulated				
Operating toll road	Partially regulated				
Greenfield PPP	Partially regulated				
District heating	Contracted				
Gas connection	Contracted				
Non-container port	Contracted				

Source : Columbia Threadneedle Investment

Illustrative Assets : Exemples d'actifs

Income Risk Profile : Profil de risque lié aux revenus

Dominant Key Macro Influence : Influence macro dominante

SDG : ODD

GDP Growth : Croissance du PIB

Inflation : Inflation

Interest Rate : Taux d'intérêt

Electricity network : Réseau électrique

Gas network : Réseau de gaz

Operating toll road : Route à péage en fonctionnement

Greenfield PPP : PPP Greenfield

District heating : Chauffage urbain

Gas connection : Connexion au gaz

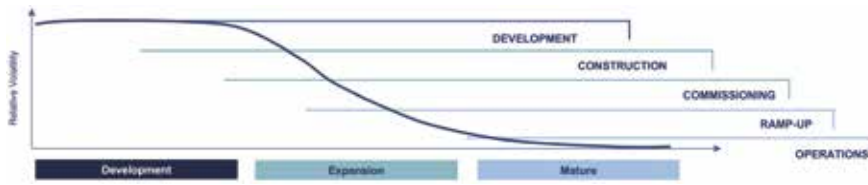
Non-container port : Port n'accueillant pas les porte-conteneurs

Fully regulated : Entièrement réglementé

Partially regulated : Partiellement réglementé

Contracted : Sous contrat

Figure 1 : Opportunités dans les services aux collectivités



Source : Columbia Threadneedle Investment

peut varier de quelques mois à cinq ans et ne peuvent être mis en œuvre qu'en suivant le processus réglementaire correspondant. Ce processus consiste à effectuer des demandes à l'organe de réglementation, en faisant valoir que les conditions économiques en vigueur ont changé et que l'entité devrait être autorisée à récupérer ces coûts accrus en augmentant les tarifs payés par les clients, ce qui se traduit par une hausse du risque et de l'imprévisibilité, comme nous l'avons particulièrement observé ces derniers temps.

En outre, les entreprises ont parfois à leur disposition d'autres mécanismes visant à modérer leur sensibilité à l'inflation, comme le recours aux emprunts indexés sur l'inflation. Plus le pourcentage de dette indexée sur l'inflation est élevé, plus les répercussions à court terme des chocs d'inflation sur les flux de trésorerie seront minimales. Cependant, en ce qui concerne les variations des taux d'intérêt, les problèmes pour les deux modèles (réel et nominal) sont identiques. Pour qu'une entreprise de services aux collectivités réglementée puisse récupérer le coût lié à la hausse de la charge d'intérêt, elle doit d'abord suivre le processus d'examen réglementaire.

Ce processus consiste à effectuer des demandes à l'organe de réglementation, en faisant valoir que les conditions économiques en vigueur ont changé et que l'entité devrait être autorisée à récupérer ces coûts accrus en augmentant les tarifs payés par les clients. Bien qu'un organe de réglementation soit tenu de prendre en considération l'évolution de l'environnement de coûts pour les services aux collectivités, le processus de demande, d'examen et d'approbation peut prendre un certain temps et être régi par des délais de traitement pouvant varier entre un et cinq ans.

Par ailleurs, la plupart des acteurs des services aux collectivités doivent faire face aux révisions à la hausse de leurs programmes de dépenses d'investissement afin de supporter le coût croissant des innovations technolo-

giques et de la transition en Europe. Or, des dépenses d'investissement plus élevées vont écorner leur flux de trésorerie d'exploitation disponible. Le faible niveau des taux d'intérêt et de la croissance de la base d'actifs réglementés ne devrait avoir qu'un impact modéré, qui pourrait toutefois être négatif dans un environnement d'inflation plus élevée.

La diversification par échéance des actifs représente une autre considération majeure. De manière générale, un actif encore en développement est plus volatil qu'un actif mature qui est déjà en fonctionnement. Au cours des premières étapes de leur cycle de vie, les actifs en développement offrent les rapports rendement/risque les plus élevés parce qu'ils sont soumis à divers risques, notamment en termes de planification, d'évolution de la réglementation et de construction. Quand ils passent en phase d'expansion, les actifs d'infrastructures commencent à cristalliser leurs rentrées financières, mais restent relativement volatils, et il est encore possible d'accroître le capital en augmentant la production ou la capacité. Enfin, les actifs matures sont entièrement opérationnels et génèrent des revenus stables.

Une performance régulière et non cyclique en ligne de mire

Les secteurs des infrastructures connaissent une transformation permanente d'une ampleur inédite. La construction du portefeuille devrait tenir compte de ce constat si l'on veut répondre aux attentes en matière de performance.

L'objectif d'un portefeuille devrait être de réaliser des performances totales régulières et un rendement récurrent avec une sensibilité réduite au cycle économique. Les investisseurs souhaiteront peut-être se concentrer sur la construction de portefeuilles associant les caractéristiques complémentaires des actifs d'infrastructures « core » et « core-plus » dans des secteurs et des zones géogra-

phiques variés, renforçant la visibilité à long terme des flux de trésorerie et le potentiel d'appréciation du capital.

Voici comment nous concevons la construction du portefeuille dans le cadre de la gestion de l'European Sustainable Infrastructure Fund. Notre modèle de construction de portefeuille iMERSE s'appuie sur la recherche interne ainsi que sur l'expérience collective de l'équipe spécialisée dans les infrastructures. Nous réalisons patiemment une analyse bottom-up des sources de revenus de chaque actif d'infrastructure et de sa sensibilité aux principales variables macroéconomiques à différents stades du cycle de vie. Ce modèle aboutit à une approche modulable qui répond à différents états du marché et peut s'améliorer sur la base de la performance ajustée du risque des stratégies traditionnelles équilibrées en termes de risque. Cette approche ne peut en outre être déployée que par des stratégies ouvertes, car les fonds fermés manquent de flexibilité.

Il est possible de générer une performance régulière et non cyclique en trois étapes : profilage du risque lié au revenu ; analyse du scénario macroéconomique ; et, pour finir, allocation d'actifs stratégique. Comme indiqué, le profilage du risque lié au revenu analyse le risque inhérent aux revenus de l'actif et le stade auquel il se trouve dans son cycle de vie par rapport aux variables macroéconomiques que sont l'inflation, la croissance du PIB et les taux d'intérêt.

L'analyse du scénario macroéconomique évalue l'effet relatif d'un actif sur un portefeuille en effectuant un test de résistance sur les flux de trésorerie du portefeuille global en fonction de conditions économiques hypothétiques. Dans l'idéal, la diversification du portefeuille devrait le protéger contre les ralentissements macroéconomiques.

L'allocation d'actifs stratégique constitue la troisième et dernière étape. L'approche sui- ➤➤➤

vie pour l'European Sustainable Infrastructure Fund s'appuie sur les simulations Monte Carlo, comme détaillé dans notre approche iMERSE présentée ci-dessus, aboutissant à la construction d'un portefeuille équilibré. Elle préconise les pondérations d'actifs optimales pour atteindre les objectifs de rendement et de taux de rendement interne moyennant une volatilité minimale.

La durabilité joue également un rôle, certains risques à plus long terme encourus par les actifs d'infrastructures revêtant un caractère environnemental ou social. Alors que la tempête actuelle est en grande partie de nature économique, ces risques devraient également être intégrés pour que le fonds soit véritablement défensif. La progression des financements liés à la durabilité pour différents types d'actifs peut également jouer sur la sensibilité aux taux d'intérêt.

La construction systématique du portefeuille est essentielle

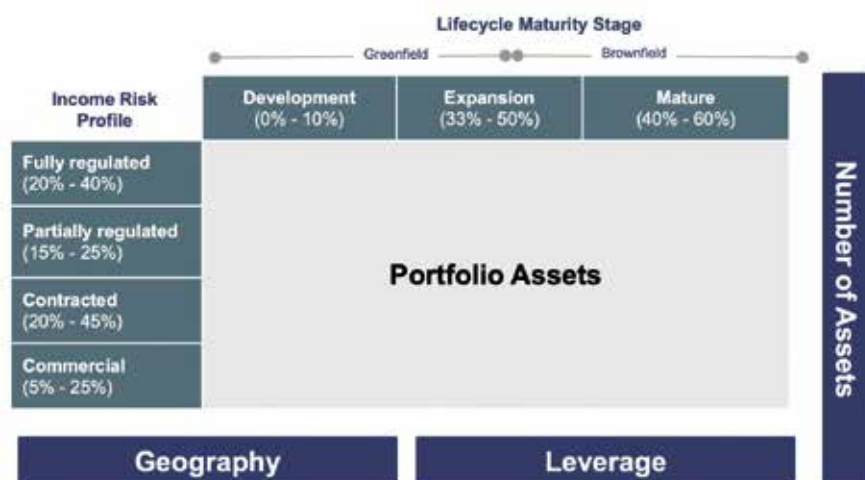
Après une expansion majeure de la classe d'actifs des infrastructures ces dernières années, la qualité défensive des fonds est sur le point d'être mise à l'épreuve. Au cours des 10 à 15 dernières années, rares sont les fonds à

avoir généré un rendement régulier. On observera peut-être une sensibilité plus grande que prévu à un environnement plus hostile, qui exercera une pression sur les revenus non réglementés, les taux de financement variables et les coûts de production.

Pourtant, il existe une variété suffisante d'actifs d'infrastructures pour construire des portefeuilles robustes et bien diversifiés capables d'affronter la tempête. Pour ce faire, il est nécessaire de procéder à une analyse rigoureuse des flux de trésorerie et de la sensibilité des différents actifs, puis de les panacher dans un portefeuille afin de réduire le risque global. Nous avons le sentiment que cela n'est possible que dans un portefeuille ouvert qui n'a pas de durée de vie prédéfinie.

En bref, les projets d'infrastructure ne sont pas tous les mêmes et chaque investissement individuel aura sa propre sensibilité. L'admettre et gérer les portefeuilles d'infrastructures en conséquence devrait mobiliser le pouvoir de diversification de cette classe d'actifs, et lui permettre de tenir sa promesse de préservation du capital tout en générant des performances ajustées du risque régulières, même en terrain inconnu.

Figure 3 : Construction diversifiée du portefeuille



Lifecycle Maturity Stage : Stade de maturité dans le cycle de vie
 Income Risk Profile : Profil de risque lié aux revenus
 Development : Développement
 Expansion : Expansion
 Mature : Maturité
 Fully regulated : Entièrement réglementé
 Partially regulated : Partiellement réglementé

Contracted : Sous contrat
 Commercial : Commercial
 Portfolio Assets : Actifs du portefeuille
 Number of Assets : Nombre d'actifs
 Geography : Géographie
 Leverage : Levier

Informations importantes

Document exclusivement réservé aux clients professionnels et/ou investisseurs équivalents dans votre pays (non destiné aux particuliers). Il s'agit d'un document publicitaire. Le présent document est uniquement destiné à des fins d'information et ne saurait être considéré comme représentatif d'un quelconque investissement.

Il ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un quelconque titre ou autre instrument financier, ou de la fourniture de conseils ou de services d'investissement.

Investir comporte des risques, y compris le risque de perte du principal. Votre capital est exposé à des risques. Le risque de marché peut affecter un émetteur, un secteur de l'économie ou une industrie en particulier ou le marché dans son ensemble. La valeur des investissements n'est pas garantie. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Les investissements internationaux impliquent certains risques et une certaine volatilité en raison des fluctuations éventuelles sur le plan politique, économique ou des changes et des normes financières et comptables différentes. Les risques sont plus importants pour les émetteurs des marchés émergents.

Les titres auxquels il est fait référence dans le présent document sont présentés exclusivement à des fins d'illustration, ils sont susceptibles de changer et ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente. Les titres mentionnés peuvent générer ou non un rendement. Les opinions exprimées le sont à la date indiquée. Elles peuvent varier en fonction de l'évolution du marché ou d'autres conditions et peuvent différer des opinions exprimées par d'autres associés ou sociétés affiliées de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Les investissements réels ou les décisions d'investissement de Columbia Threadneedle et de ses sociétés affiliées, que ce soit pour leur propre compte ou pour le compte de clients, ne reflètent pas nécessairement les opinions exprimées. Ces informations ne sont pas destinées à fournir des conseils en investissement et ne tiennent pas compte de la situation particulière des investisseurs.

Les décisions d'investissement doivent toujours être prises en fonction des besoins financiers, des objectifs, de l'horizon temporel et de la tolérance au risque spécifiques de l'investisseur. Les classes d'actifs décrites peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs et aucune prévision ne saurait être considérée comme une garantie.

Les informations et opinions fournies par des tiers ont été obtenues auprès de sources jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Il s'agit d'un document publicitaire. Le présent document et son contenu n'ont pas été vérifiés par une quelconque autorité de tutelle.

Dans l'EEE : Publié par Threadneedle Management Luxembourg S.A. Immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) sous le numéro B 110242, 44, rue de la Vallée, Luxembourg, L-2661 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Suisse : Publié par Threadneedle Portfolio Services AG, Siège social : Claridenstrasse 41, 8002 Zurich, Suisse. Pour les clients institutionnels : Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations.

Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.

Qualité des décisions dans la prévoyance professionnelle et ailleurs



Christophe Steiger
Associé, Expert en caisses
de pensions CSEP

Allea SA

Une chose me frappe en particulier dans le monde de la prévoyance professionnelle suisse : la très grande convergence des opinions, l'uniformité de pensée. De nombreux éléments, concernant autant les placements que les engagements, ne sont pas remis en question par les membres de conseils de fondation, ni par les experts.

Le monde de la prévoyance a ses habitudes qui lui conviennent. La prévoyance d'autres pays montre qu'il est possible de faire différemment. Il n'y a peut-être pas mieux ailleurs, mais il y a matière à réflexion.

Herbert Simon, prix Nobel d'économie (1978), a effectué des travaux dans les années 40 montrant les biais cognitifs à l'œuvre dans de grandes organisations. Il a montré que nous faisons preuve d'une rationalité limitée. Nous sommes conditionnés par les attentes de notre organisation ou de notre environnement, par un temps restreint et par des limitations cognitives. Pour ces dernières, je pense que l'informatique, en particulier l'intelligence artificielle, ouvre des perspectives intéressantes. Daniel Kahneman a aussi reçu un prix Nobel d'économie (en 2002) pour ses travaux sur les biais cognitifs. Je recommande son ouvrage « Thinking, fast and slow ». Pour les décisions du quotidien, nos « intuitions immédiates » sont assez efficaces, mais nous devrions nous interdire d'utiliser nos a priori quand nous voulons prendre des décisions stratégiques. Nous sommes tous victimes de tous les biais cognitifs. Il est néanmoins probable que la connaissance de ces biais puisse aider à réduire leur impact.

Quelques fondations de prévoyance font mieux que les autres de par leur travail de recherche de très bons placements bien diversifiés. Quelques fondations font mieux que les autres en ayant une allocation stratégique dynamique ou simplement en ayant plus d'actions dans leur portefeuille. Ainsi, quelques caisses font assez systématiquement 1% ou 2% de mieux par an que la moyenne, et je pense que la majorité des caisses pourrait faire aussi bien. Se comparer à la moyenne sans chercher à comprendre ce que font les meilleures est de la médiocrité. Ce sont les assurés qui paient en recevant des prestations inutilement petites.

Les obstacles à l'amélioration sont le manque de temps consacré, la paresse intellectuelle, le manque de formation sur comment discriminer le vrai du faux, les habitudes, l'ego.

Nous devons nous forger des opinions sur tous les sujets importants. Cela requiert des analyses objectives approfondies. Dans la recherche d'informations, il faut absolument inclure la recherche de preuves invalidant nos croyances. Ceci est particulièrement important dans un monde où tellement d'informations de mauvaise qualité circulent. Après information et longue réflexion, des opinions fondées sont atteintes. Il convient d'en faire usage et de les remettre en cause régulièrement. Nous devons nous habituer à mettre à jour notre carte du monde, à réajuster constamment nos opinions.

Il y a trois moyens d'accéder à la connaissance juste : L'expérience directe, l'inférence ou

déduction logique, et le témoignage valable. Seuls les deux premiers offrent une bonne garantie. L'utilisation d'« experts » est souvent utile et nécessaire, mais il faut être très vigilant dans cet usage. Vous avez sûrement constaté que les médecins, les architectes, les avocats, qui devraient tout savoir de leur domaine, ne savent pas grand-chose. Il en va de même pour tous les spécialistes et tout le monde.

Si ces experts de leur domaine relaient des informations, ils peuvent être fiables. Il est très important de leur demander de bien distinguer dans leurs présentations et rapports ce qui constitue des faits et ce qui relève des opinions. « Le taux de conversion est trop élevé » devrait par exemple être reformulé par « Les pertes comptables liées à la conversion des capitaux en rente à la retraite représentent 1.3% des salaires assurés par année. Nous jugeons que c'est un niveau élevé de solidarité ». Ces deux formulations peuvent conduire à des discussions très différentes.

Les conseils de fondations ne doivent être ni trop petits ni trop grands. Des études montrent qu'entre 6 et 8 membres est optimal. Si l'on a une structure sensiblement plus grande, il est probablement opportun de créer des groupes de travail de la bonne taille. De trop grands groupes font tellement durer les séances que les membres ne font qu'optimiser le temps et se taisent ou vont directement à la recherche de compromis, au détriment de la recherche d'optimums. Dans un grand groupe on risque de devoir écouter ceux qui aiment parler et avoir ceux qui savent se taire. Dans un groupe de la bonne taille, le Président peut veiller à ce que tout le monde s'exprime et à ainsi ne pas perdre l'opinion des experts ni les questions de bon sens des autres.

L'uniformité de pensée est dangereuse, une certaine diversité dans la composition des conseils est souhaitable. Il serait bien de désigner un « avocat du diable » si un membre ne prend pas naturellement ce rôle.

Les connaissances fausses proviennent de connaissances non mises à jour ou de mémoires déformées, d'échafaudages intellectuels basés sur des impressions trompeuses de la réalité, ainsi que de l'imagination. Des idées fausses sont facilement convaincantes et souvent difficilement invalidées. On ne peut cependant pas faire l'économie du grand travail que représente la remise en cause régulière et

l'analyse critique de tout ce que nous savons ou croyons savoir, sous peine de toujours prendre des décisions infondées, sous-optimales, voire mauvaises.

Le rationnel doit être mis au service de l'intelligence et du bien commun universel. Un problème grave de notre planète est la confusion entre le pré-rationnel (pensée magique ou mythique et égocentrique) et le post-rationnel (intelligence émotionnelle et universelle). Du point de vue rationnel, les deux sont irrationnels et donc faciles à confondre. On a donc des gens centrés dans la raison qui croient qu'ils vont se sauver et sauver leur tribu au travers d'attentats meurtriers ou de guerres. Ils considèrent d'inspiration supérieure ou même divine ce qui est issu de l'ignorance et de l'égoïsme.

La prévoyance professionnelle joue un rôle de première importance pour notre société, elle mérite mieux que le simple accomplissement de notre devoir fiduciaire au travers de choix consensuels moyens. ■

Obligations : la fin d'un long cycle haussier



Sabahudin Softic
Fondé de pouvoir
Conseiller institutionnel

CONINCO Explorers in finance SA

A lors que l'inflation atteint des niveaux plus vus depuis la fin des années 70, les taux obligataires dans les économies développées restent proches de leurs bas historiques, aussi bien en termes nominaux que réels. La fin d'un très long marché haussier sur cette classe d'actif semble désormais toucher à sa fin.

interviennent massivement, d'une part en baissant leur taux directeur, et d'autre part, en achetant la dette émise par les États pour «amener de la liquidité». Ce phénomène peut être illustré par le bilan de la banque centrale américaine ou réserve fédérale (FED) par exemple. Mais les autres grandes banques centrales ne sont pas en reste et ont globalement suivi le même plan de route sur les dernières décennies.

Face je gagne, pile je ne perds pas

Les obligations étatiques des pays développés, Américaines en tête, sont depuis longtemps la classe d'actif « magique ». Quand les marchés actions baissent, les investisseurs se réfugient dans les obligations, et les valorisations de ces dernières augmentent. Mais quand les marchés actions montent, les obligations ne baissent pas pour autant.

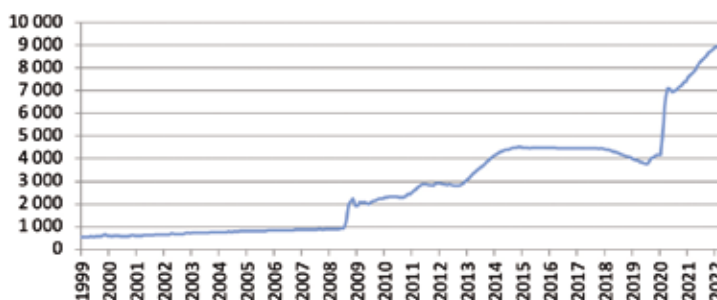
Il faut dire que les marchés obligataires ont été grandement aidés par les banques centrales. En effet, depuis la fin effective du système monétaire, basé partiellement sur la convertibilité du dollar en or, dit «système de Breton Woods», à chaque fois qu'il y a une crise économique, les banques centrales

Les achats des obligations étatiques par les banques centrales ont ainsi eu un impact important sur la compression historique des taux et donc sur les résultats obtenus par la classe d'actif obligataire dans son ensemble.

Est-ce que c'est «enfin» la fin du cycle ?

Depuis plusieurs années, beaucoup ont à maintes reprises tenté de prédire la fin imminente des taux bas. Force est de constater que jusqu'à présent cela ne s'est pas produit. Les taux ont continué de se compresser et les performances sur les obligations ont poursuivi leur marche en avant.

Bilan de la FED (en milliards d'USD)



Taux de l'obligation d'Etat américaine à 10 ans (en %)



Source: Bloomberg/CONINCO

On pourrait dès lors se dire que ce phénomène va continuer. On peut néanmoins voir deux problèmes majeurs à la poursuite de cette tendance. Le premier est que les taux sont déjà à zéro ou proche de zéro. Mais on pourrait très bien rétorquer que les taux peuvent s'enfoncer dans le négatif, comme cela a déjà été le cas depuis plusieurs années, sur les taux suisses ou européens par exemple.

Cependant, il y a un deuxième problème de taille et que plus personne ne peut nier en toute bonne foi. Il s'agit de l'inflation. Les taux d'inflation sont à un plus haut historique depuis la fin des années 1970, comme l'illustre par exemple l'évolution long terme de l'indice des prix à la consommation US.

Les politiques monétaires accommodantes sont désormais plus difficiles, voire impossibles à justifier. Tant que les interventions des banques centrales ne créaient pas de hausses des prix incontrôlables, les investisseurs pouvaient se contenter de taux de rémunérations toujours plus bas, d'autant plus que les gains en capitaux générés par la compression des taux ont largement compensé des coupons sans cesse plus bas.

Il n'est bien sûr pas exclu qu'on assiste à un dernier hurra sur les obligations étatiques en cas d'une nouvelle grave crise sur les marchés financiers mondiaux. Mais dans une optique de long terme, les obligations semblent effectivement en fin de cycle, comme c'est illustré par les récentes hausses massives des taux d'inflation.

Les conséquences pour les investisseurs

La hausse générale des taux aura des conséquences sur toutes les autres classes d'actif et sur l'économie en général. La nature et l'ampleur de ses conséquences sont difficiles, voire impossibles à prédire. Sur le long terme, il y aura des gagnants et des perdants.

Un élément qui ne semble pas difficile à prédire est qu'il faut réduire les investissements obligataires dans les portefeuilles. Mais cela ne se fait pas sans conséquence non plus. Moins d'obligations, cela veut aussi dire des portefeuilles en moyenne un peu plus volatiles que ce à quoi les investisseurs se sont habitués avec la diversification classique actions/

obligations. Il est difficilement envisageable de trouver une seule solution à ce problème, mais plutôt prendre une série de mesures.

Les investisseurs peuvent ainsi décider de réduire la poche obligataire au profit de plusieurs autres investissements. On peut citer l'or, les matières premières, mais aussi d'autres types d'investissements comme l'immobilier ou l'infrastructure par exemple qui ont l'avantage de générer des revenus. D'autres gestions alternatives peuvent également être envisagées en fonction de la tolérance au risque et de la sensibilité de chaque investisseur.

Si une part obligataire est tout de même maintenue, il faut la diversifier avec des gestions actives qui pourraient tirer leur épingle du jeu dans un environnement de hausses des taux.

Une chose semble désormais acquise : les obligations étatiques, surtout sur les échéances longues, deviennent de plus en plus un risque qu'une opportunité. Ceci n'était clairement pas le cas sur ces 40 dernières années. Les investisseurs qui mettront trop de temps à réagir risquent d'en subir les conséquences. ■

Indices des prix à la consommation US (taux en % sur 12 mois)



Immobilier logistique et industriel : une classe d'actifs prometteuse



Pierre Jacquot
CEO d'Edmond de Rothschild
Real Estate Investment
Management



Theo Soeters
Responsable de la gestion des fonds et
gérant chez Edmond de Rothschild Real
Estate Investment Management.

Edmond de Rothschild

Le nouveau paradigme de l'économie en ligne

Dans une vision globale du marché, nous constatons sans surprise une augmentation des ventes en ligne à l'échelle planétaire. De nombreuses industries (appelées les DNVB pour Digitally Native Vertical Brands) se sont développées ces dernières années directement sur le web. D'autres ont dû opérer des mutations structurelles pour assurer leur présence en ligne et vendre des produits et services directement par l'intermédiaire d'un écran.

Cet essor de la consommation numérique a été rendu possible par le développement et la démocratisation des outils digitaux et techno-

logiques. Il a entraîné un changement d'habitudes de consommation pour les citoyens-consommateurs, provoquant une redéfinition de paradigme traditionnel brick and mortar du marché des biens et services. Pour le dire plus simplement, aujourd'hui, les produits et services sont disponibles en ligne 24h/24, 7j/7, et accessibles à n'importe quel endroit du monde, moyennant une connexion internet.

Corollaire de ces nouvelles habitudes, les délais de livraison ont drastiquement raccourci. Certains acteurs du marché promettent de livrer les marchandises aux consommateurs sous 24h avec souvent des frais de livraison et des retours gratuits. Ceci offre une expérience optimum au client et le pousse à consommer davantage.

Une économie en croissance impactant fortement la logistique

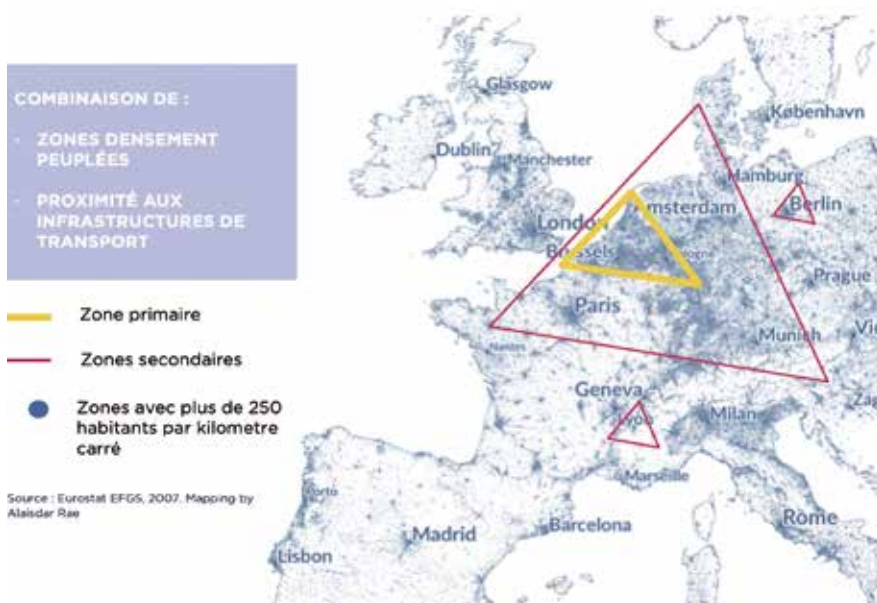
Cette évolution des pratiques a un impact concret sur la logistique et les infrastructures liées au commerce. Les acteurs de l'économie doivent pouvoir assurer le plus rapidement et efficacement possible la livraison des marchandises directement chez les consommateurs. Il est question notamment du « dernier kilomètre », enjeu fondamental pour les entreprises désireuses de s'installer de manière pérenne dans la vie de leurs clients. Car, si le consommateur vit une expérience virtuelle (derrière son écran), il ne faut pas oublier que, pour tenir sa promesse, l'entreprise délivrant le produit a besoin d'une infrastructure physique robuste et efficiente et d'une logistique bien huilée. Cela signifie implanter son activité dans des bâtiments performants et polyvalents afin de gérer l'approvisionnement, le stockage, la préparation et la livraison des marchandises avec efficacité. C'est cette bataille mondiale que se livrent les différents acteurs de l'économie, chacun à son échelle.

Un second mouvement est à l'œuvre, impactant directement le secteur industriel : la relocalisation d'une partie des activités économiques. En effet, malgré un marché de fourniture de marchandises global, nous remarquons une relocalisation de certaines activités au plus près des clients, géographiquement parlant. Des aspects d'optimisation des distances, des critères de développement durable et même parfois des questions éthiques et sociétales entrent en ligne de compte dans les choix stratégiques de ces industries. La pandémie de Covid-19 et les tensions géopolitiques ont encore amplifié cette tendance. Ces enjeux soulèvent des défis tant au niveau du stockage des marchandises que de la supply chain pour assurer une délivrabilité accrue.

Aujourd'hui, deux critères fondamentaux entrent en considération pour la localisation physique des infrastructures et donc de l'immobilier et du bâti :

- la proximité des infrastructures et des bâtiments vis-à-vis des moyens de transports, qu'ils soient routiers, ferroviaires, aériens, fluviaux ou maritimes
- la proximité des zones de forte densité de population pour réduire les distances de livraison d'un maximum de consommateurs.

Focus géographique européen



Le rôle de la pandémie sur le secteur logistique et industriel

La pandémie de COVID-19 a eu un impact indéniable sur ce secteur. Les restrictions ont renforcé la pertinence d'avoir des infrastructures locales pour délivrer des marchandises rapidement, en particulier des produits de soin et de première nécessité. L'accélération des habitudes numériques des consommateurs a mis sous pression certaines entreprises, lesquelles ont dû s'orienter vers de nouveaux moyens d'atteindre leurs clients et de leur délivrer leurs produits, sous peine de devoir, dans les cas les plus extrêmes, fermer.

A revers, d'autres secteurs ont subi une décélération de leur activité durant cette période en raison d'une baisse de la consommation de leurs produits, comme ce fut le cas dans le secteur automobile. Cela a été dû à une réorientation des choix des consommateurs ou à des fermetures administratives de points de vente considérés comme « non essentiels » pour les populations.

Quoiqu'il en soit, cette crise sanitaire a mis en évidence le rôle stratégique de la logistique mondiale, en particulier européenne. Le rapatriement précédemment évoqué de certaines activités stratégiques pour les entreprises et les consommateurs procède de cette logique. Un effet corollaire a été, pendant la crise, une augmentation des stocks de produits, ce qui a eu un impact direct sur la gestion des bâtiments et des infrastructures pour les acteurs de l'économie.

Aujourd'hui, il est crucial de surveiller les comportements des consommateurs et les stratégies des entreprises vis-à-vis des enjeux et défis mondiaux, qu'il s'agisse de conflits armés ou de la lutte contre les changements climatiques. Ces lames de fonds vont générer de nouveaux besoins en matière de logistique et d'infrastructures industrielles. Cette nouvelle façon de penser et d'envisager le marché industriel et logistique au plus proche des populations porte un nom : « l'urban logistics ». Elle dynamise le secteur de l'immobilier logistique et industriel en faisant émerger des tendances...

Les tendances du marché immobilier logistique et industriel

Il résulte de ce contexte plusieurs tendances

lourdes, parmi lesquelles une hausse des loyers. Les zones industrielles stratégiques voient en effet une augmentation des loyers, s'expliquant d'une part par une demande grandissante du marché et, d'autre part, par une rareté de l'offre, qu'il s'agisse de capacité des infrastructures existantes et/ou de la faible disponibilité de terrains. La pénurie d'approvisionnement en matières premières ainsi que l'augmentation des coûts à la construction renforcent la difficulté de pouvoir proposer de nouvelles infrastructures dans des délais raisonnables.

Les pressions sur les loyers sont donc fortes et devraient se poursuivre dans les prochaines années. Dans les zones urbaines, la demande de bâtiments et d'infrastructures dédiés au stockage et à la logistique est soutenue du fait du « dernier kilomètre » évoqué précédemment. Ces facteurs contribuent à avoir des locataires pérennes, attachés à conserver l'infrastructure qu'ils occupent et exploitent car conscients de la difficulté de pouvoir trouver des bâtiments répondant à leurs besoins dans un marché concurrentiel. C'est une excellente nouvelle pour les investisseurs.

Du côté des rendements, nous notons des différences entre les plateformes logistiques de grandes tailles, à savoir de plus de 30'000 à 40'000 m², généralement situées à proximité de voies et moyens de transport (comme les autoroutes ou les aéroports), et les bâtiments de plus petites tailles, appelés small logistics. Les plateformes de taille conséquentes ont connu une baisse de rendement ces dernières années, passant de 7% à moins de 4%, alors que les plus petits bâtiments conservent des niveaux de rendement supérieurs, même si ceux-ci sont aussi en baisse, en moyenne autour de 5% à l'échelle européenne.

Les volumes d'investissements dans le domaine « light industrial et small logistics » restent cependant limités pour ces bâtiments, ce qui nécessite de développer des portefeuilles avec beaucoup plus d'actifs afin de compenser ce faible volume par une augmentation de la quantité. Une veille quotidienne du marché et une présence d'équipes locales sont indispensables pour identifier les investissements et ainsi augmenter le volume de transactions. D'autant que le nombre d'acteurs sur le marché de l'infrastructure et de la logistique a considérablement augmenté ces dernières années, entraînant un montant d'in-

vestissements beaucoup plus important. La dernière étude de Colliers, parue en début d'année, indique que les actifs industriels sont restés, avec les actifs de bureaux, la principale source d'investissement des investisseurs, avec des volumes battant des records au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en France.

En Suisse, malgré une profondeur de marché et une demande des investisseurs moins marquées, la tendance est identique. Le pays bénéficie d'un tissu industriel de grande qualité avec des secteurs à valeur ajoutée ayant besoin de locaux modernes pour leur activité et leur croissance. En parallèle, depuis quelques années, les investisseurs locaux ont pris conscience de l'opportunité d'acquérir des bâtiments industriels et logistiques délivrant un rendement supérieur et présentant un niveau de risque réduit compte tenu de l'évolution du secteur.

Une classe d'actifs mature et bénéfique pour les investisseurs institutionnels

L'investissement dans cette classe d'actifs est une opportunité pour les investisseurs institutionnels à de multiples égards :

1. Bien que la pandémie de COVID-9 ait accéléré le changement des habitudes des consommateurs et ait obligé certains acteurs économiques à changer la structure même de leur business, elle n'a pas créé de nouveaux marchés d'investissements en tant que tels. Le secteur industriel et logistique, déjà en croissance avant 2020, continue de l'être aujourd'hui. Il n'existe pas de raison logique ni prévisible qu'une dépréciation intervienne ces prochaines années. Il en découle donc un intérêt manifeste, car fondé sur une évolution positive ces dernières années, à investir dans ce type d'actifs.
2. S'ils ont baissé, les rendements restent néanmoins attractifs pour les investisseurs institutionnels. Une connaissance fine du marché permet de faire des choix judicieux en matière d'investissements afin de cibler ceux ayant un potentiel de rendements stables et élevés à long terme. Les choix des bâtiments, notamment en ce qui concerne la qualité du bâti et la géolocalisation stratégique (densité de population importante et proximité des voies de communication et de transports),

sont des facteurs primordiaux dans une stratégie d'investissement. L'expérience et l'expertise des équipes, leur connaissance du marché et leur proximité avec les acteurs spécialisés sont des atouts indéniables pour construire des portefeuilles robustes et lucratifs.

3. La diversification des types de locataires dans un portefeuille permet de diminuer les risques inhérents à tout investissement tout en augmentant la résilience globale du fonds. Ce risque est d'autant plus faible dans cette classe d'actifs que les locataires du secteur industriel ont connaissance de la conjoncture. Il en résulte une situation de stabilité du marché, laquelle se manifeste notamment par des baux à long terme, permettant de se projeter dans des rendements appréciables et offrant une bonne visibilité sur les flux de trésorerie. Les locataires sont généralement des PME avec une bonne solidité financière, opérant dans une variété de secteurs et d'industries.

En conclusion

Investir dans le secteur de l'immobilier industriel et logistique est une excellente stratégie. L'évolution du marché ces dernières années, tant en ce qui concerne le comportement des consommateurs que les mouvements des acteurs économiques, renforce la pertinence de ce type d'investissements. La logique d'investissement se veut pérenne et stable, mais aussi résiliente face aux défis majeurs que nous vivons aujourd'hui (conflits, enjeux liés aux changements climatiques) et probablement demain. Les phénomènes de mondialisation et de relocalisation d'une importante quantité de marchandises et d'activités stratégiques, les défis soulevés par la nécessaire proximité des bâtiments avec la population, le concept du « dernier kilomètre », la pression sur les loyers et les contraintes liées à la construction de nouvelles infrastructures entérinent la pertinence d'investir dans l'immobilier industriel et logistique. ■

Avertissement

Avril 2022. Ce document a été élaboré par Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. (ci-après « Edmond de Rothschild »), site 18 rue de Hesse, 1204 Genève, Suisse, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Il peut être utilisé par d'autres entités du groupe Edmond de Rothschild et mis à disposition de leurs clients. Cependant, il n'est pas destiné aux personnes qui seraient citoyennes, domiciliées ou résidentes, ou aux entités enregistrées dans un pays ou une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois ou règlements en vigueur. Ce document, qui n'est pas de nature contractuelle, vous est remis à titre d'information uniquement et ne doit pas être considéré comme un conseil en placement personnalisé ni comme une recommandation, incitation ou offre en faveur de l'achat, de la vente ou de la détention de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit, ou de la mise en œuvre d'une quelconque stratégie d'investissement. Certains instruments et services, y compris les services de garde, peuvent faire l'objet de restrictions légales ou ne pas être disponibles dans tous les pays sans restriction. Le présent document s'appuie sur des informations provenant de sources ou de documents externes jugés fiables. Edmond de Rothschild s'efforce de veiller à ce que les informations qu'il contient soient exactes, complètes et d'actualité. Toutefois, l'ensemble des informations et opinions contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Aucune garantie n'est fournie quant à l'exhaustivité ou à l'exactitude de ce document. Les informations contenues dans le présent document n'ont pas été examinées à l'aune de votre situation personnelle ou de vos objectifs ou besoins spécifiques. En outre, le traitement fiscal applicable est différent selon la situation de chacun et peut varier dans le temps. Par conséquent, vous n'êtes pas délié de la nécessité de former votre propre jugement en fonction de vos objectifs spécifiques d'investissement, et de demander un conseil financier, juridique ou fiscal, selon le cas, auprès d'un conseiller professionnel. Ce document ne constitue pas un conseil juridique ou fiscal. Tout placement comporte des risques, en particulier des risques de fluctuation des cours et des rendements. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Des risques particuliers sont liés aux investissements à l'étranger, incluant les fluctuations de change, l'instabilité économique et les développements politiques. Il est possible que vous ne récupériez pas l'intégralité du montant investi. Lorsqu'un investissement est libellé dans une devise autre que la devise de présentation, les variations de change peuvent avoir un effet négatif sur la valeur de celui-ci. La liquidité d'un investissement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas disposer d'un marché secondaire bien établi ou s'avérer difficiles à valoriser dans des conditions extrêmes, ce qui peut se traduire par une volatilité de leur cours et rendre difficile la détermination d'un prix pour la vente de l'actif. Les instruments et stratégies d'investissement mentionnés dans ce document peuvent comporter d'autres risques. En aucun cas, la responsabilité d'une entité du groupe Edmond de Rothschild, de ses directeurs et employés, ne saurait être engagée pour des dommages directs ou indirects, pertes, frais, réclamations, indemnités, ou autres dépenses qui résulteraient de l'utilisation ou de la distribution de ce document ou d'une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base de ce document. La reproduction de ce document ou sa distribution à tout tiers, de manière intégrale ou partielle, est interdite sans l'accord écrit préalable d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. Copyright © EDMOND DE ROTHSCCHILD (Suisse) S.A. – Tous droits réservés. Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., Rue de Hesse 18, 1204 Genève, Suisse / T +41 58 201 75 40 / contact-am-ch@edr.com



Cécile Goffart, 100x100cm

Cat Bonds - Rendements attractifs, diversification efficace



Ralph Gasser
Head Fixed Income
Investment Specialists

GAM

Les obligations catastrophes, ou "Cat Bonds", offrent aux investisseurs des effets de diversification efficaces et des rendements attrayants, tout en minimisant les risques de variation des taux d'intérêt. Leurs prix ne sont pas déterminés par l'évolution de l'économie, des entreprises ou de la politique, mais par la survenance de sinistres assurés, comme les tremblements de terre ou les tempêtes. Ainsi, les revenus totaux des Cat Bonds évoluent de manière structurellement indépendante de ceux des marchés des capitaux traditionnels. En outre, les Cat Bonds offrent généralement des rendements plus élevés que les obligations traditionnelles présentant un profil de risque comparable, un engagement à taux variable et, par conséquent, des revenus potentiellement stables et attractifs avec une faible volatilité.

Que sont les Cat Bonds ?

Les Cat Bonds, une sous-catégorie des titres liés à des assurances ("ILS"), sont des obligations à taux variable avec des échéances relativement courtes, émises principalement par des compagnies d'assurance et de réassurance pour transférer une partie ou la totalité des risques d'assurance potentiellement concentrés résultant de catastrophes naturelles à des investisseurs du marché des capitaux ou pour libérer des fonds propres pour de nouvelles affaires ou d'autres activités d'entreprise. Les Cat Bonds représentent donc pour les assureurs une alternative au transfert de risque traditionnel par le biais de contrats de réassurance. En contrepartie, les Cat Bonds permettent aux investisseurs d'obtenir des rendements potentiellement intéressants avec des risques qui ne sont pas liés aux rendements et aux risques d'investissement traditionnels.

Origines et évolution de la classe d'actifs

Le marché des Cat Bonds a vu le jour dans les années 1990, après que deux catastrophes naturelles aux États-Unis - l'ouragan Andrew en 1992 dans la région de Miami et

rées mais non réassurées - était déjà important à l'époque et ne cesse de croître. Selon les estimations actuelles, ce déficit s'élève à environ 500 milliards de dollars pour les seuls États-Unis.

Rien que pour les risques catastrophe liés aux ouragans en Floride, les pertes assurées se montent à plus de USD 180 milliards de dollars, alors que seulement USD 40 milliards environ sont réassurés.

La capacité de risque substantielle que les Cat Bonds fournissent au marché plus large de la réassurance/de l'assurance offre donc une solution efficace à ce problème de déficit catastrophique. Les assureurs et les réassureurs sont prêts à payer des primes attrayantes pour transférer une partie du risque de leur bilan vers les marchés des capitaux, tout en continuant à offrir une couverture d'assurance sur les marchés.

Quelle est la taille actuelle du marché des Cat Bonds ?

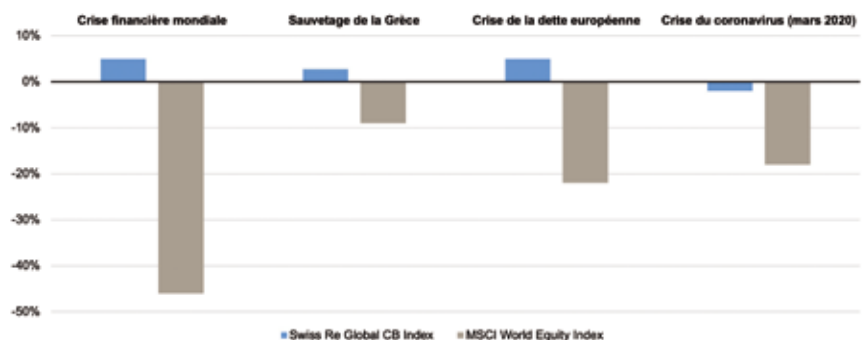
L'évolution de la prise en compte et de l'évaluation des risques d'assurance catastrophe, ainsi que l'augmentation des exigences de fonds propres pour les assureurs, ont entraîné une croissance rapide des émissions de Cat Bonds. Depuis la création du marché à la fin des années 1990, le volume d'obligations en cours n'a cessé d'augmenter. Malgré cela, le marché ILS, avec des encours de près de USD 100 milliards, ne couvre toujours que 15 à 20 % du déficit catastrophique mentionné. Le potentiel de croissance du marché ILS semble donc intact.



le tremblement de terre de Northridge en 1994 dans la région de Los Angeles - ont failli entraîner l'effondrement des marchés de la réassurance en Floride et en Californie.

À l'époque, les réassureurs n'avaient ni pris en compte, ni modélisé la concentration croissante de biens immobiliers dans ces zones à haut risque en pleine expansion au cours des décennies précédentes. Ils étaient donc extraordinairement mal préparés à supporter les coûts assurés de ces catastrophes naturelles. Ce "déficit catastrophique" - la différence entre les pertes assu-

Performance des Cat Bonds pendant les périodes de stress sur le marché



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures ou des tendances actuelles ou futures.

Source : GAM, MSCI, Bloomberg. Les indices ne peuvent pas être achetés directement.

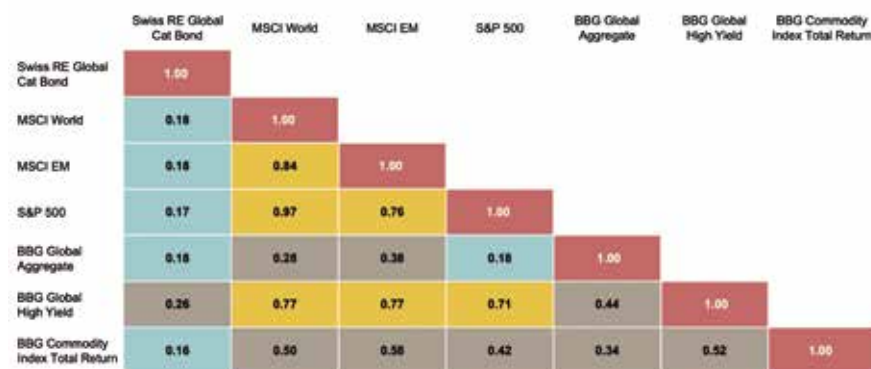
Comment fonctionnent les Cat Bonds ?

Dans une structure typique de Cat Bonds, l'assureur (sponsor) crée une société à but spécial d'assurance (en anglais : Special Purpose Insurer, SPI). Ce SPI, juridiquement indépendant de l'assureur, émet les Cat Bonds - qui ont généralement une durée d'un à cinq ans - et détient et investit le produit de l'émission dans des titres de premier ordre, comme par exemple des bons du Trésor américain. Les Cat Bonds sont donc entièrement garantis - avec des structures transparentes et des règles de garantie strictes afin d'exclure tout risque de contrepartie ou de crédit indésirable.

Ce n'est que lorsque les critères définis dans les conditions de l'obligation pour un événement catastrophique sont remplis que tout ou partie des garanties détenues sont transférées au sponsor afin que celui-ci puisse remplir ses obligations en cas de sinistre. Si aucun sinistre ne survient pendant la durée de vie de l'obligation, le SPI rembourse intégralement le capital investi aux investisseurs en Cat Bond.

Les coupons variables versés aux investisseurs en Cat Bonds se composent des revenus générés par les titres investis et des primes fixes (spread) versées par l'émetteur au SPI. Le montant des primes est fixé en fonction de la probabilité de perte de capital, calculée par des spécialistes de la modélisation des risques de catastrophe. Les coupons - et les rendements obligataires ultérieurs sur le marché secondaire - reposent toutefois aussi

Les Cat Bonds présentent une très faible corrélation avec les classes d'actifs traditionnelles



Source : GAM, Fama, Market Vectors (USD). Série temporelle mensuelle, USD. Dynamique de corrélation de janvier 2012 à décembre 2021. Les indices ne peuvent pas être achetés directement.

sur d'autres facteurs. Il s'agit notamment de la saisonnalité, de la demande des investisseurs, des événements de perte récents, de l'offre disponible de titres similaires et, en particulier, de la nécessité pour l'émetteur de réduire les risques dans son bilan.

Traditionnellement, les spreads des Cat Bonds axés sur les risques de catastrophes naturelles se situent en moyenne pondérée dans une fourchette de 4 à 7%. Actuellement, malgré une forte demande, ils se situent toujours dans la partie supérieure de cette fourchette et à des niveaux d'entrée attractifs.

Comment ont-elles évolué ?

En tant que classe d'actifs, les Cat Bonds ont constamment affiché des performances robustes au cours des 15 dernières années, durant toutes les crises financières et les grandes catastrophes naturelles (comme

p.ex. l'ouragan Katrina). Alors que les rendements des classes d'actifs traditionnelles et même de nombreuses classes d'actifs alternatives convergent de plus en plus, les Cat Bonds ont prouvé qu'elles pouvaient générer des rendements structurels attrayants qui ne sont pas corrélés aux autres marchés, même en période de stress accru sur les marchés.

En raison de la croissance rapide de l'intérêt des compagnies d'assurance et de réassurance pour les Cat Bonds, les prix attractifs étaient dans le passé moins déterminés par la demande que par l'offre. Sur les marchés établis d'aujourd'hui, la liquidité est généralement très bonne, même après un événement important.

Performance des Cat Bonds

Une diversification prouvée

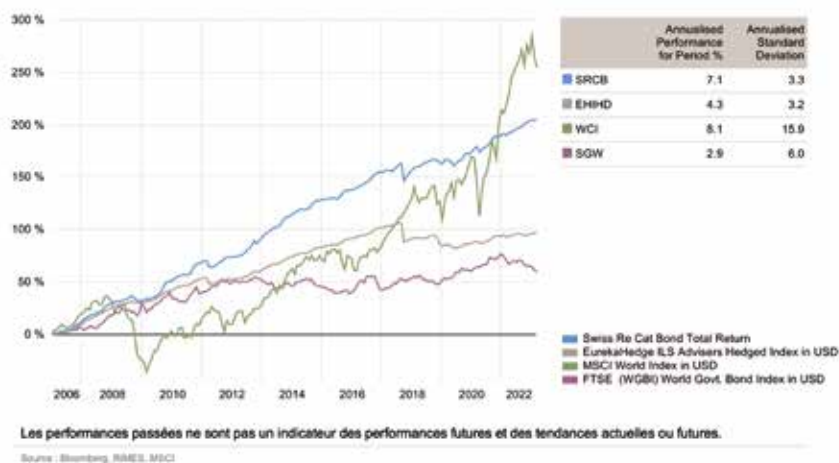
L'un des principaux avantages pour les investisseurs est la stabilité et la nature non corrélée de la performance : Ainsi, la corrélation des Cat Bonds avec les indices larges d'actions, d'obligations et de matières premières n'a pas dépassé 0,30 sur l'ensemble des cycles de marché.

Les risques

Le risque le plus important pour un portefeuille de Cat Bonds est une catastrophe naturelle importante qui toucherait une région couverte par les Cat Bonds et présentant une forte concentration de biens immobiliers assurés, et qui entraînerait d'importantes pertes d'assurance assurées. Selon le risque

Swiss Re Cat Bond Total Return

Performance du 30 décembre 2005 au 28 février 2022



et la région, cela serait généralement considéré comme un événement qui se produit dans cette région environ une fois tous les cent ans. Bien que la probabilité de tels événements soit statistiquement faible, ils peuvent potentiellement entraîner de lourdes pertes pour le secteur de la réassurance. Dans un portefeuille diversifié de Cat Bonds, cela peut tout à fait entraîner une perte de 15% à 25%. En moyenne, la perte effective moyenne de capital pour les Cat Bonds au cours des 20 dernières années est toutefois d'à peine 0,82%.

Pour contrebalancer ces pertes, les rendements des Cat Bonds augmentent de manière significative après les grandes catastrophes qui touchent le secteur mondial de la réassurance et de l'assurance. Par conséquent, les investisseurs qui conservent leur exposition aux Cat Bonds peuvent récupérer leurs pertes beaucoup plus rapidement qu'après un événement majeur dans les classes d'actifs traditionnelles, comme après la crise financière mondiale, lorsque les marchés boursiers ont chuté de 40% et ont mis plus de cinq ans à se redresser.

D'autres risques spécifiques à un portefeuille de Cat Bonds sont, par exemple, la capacité à modéliser et à évaluer correctement les risques des investissements ILS, ainsi que des barrières à l'entrée élevées dans la classe d'actifs. L'intervention d'un gestionnaire d'investissement spécialisé dans les ILS et disposant d'une expérience éprouvée permet toutefois de relever ces défis.

Les Cat Bonds dans le contexte du changement climatique

Le changement climatique est un fait, mais il a un impact différencié sur le marché des Cat Bonds. Par exemple, le nombre d'ouragans qui touchent effectivement la terre n'a pas augmenté au cours des 170 dernières années. Cela s'explique notamment par le réchauffement des mers et des terres. En ce qui concerne les pertes assurées dues aux ouragans, la tendance nominale est certes à la hausse, mais pas sur une base ajustée à l'inflation et en tenant compte de la densification régionale de l'habitat. Le changement climatique en cours ne montre donc pas de lien de cause à effet avec des pertes de capital potentiellement plus élevées à l'avenir

pour les investisseurs en Cat Bonds. Quant aux effets d'un réchauffement climatique de 2 °C sur 30 ans, les modélisations augurent d'un impact inférieur à 1% p.a..

Les Cat Bonds et l'ESG

Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sont importants pour les résultats d'investissement à long terme des Cat Bonds, qui sont par nature axés sur les principes ESG.

Par définition, il existe une relation très étroite entre les aspects environnementaux (E) et les Cat Bonds, étant donné que la majeure partie des risques sous-jacents à ce secteur sont liés aux conditions météorologiques. Par conséquent, le marché des Cat Bonds est en première ligne lorsqu'il s'agit d'évaluer et de couvrir les changements des conditions météorologiques extrêmes et leur impact économique. L'estimation et l'évaluation correctes de ces risques environnementaux sont essentielles à la réussite d'une stratégie d'investissement en Cat Bonds. Les Cat Bonds jouent également un rôle de plus en plus important pour la société (S), car ils stabilisent les marchés de l'assurance en répartissant plus largement les risques sur un pool de capitaux plus grand et plus profond, et réduisent les lacunes potentielles en cas de catastrophe. En outre, ces instruments permettent non seulement aux assureurs, mais aussi aux organes étatiques, d'aborder et de minimiser efficacement les risques systémiques de catastrophe avant qu'ils ne se produisent. Cela nécessite une plus grande

transparence et des normes plus élevées en matière de divulgation des risques par les sponsors de Cat Bonds (G).

Utilisation dans le portefeuille

En raison de leur faible corrélation avec les investissements traditionnels et de leur potentiel à générer des rendements attrayants avec une sensibilité minimale aux taux d'intérêt, une allocation en Cat Bonds peut améliorer sensiblement le profil risque/rendement d'un portefeuille d'investissement type. Le graphique suivant illustre le fait que l'ajout progressif d'une allocation de 5 % à un portefeuille équilibré 60/40 réduisait le risque et améliorait le rendement.

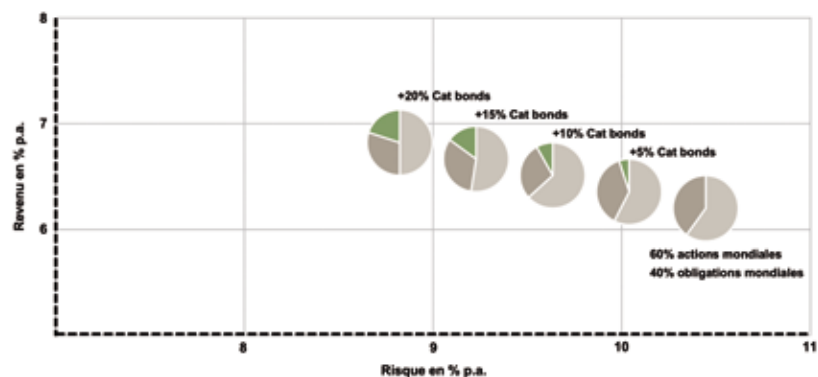
Accès à la classe d'actifs

Bien qu'il n'existe pas d'indice Cat Bond investissable, les investisseurs qui souhaitent simplement investir dans cette classe d'actifs pourraient utiliser l'un des nombreux fonds d'investissement Cat Bond ou ILS largement diversifiés disponibles sur le marché.

Toutefois, nous estimons que la meilleure façon de profiter des avantages du marché des Cat Bonds est d'avoir un portefeuille géré activement qui concentre certains risques dont l'expérience montre qu'ils sont les plus durables et qui évite les risques moins bien modélisés et moins bien compensés dans d'autres secteurs du marché de l'assurance.

Malgré leur croissance significative, les Cat **DD**

Avantages potentiels de l'ajout progressif de Cat Bonds à un portefeuille équilibré



Source : Fiermat Capital Management, LLC, Mercer, GAM, au déc. 2021, en USD. Période de données : déc. 2016 - déc. 2021. Actions mondiales = indice MSCI World, Obligations mondiales = Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index, Cat Bonds = indice Swiss Re Global Cat Bond. Les indices ne peuvent pas être achetés directement. Uniquement à titre d'illustration.

Bonds restent un marché de niche relatif. Une gestion d'investissement active nécessite une combinaison de ressources spécifiques et d'expérience que seul un petit nombre de gestionnaires d'investissement spécialisés peuvent offrir. Dans ce contexte, on ne soulignera jamais assez les avantages proportionnels du choix d'une stratégie active. Les meilleurs gestionnaires actifs de Cat Bonds ont une nette longueur d'avance sur leurs concurrents en termes de compétences analytiques, de technologie de modélisation de portefeuille, d'accès au marché et de taille. Leurs stratégies de portefeuille sont donc mieux à même de minimiser les risques des Cat Bonds et de se concentrer sur la réalisation des rendements systémiques qui font de cette classe d'actifs une option si attrayante pour les investisseurs à long terme.

Principaux avantages potentiels des Cat Bonds

Source stable de revenus alternatifs : Les Cat Bonds peuvent offrir aux assureurs une solution efficace et évolutive pour transférer les risques d'assurance de leur bilan vers les marchés des capitaux. Dans le même temps, elles offrent aux investisseurs des rendements ajustés au risque attrayants dans un environnement de taux d'intérêt bas, avec une sensibilité minimale aux taux d'intérêt.

Sources de revenus alternatives : Les revenus sont liés à la survenance de catastrophes telles que des tremblements de terre ou des tempêtes, et non à des moteurs conjoncturels ou politiques. C'est pourquoi les Cat Bonds évoluent généralement indépendamment

des classes d'actifs traditionnelles que de nombreux investisseurs institutionnels détiennent dans leur portefeuille.

Faible exposition aux risques traditionnels : les Cat Bonds et les ILS font partie des rares opportunités d'investissement qui offrent des rendements constants avec une faible exposition aux risques de crédit, de taux d'intérêt et de marché financier. ■

Les informations contenues dans ce document sont données à titre indicatif et ne constituent pas un conseil en investissement. Aucune responsabilité n'est acceptée quant à l'exactitude et l'exhaustivité des informations.



Légende

Cécile Goffart,
100x100cm

Les défis de l'immobilier international direct post-covid et le futur des immeubles de bureaux au vu du télétravail



Henrik Haeuszler
Senior Director Real Estate

Invesco

A. Situation initiale Printemps 2022

Les rendements des placements immobiliers directs ont continué à se redresser au cours de l'année 2021. L'environnement de marché de base reste favorable aux investissements dans les classes d'actifs «porteuses d'intérêts». Les volumes de capitaux investis sont également importants. Cela s'explique en partie par le fait que l'immobilier offre une certaine réduction du risque d'inflation.

Par exemple, environ 90% des contrats de location des biens immobiliers dans lesquels nous investissons dans nos stratégies plutôt conservatrices ont actuellement une clause d'indexation pour la protection contre l'inflation (et en même temps des locataires de bonne solvabilité). *Source Invesco, situation au 1er trimestre 2022.*

En ce qui concerne l'incertitude actuelle en Ukraine, nous tenons à préciser que les deux actifs que notre portefeuille plutôt conservateur possède en Pologne sont des actifs stabilisés de haute qualité qui ont tous deux bien évolué sur leurs marchés locaux.

En outre, il ne comporte aucun actif en Russie ou en Ukraine et nous pouvons également confirmer que nous ne sommes pas exposés à un risque de contrepartie lié à ces deux pays (locataires, partenaires financiers, participations dans des joint-ventures, partenaires opérationnels et investisseurs). *Source Invesco, situation au 1er trimestre 2022.*

Conditions économiques actuelles

Grâce au faible niveau d'endettement du système et à la faiblesse persistante des rendements dans d'autres classes d'actifs (les obligations, par exemple), nous continuons généralement à voir un risque limité de correction majeure pour les valeurs immobilières de premier ordre, sauf en cas de nouveaux chocs exogènes. Pour les biens plus risqués (par exemple ceux qui ne sont pas situés dans des centres-villes très demandés, comme la Paradeplatz à Zurich), nous pensons que certains ajustements de valeur négatifs pourraient se poursuivre. *Source Invesco Real Estate Research, situation au 1er trimestre 2022.*

B Considérations stratégiques pour l'immobilier

Étant donné que les marges (« Spreads ») entre les rendements immobiliers de premier ordre et les rendements des obligations d'État se situent dans la fourchette normale et, dans certains cas, au-dessus de celle-ci, nous pensons que la demande de biens immobiliers restera élevée même si les taux d'intérêt commencent à augmenter.

Bien que la pandémie mondiale ait un effet perturbateur à court terme, elle ne modifie pas les changements structurels à plus long terme qui sont susceptibles d'affecter les marchés immobiliers. Dans certains secteurs, les réactions au Covid-19 ont accéléré

les processus de transformation qui étaient déjà en cours avant le début de la pandémie, comme par exemple la croissance du commerce électronique. Dans d'autres secteurs, en revanche, les perturbations devraient rester temporaires et de courte durée, de sorte que nous nous attendons à un retour à la tendance antérieure dans le cadre d'une normalisation progressive de l'activité économique, comme c'est le cas pour les voyages à l'échelle mondiale.

Bureau

La nature changeante de l'utilisation des bureaux continue d'évoluer, tandis que les locataires et les employés commencent à revenir dans les bureaux. Nous sommes conscients que les changements dans ce secteur se sont accélérés à la suite de Covid-19, bien qu'il y ait déjà eu une nette tendance à une plus grande flexibilité de l'environnement de travail avant la pandémie.

Nous nous attendons à ce que, dans la phase de normalisation post-Covid, les employeurs continuent à ressentir le besoin de fournir des espaces de bureaux durables qui attirent des employés qualifiés, facilitent la collaboration avec les collègues et permettent la transmission de la culture d'entreprise et le mentorat des employés.

Nous voyons également une différenciation supplémentaire sur le marché. Les biens immobiliers situés dans des endroits décentralisés sont parfois moins demandés en ce qui concerne les possibilités de travail à domicile, alors que dans les endroits centraux, la demande augmente en partie, car des surfaces attrayantes (bien immobilier / environnement / accessibilité) sont créées pour inciter les collaborateurs à ne pas seulement travailler, mais à utiliser la productivité de réunions spontanées et surtout « réelles ». De tels lieux d'échange nécessitent également plus de surfaces d'espace commun que les bureaux traditionnels (environ 60% à 40%, contre 40% à 60% auparavant). Les utilisateurs de ces biens immobiliers sont généralement des entreprises solvables qui accordent également de l'importance des questions ESG.

Un exemple : l'immobilier : L'ESG est une priorité depuis une vingtaine d'années. L'im- »»»

meuble à usage mixte « Die Welle », situé à côté de l'ancien opéra de Francfort et d'une valeur de plus de 600 millions d'euros, a par exemple vu son classement BREEAM (Building Research Establishment Environmental Assessment Methodology) passer de « bon » à « très bon » grâce aux mesures mises en œuvre par la propre gestion d'actifs, et ce sur une période de détention de seulement 2 ans. Grâce à des mesures comme celles-ci, on augmente non seulement la durabilité écologique, mais aussi économique. Dans le contexte de l'insécurité générale causée par la pandémie de Corona, il a pu être conclu dans cet immeuble un bail de longue durée pour une surface de bureaux de plusieurs milliers de mètres carrés, dont le rendement était même supérieur de plus de 20% à celui enregistré juste avant la pandémie.

L'achat récent par Google d'un immeuble de bureaux situé dans le meilleur quartier de Londres au prix d'un peu plus d'un milliard d'euros témoigne de la productivité et de l'attractivité accrues de tels biens. *Source : <https://www.nytimes.com/2022/01/11/business/google-london-office.html>*

Nous considérons ces différenciations entre les biens A et B comme une tendance sur le marché des bureaux

En conséquence, nous pensons que les bureaux de premier ordre continueront à bénéficier d'une bonne demande de la part des locataires et des investisseurs, bien que certains critères de demande soient susceptibles de changer par rapport aux conditions de marché de la période pré-Covid. Nous avons constaté certains retards dans le pipeline des projets de développement et de rénovation sur certains marchés clés européens, en raison de l'augmentation des coûts de construction et des préoccupations concernant l'évaluation des projets de construction du point de vue de la durabilité (« ESG »), ainsi que d'une certaine incertitude quant à l'évolution future des loyers des bureaux. En résumé, cela se traduit par une réduction de l'offre nouvelle future, qui devrait entraîner une nouvelle pénurie relative d'espaces de bureaux de premier ordre de catégorie A, et donc continuer à soutenir les loyers des biens immobiliers de premier ordre.

Commerce de détail

Le secteur de la vente au détail continue de subir des pressions structurelles, que le Covid a encore accentuées. Le fait que la majorité des consommateurs européens aient été limités dans leurs achats (lockdowns, etc.) en 2020 et début 2021, sous le contrôle de la pandémie, a accéléré le changement structurel vers les achats en ligne.

Nous pensons que les marges de certains détaillants seront encore plus sous pression après la fin de la pandémie en raison de la migration qui se poursuit vers le commerce en ligne. Nous pensons donc que de nombreux détaillants devraient continuer à rationaliser leurs réseaux de magasins et à fermer ceux qui fonctionnent mal, tout en optimisant et, dans de nombreux cas, en développant leurs sites « phares ».

En conséquence, on peut s'attendre à ce que les commerces de détail couverts, à plusieurs étages et axés sur le marché de masse, sans forte zone de chalandise locale, soient les plus en difficulté. Malgré ces inquiétudes, les premiers signes montrent que des opportunités d'investissement à des prix attractifs commencent à apparaître dans des biens bien situés et bénéficiant d'une demande durable de la part des consommateurs de leur environnement proche, où les niveaux de loyer peuvent être corrigés à des niveaux raisonnables tout en offrant des rendements courants attractifs.

Hôtellerie

Le secteur hôtelier a assisté à une correction des prix en 2020-21. Cela ouvre des possibilités d'acquisition soit pour une stratégie de détention à long terme, soit pour des projets d'ajout de valeur dans le cadre d'une stratégie de gestion au cœur. Les valorisations ont baissé de 10 à 15 % et les rendements de premier ordre ont augmenté de 25 à 50 points de base, ce qui a creusé l'écart de rendement relatif avec les autres secteurs. Bien que le secteur ait été durement touché par la pandémie de Covid-19, nous pensons qu'il s'agit davantage d'un choc à court terme que d'un renversement à long terme de la croissance positive de la tendance. *Source Invesco Real Estate House View, décembre 2021.*

Logistique

L'immobilier logistique a continué à surperformer le marché immobilier plus large pendant la pandémie de Covid et connaît une forte demande de la part des locataires et des investisseurs. Les chaînes d'approvisionnement sont en train d'être restructurées pour mieux répondre à l'avenir aux défis posés par les problèmes du modèle « juste-à-temps ». Dans toute l'Europe occidentale, la demande dépasse l'offre de sites appropriés pour les entrepôts, surtout pour les centres de distribution situés en périphérie des villes.

Par conséquent, si nous continuons à voir des opportunités d'investissement dans les biens « big box » de grande taille et les biens logistiques situés en périphérie des villes, nous veillons à ce que ces biens soient soutenus par des valeurs foncières durablement élevées en raison de leur emplacement stratégique, et nous pensons que le plus grand potentiel de croissance des loyers se trouve dans les biens logistiques urbains situés dans les grands marchés clés.

Logement

L'immobilier résidentiel profite de la pression continue de la demande. Dans la plupart des villes européennes, la croissance du nombre de ménages privés dépasse depuis longtemps l'offre de nouveaux logements, notamment en raison de la poursuite de l'urbanisation. Par conséquent, les loyers continuent de subir une pression à la hausse dans de nombreuses villes européennes. Toutefois, sur certains marchés, les prix des loyers atteignent, avant le début de la pandémie, des niveaux difficilement abordables pour beaucoup. Il convient donc de surveiller de près le risque d'une augmentation des interventions réglementaires sur le marché du logement locatif.

Nous continuons à miser sur les investissements « build-to-rent » (BTR) et nous nous engageons sur ce marché de préférence par le biais de projets de forward funding, pour lesquels un rendement supplémentaire peut être obtenu grâce à des risques de développement de projet limités. Il s'agit d'une stratégie très importante sur certains marchés afin d'acquérir un produit de nature à intéresser les investisseurs. Les nouvelles constructions de qualité institutionnelle ont récemment

été plus demandées par les locataires, car les déménagements forcés vers les bureaux à domicile ont conduit les locataires à privilégier les logements dotés d'une infrastructure, d'une connectivité, d'une flexibilité de qualité et d'espaces extérieurs attrayants. Pour les stratégies à rendement plus élevé, nous nous concentrons également sur les développements de projets « build-to-sell » dans des marchés clés afin de générer des rendements à court terme plus élevés. L'accent est notamment mis sur les possibilités de repositionnement de biens immobiliers existants (par exemple, la transformation d'un immeuble de bureaux situé dans un centre-ville attrayant en appartements).

De manière générale, l'intérêt des investisseurs est élevé/stable (voir figure 1). En ce qui concerne l'année 2022, nous pensons que les investisseurs se concentreront sur les domaines suivants :

- 1. Qualité, revenus et sécurité.
- 2. Possibilités de repositionnement des actifs pour l'après COVID/Ukraine

C. Perspectives Développement et pertinence de la classe d'actifs immobiliers

Les biens immobiliers abritent l'économie, au sens propre comme au sens figuré. C'est la classe d'actifs la plus ancienne et elle est importante pour chacun d'entre nous dans notre vie quotidienne.

Les investisseurs immobiliers de longue date connaissent bien le cadre « résidentiel, industriel, bureaux et commerces » qui définit ce secteur depuis des décennies.

Il convient de suivre le Real Estate sur une approche différente. Nous pensons que cette approche représente mieux l'éventail évolutif des possibilités que l'immobilier offre aux investisseurs.

Nous avons toujours besoin d'un lieu où nous pouvons consommer, vivre, innover et nous connecter - un lieu où nous sommes CLIC (« Consume, Live, Innovate & Connect »). Ce sont les tendances structurelles qui guident notre réflexion et façonnent nos opinions lorsqu'il s'agit de rechercher de nouvelles opportunités d'investissement dans un environnement de marché en constante évolution.

Consommation

Pourquoi est-ce si important? La consommation des ménages représente environ 60 % du produit intérieur brut dans les pays industrialisés. De nombreux secteurs de l'immobilier seront affectés par les changements de comportement des consommateurs. Par exemple, le commerce électronique devient de plus en plus populaire et se concentre de plus en plus sur les expériences et pas seulement sur les produits. Qu'est-ce que cela signifie pour le secteur immobilier? Des moteurs structurels :

- Commerce électronique : Répondre aux dépenses en ligne nécessite des investissements dans les sites de distribution.
- Loisirs : Les commodités bien situées sont immunisées contre la substitution en ligne
- Le vieillissement de la population : L'augmentation des cohortes de personnes âgées modifie les habitudes de consommation.
- Connectivité : Permet une consommation accrue en ligne/mobile
- Mobilité mondiale : Demande d'expériences et d'activités de loisirs
- Science et technologie : L'innovation et la santé font grimper les dépenses

Live

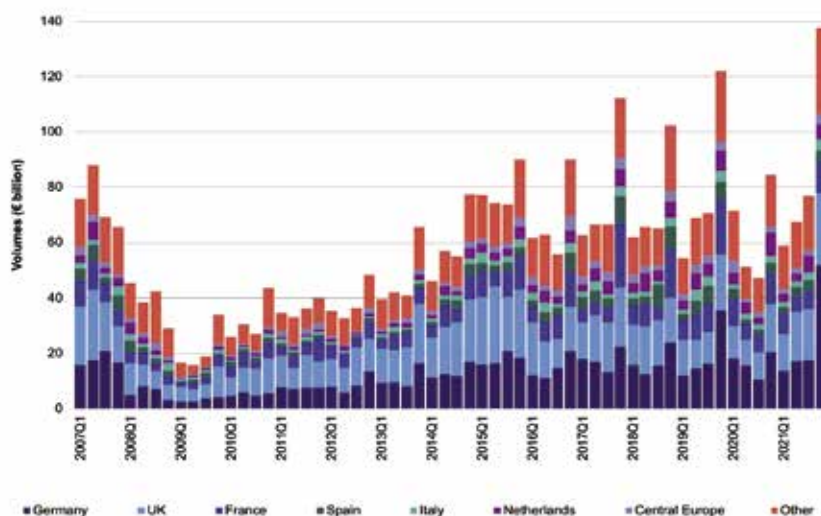
Pourquoi est-ce important? L'endroit où nous vivons est une composante essentielle de toute société. Dans de nombreux pays industrialisés, l'offre de logements est structurellement insuffisante, alors que les changements démographiques et l'urbanisation croissante modifient les schémas de la demande.

Les frontières entre l'endroit où nous vivons, l'endroit où nous travaillons et l'endroit où nous jouons sont de plus en plus floues. Cela entraîne de nouvelles évolutions des exigences en matière d'équipement et de connectivité des logements.

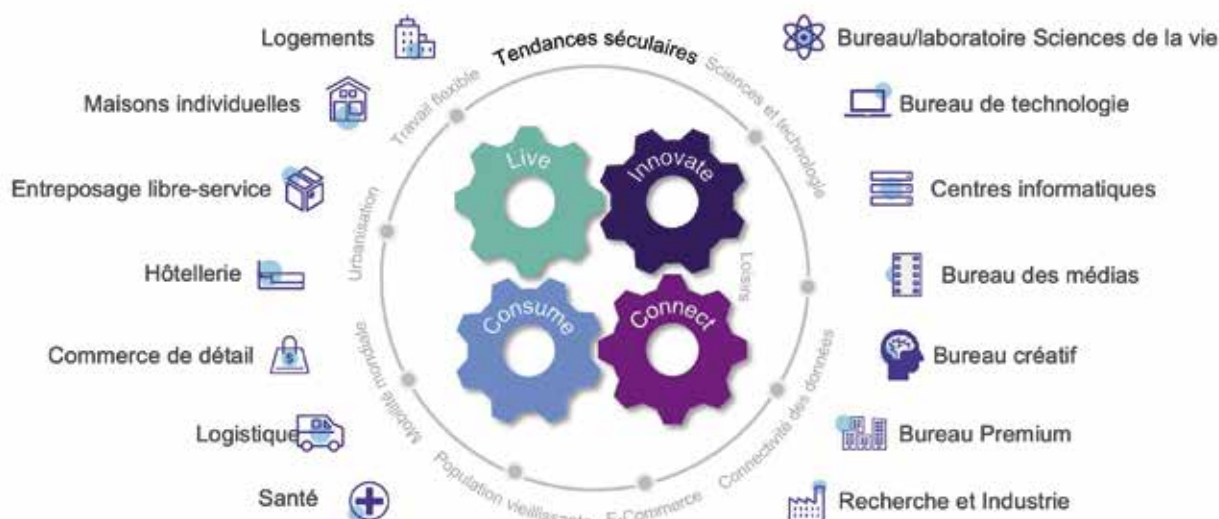
Qu'est-ce que cela signifie pour le secteur immobilier? Un domaine d'intérêt particulier est le logement de masse efficace qui dessert des sites urbains et suburbains en croissance. Les risques à la baisse incluent certains marchés où l'accessibilité financière est limitée, tandis que la demande de produits à prix élevés pourrait être limitée. Des moteurs structurels :

- Urbanisation : Demande continue de logements efficaces pour la population croissante des grandes villes
- Le vieillissement de la population : L'augmentation du nombre de personnes âgées modifie le modèle de la demande de logements
- Travail flexible : Le travail à distance modifie la demande de logements
- Mobilité mondiale : Une préférence croissante pour les logements flexibles
- Connectivité : Le parc immobilier vieillissant ne répond plus aux exigences modernes

Figure 1 : Immobilier européen : Volume de transactions 2007 - 1er semestre 2021



Source : Invesco Real Estate, sur la base des données de Real Capital Analytics, situation au : 25 août 2021

Figure 2 : Modèle CLIC Invesco 2022

Innover

Pourquoi est-ce si important? Les marchés développés s'appuient de plus en plus sur la recherche et l'innovation pour stimuler la croissance économique. Les villes axées sur l'innovation se sont révélées plus performantes que les autres marchés et cette tendance devrait se poursuivre.

L'économie numérique a progressé un peu plus de 2,5 fois plus vite que le PIB mondial au cours de la période 2004-2019. Les progrès technologiques continuent de soutenir des tournants critiques et d'accélérer la croissance de secteurs tels que l'intelligence artificielle et les sciences de la vie.

Qu'est-ce que cela signifie pour le secteur immobilier? Dans ce domaine, nous privilégions les bureaux flexibles et les installations pour les sciences de la vie dans les principaux centres d'innovation qui attirent les entreprises créatives et les talents. Des moteurs structurels :

- Science et technologie : Poursuite des investissements et de l'innovation dans les domaines de la technologie et des sciences de la santé
- Connectivité : Les entreprises innovantes sont de plus en plus actives au niveau international
- Mobilité mondiale : La lutte pour les talents en science et technologie est mondiale

- Urbanisation : Les villes importantes continuent d'attirer des concentrations de connaissances et de savoir-faire

Connexion

Pourquoi est-ce important? L'accès aux données devient une composante de plus en plus importante de l'infrastructure entrepreneuriale et sociale. Cela est devenu évident lors de la pandémie COVID-19, qui a soutenu la capacité des entreprises à travailler avec une main-d'œuvre dispersée.

Les moteurs macro-économiques de la demande augmentent avec une série de générateurs de données volumineuses (plateformes en nuage, distribution de contenu, médias sociaux, Internet des objets).

Qu'est-ce que cela signifie pour le secteur immobilier? Nous pensons que l'informatique d'entreprise prend de plus en plus d'importance et que le besoin d'accès et de sécurité des données n'a jamais été aussi élevé.

Pour toutes ces raisons, l'approche différenciée du marché immobilier par le modèle CLIC (figure 2) est utile pour le succès des décisions d'investissement actuelles et futures.

Principaux risques :

La valeur d'un investissement et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien augmenter que diminuer et il est possible que les investisseurs ne récupèrent pas le montant initialement investi. ■

Informations importantes

Situation de toutes les données telles qu'indiquées, source : Invesco, sauf indication contraire. Cette annonce marketing est destinée à être utilisée uniquement par des investisseurs professionnels en Suisse. Les investisseurs doivent lire les documents de vente avant de prendre une décision d'investissement définitive. Cette annonce marketing est fournie à titre d'illustration uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investir dans une classe d'actifs, un instrument financier ou une stratégie spécifique. Ce document n'est pas soumis aux exigences réglementaires qui imposent l'impartialité des recommandations d'investissement/stratégie d'investissement et l'interdiction de négocier avant la publication de la recommandation d'investissement/stratégie d'investissement.

Les prévisions et les perspectives de marché présentées dans cette documentation sont des estimations et des hypothèses subjectives de la direction du fonds ou de ses représentants. Elles peuvent être modifiées à tout moment et sans préavis. Aucune assurance ne peut être donnée que les prévisions se réaliseront comme prévu.

Les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs.

Les informations complètes sur les risques sont disponibles dans les documents de vente.

Éditeur en Suisse : Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, CH-8001 Zurich, qui agit en tant que représentant pour les fonds distribués en Suisse. Agent payeur en Suisse : Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1/am Bellevue, CH-8024 Zurich.

Blockchain et actifs digitaux – un intérêt grandissant pour les caisses de pensions



Julien Godat, CFA
Managing Partner

LI Digital AG

La technologie blockchain est au début de son cycle d'innovation et montre un potentiel dont l'ampleur est encore difficile à évaluer. Conçue à l'origine pour les monnaies digitales, l'adoption de cette technologie est en constante augmentation et des applications décentralisées voient le jour dans l'ensemble des secteurs tels que la finance, la santé, le stockage de données décentralisé, les télécommunications, la titrisation d'actifs (par exemple immobiliers ou actions), la musique ou encore les réseaux sociaux.

L'innovation d'une telle technologie réside principalement dans la gestion décentralisée des données. En d'autres termes, la validation et la sauvegarde de l'information sur la blockchain s'effectuent sans l'intervention d'une entité centrale grâce notamment à un protocole utilisant la cryptographie (assurant l'inaltérabilité des données sauvegardées) et à un processus de consensus distribué (assurant la validité des nouvelles données ajoutées à la chaîne de blocs). Il en ressort de nouveaux modèles

d'affaires avec moins d'intermédiaires voire plus du tout, plus efficaces, plus transparents, et surtout accessibles à tous. Plus besoin de compte bancaire ou de carte de crédit pour accéder à ces nouveaux services. Une simple connexion à internet suffit. Nous sommes ainsi à l'aube d'un nouvel internet, aussi appelé le Web 3.0 (voir graphique ci-dessous), où la donnée numérique n'est plus seulement de l'information, mais aussi de la valeur.

Web 3.0 – un nouvel internet en construction

Il y a environ 40 ans que l'internet est arrivé dans nos vies et depuis, trois vagues d'innovations ont pu être observées. Le Web 1.0 a vu émerger le courrier électronique ainsi que des sociétés comme AOL et Netscape. À partir du début des années 2000, le Web 2.0 que nous connaissons bien, tourne autour des réseaux sociaux dont le contenu est fourni par les utilisateurs et des entreprises comme

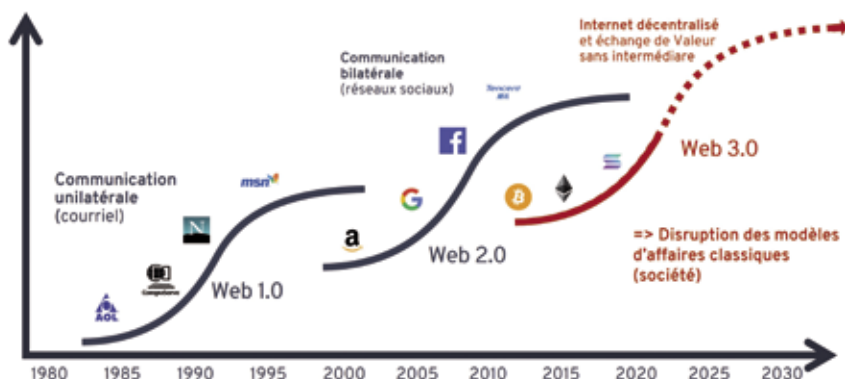
Facebook, Google ou Amazon ont créé des oligopoles capitalisant sur les données des consommateurs. Depuis 2009, la technologie blockchain a déclenché la nouvelle révolution digitale et la construction du Web 3.0 qui permet aux utilisateurs de s'échanger de la valeur aussi simplement que de s'envoyer un courriel. Ainsi, il n'est pas étonnant d'observer un flux massif de talentueux développeurs et entrepreneurs s'engageant dans l'élaboration de ce nouvel internet donnant naissance à une nouvelle classe d'actifs composée de jetons numériques («token») ou actifs digitaux. Le terme de cryptomonnaie est également très utilisé toutefois réducteur par rapport au potentiel que représentent certains de ces jetons numériques et leur protocole.

Structure de la classe d'actifs digitale

L'univers des actifs digitaux est composé d'environ 20'000 jetons numériques listés sur des plateformes de négoce ou en développement. Ces actifs ont différentes fonctions et peuvent être classés selon des couches illustrées dans le tableau page suivante.

En partant de la gauche, les blockchains ou protocoles de couche 1 peuvent être divisés en deux catégories. Tout d'abord, les protocoles tels que le Bitcoin offrent une nouvelle manière de stocker de la valeur («gold 2.0»). À ce titre, on peut mentionner la recherche de Fidelity¹ exposant cette thématique. Toutefois, le potentiel de la technologie blockchain va bien au-delà du Bitcoin et tout commence à partir des plateformes de contrats intelligents («smart contract») comme Ethereum, Solana ou Terra. À ce niveau, ces dernières se livrent à une compétition féroce dont l'enjeu est d'assurer à la fois la décentralisation, la sécurité et la rapidité. Ces atouts sont primordiaux pour consolider la base et l'infrastructure «digitale» du Web 3.0. Vraisemblablement, seuls quelques plateformes s'imposeront et leurs jetons numériques prendront énormément de valeur. Les technologies de couche 2 représentent une petite couche intermédiaire au-dessus des protocoles de couche 1 dont les principaux objectifs sont d'améliorer la rapidité, l'interopérabilité ainsi que la confidentialité étant donné que les transactions entre utilisateurs sont visibles de tous.

Les trois vagues d'innovations de l'internet



La troisième colonne depuis la gauche re- ➤➤➤

Univers de la blockchain

Protocoles de couche 1	Technologies de couche 2	Applications décentralisées	Tokenisation / NFTs	Blockchains privées (entreprises, états)	Services & infrastructures
- Stockage de valeur (BTC, Monero, ZCash) - Contrat intelligent (ETH, Solana, Flow, Polkadot, Luna, Avalanche, Concordium, Spacemesh)	- Rapidité (lightning, Plasma, Raiden, state channels, sidechains, Arbitrum, Polygon Matic, Matter Labs, Optimism) - Inter-opérabilité (interchain bridges) - Confidentialité (zkp, StarkWare)	- Paielements (Flexa, Terra) - Transferts internationaux (Celo) - Finance décentralisée (MakerDao, Compound, YFI) - Echanges décentralisés (Ox, UniSwap, Serum, Curve) - Marché de prédiction (Augur, ChainLink, Polymarkets) - Stockage des données (Arweave, IPFS) - Identité digitale (Civic) - Gestion d'actifs (SET, Melonport) - Vidéo (Stream, LPeer) - Musique (Audiis) - Télécom (Helium) - Réseaux sociaux et médias (Brave)	- Art digital - Collections digitales (NBA TopShot, Sorare, Sandbox) - Jeux (gaming) (play-to-earn, Axie Infinity) - Métavers - Jetons pour fans - Redevances tokenisée, musique, propriété intellectuelle - Action, prêt ou immobilier tokenisés - Jeton stable (USDT, USDC)	- Blockchain privée (Hyperledger, Ripple, R3 Corda, Stellar) - Gestion de la chaîne d'approvisionnement - Transactions bancaires - Trade finance - Authentification - KYC & conformité & identité digitale - Assurance - Voitures autonomes - Données médicales - Distribution d'électricité - Votation - Monnaies numériques émises par les Banques Centrales	- Echange/bourse (Deribit, FTX, Coinbase, Binance, Kraken, Bakkt) - Courtier/financement/short-selling (Amber, Copper, CryptoBroker) - Market making (Wintermute, Jump) - Stockage & portefeuille numérique (Coinbase, Anchorage, Ledger, BitGo) - Mining & ASICs (BitMain, BitFury) - Staking (Figment) - Fiat on-ramps - Gestion d'actifs - Tokenisation - Analyse des données des blockchains - Outils de sécurité - KYC & conformité
Jetons de paiement	Jetons d'utilité	Jetons d'utilité	Tokenisation & jetons stables	Jetons privés	Capital-risque (action non-cotée)

groupe les applications décentralisées ou nouveaux modèles d'affaires et services faisant face aux utilisateurs finaux. Ces applications sont programmées sur les blockchains de contrats intelligents (couche 1) qui assurent leurs exécutions de manière décentralisée. Ici, il est possible d'investir dans des jetons d'utilité et de gouvernance dont la valeur est directement liée à la croissance des revenus que génèrent les applications en question. Ce sous-secteur a connu une forte croissance d'adoption et d'activités depuis l'été 2020. Par exemple, le segment de la finance décentralisée («Decentralized Finance – DeFi») s'est développé de manière fulgurante avec des applications dans le domaine des assurances, des bourses décentralisées, de la gestion de fortune, et particulièrement des jetons stables qui maintiennent la parité avec le dollar américain. En chiffres, plus de USD 200 milliards sont en activité sur ces nouvelles plateformes de services financiers. C'est vingt fois plus qu'il y a 18 mois². Si cette croissance est impressionnante, l'adoption de masse n'a pas encore eu lieu. En revanche, on y trouve les premiers signes dans le domaine des jetons non fongibles («Non Fungible Token – NFTs») appartenant à la quatrième colonne. Ces jetons sont utilisés pour le métavers, les jeux («gaming»), l'art numérique, les collections digitales, et en

partie, pour la tokenisation d'actifs tels que l'immobilier, la propriété intellectuelle, les actions, les prêts...

Les blockchains privées (5ème colonne) sont des protocoles qui ne sont pas accessibles à tous, où les intervenants sont identifiés et sélectionnés. Ce sous-secteur est l'équivalent de l'intranet du Web 3.0 et le potentiel disruptif est plus faible que celui des écosystèmes reposant sur des blockchains publiques de la couche 1.

La dernière colonne des services et infrastructures regroupent des sociétés classiques servant l'écosystème de la blockchain et ses réseaux décentralisés. Par exemple, on y trouve des bourses, des banques permettant l'échange de jetons numériques contre de la monnaie fiduciaire («Fiat on-ramp»), des services de stockage d'actifs digitaux, de paiement ou de courtage ainsi que des sociétés de développement d'applications décentralisées.

En résumé, les quatre premières colonnes depuis la gauche consistent à investir dans des jetons numériques afin de capitaliser sur l'adoption future des blockchains de couche 1, leurs applications décentralisées et les NFTs. Ces opportunités d'investissement sont par

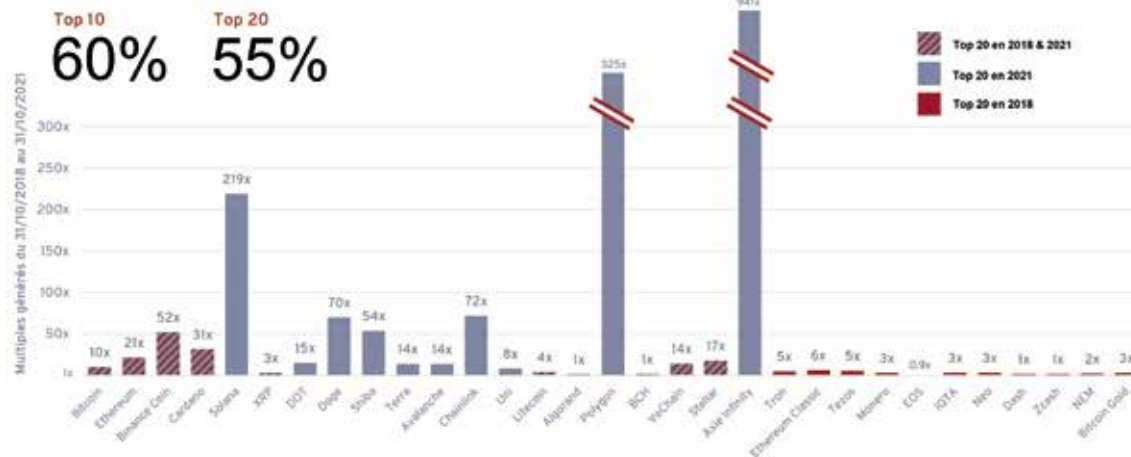
définition liquides étant donné la nécessité d'un jeton numérique listé pour permettre à la blockchain et aux réseaux décentralisés de fonctionner. Les sociétés de services et infrastructures de la dernière colonne représentent une autre possibilité de capitaliser sur la thématique de la blockchain. Ces opportunités d'investissements sont quant à elles illiquides et de type capital-risque classique.

Quelle mise en œuvre?

La classe d'actifs digitale est encore jeune et l'analyse des jetons numériques associés aux différents protocoles est hautement complexe. Elle demande plusieurs disciplines allant des mathématiques et de l'informatique à l'économie, au capital-risque et au trading. Ainsi, il existe une asymétrie importante d'information et d'accès entre les équipes d'investissement dédiées aux actifs digitaux et le reste du marché. Cet aspect est aussi confirmé par le graphique page suivante. Sur les 20 plus grosses capitalisations boursières, nous observons un taux de rotation de 55% entre 2018 et 2021.

Dans ce contexte, la gestion active et notamment la sélection de gérants dédiés s'imposent

Taux de rotation des plus grosses capitalisations boursières entre octobre 2018 et octobre 2021



pour obtenir une exposition profonde et diversifiée au marché des actifs digitaux.

Il y a dans le monde plus de 800 fonds entièrement dédiés à la classe digitale englobant plus d'une dizaine de stratégies d'investissement décrites dans le graphique ci-dessous. Les stratégies fondamentales (en bleu) capitalisent sur l'adoption de la technologie en investissant avec un horizon long terme dans les jetons numériques dont les protocoles sont les plus disruptifs. Les gérants appliquent une approche d'investissement similaire au capital-risque. Ils sélectionnent non seulement des actifs listés, mais aussi privés en participant au financement de projets via des SAFTs («Simple Agreement For Future Tokens»). Ces stratégies ont un potentiel de performance important, mais au prix d'une volatilité élevée qui peut être contrebalancée en diversifiant le portefeuille à l'aide des stratégies de type trading (en rouge). Ces dernières amènent de la décorrélation et de la liquidité au marché. Par exemple, on y trouve des gérants de type «Market Neutral» qui

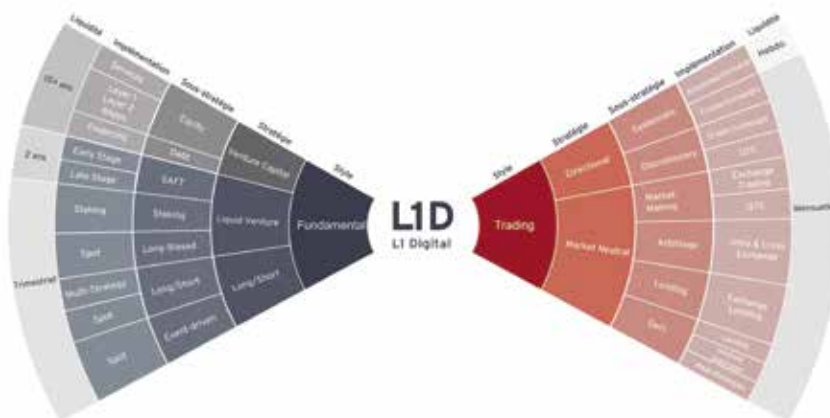
tirent profit des inefficiences en appliquant des stratégies d'arbitrage ou de «Market Making». Il y a aussi des approches purement systématiques qui captent des tendances à la hausse comme à la baisse des plus grosses capitalisations du secteur.

Pourquoi investir dans cette thématique?

Nous sommes d'avis que le Web 3.0 et la classe d'actif digitale présentent une opportunité au profil rendement-risque des plus attractifs et asymétriques dans le paysage d'investissements actuel. Sur les 18 derniers mois, toujours plus de sociétés procurent des services autour des actifs digitaux ou investissent dans le secteur. De manière non exhaustive, on peut citer PayPal, Visa, Palantir, Tesla, Fidelity, JP Morgan, Goldman Sachs, BlackRock, Société Générale. La banque européenne d'investissement a émis sa première obligation numérique sur la blockchain publique Ethereum en

avril 2021. S&P Global a lancé ses propres indices sur les actifs digitaux. Également, la NBA (National Basketball Association) émet déjà des NFTs pour ses fans. La NFL (National Football League) ou encore La Liga (ligue de foot espagnole) vont bientôt suivre. Avec l'amélioration progressive de la réglementation et des services d'infrastructure, on peut raisonnablement s'attendre à l'émergence de cette nouvelle classe d'actifs dans les portefeuilles institutionnels. Il est difficile d'exprimer des attentes de rendement pour un secteur témoignant une telle croissance. Toutefois, pour donner un ordre de grandeur sur 5 à 10 ans, les attentes de performance via une approche multi-gérants s'articulent autour de 40% à 50% p.a. avec un niveau de volatilité comparable. À titre d'information, les indices du secteur Bitwise 10³ et Bitwise 20⁴ ont des volatilités annualisées de 78% et 111% respectivement sur les trois dernières années. Les métriques et les dynamiques sont donc très différentes des marchés traditionnels avec un potentiel de diversification indéniable. Même une faible allocation peut transformer positivement la performance globale d'un portefeuille. Un nombre grandissant de caisses de pensions considère la thématique blockchain. Dans ce sens, l'approche multi-gérants est un moyen simple de capitaliser sur l'adoption de la technologie tout en limitant l'impact de la volatilité élevée via une diversification des stratégies. Ce type d'approche peut être mis en place à l'aide de véhicules de placements régulés appartenant à la quote-part alternative selon l'OPP2.

Vue globale des stratégies d'investissement dédiées à la blockchain et les actifs digitaux



¹ Fidelity Digital Assets, Bitcoin investment thesis, An aspirational store of value, July 2020

² Defi Llama, <https://defillama.com>

³ Indices sur les 10 plus grosses capitalisations boursières

⁴ Indices sur les capitalisations boursières moyennes à savoir de la 11^{ème} à la 30^{ème}

L'immobilier résidentiel européen : terres d'opportunités ?



Alex Lund
Associate Director :
Recherche et stratégie - Europe

M&G Investments



Emma Grew
Associate Director : Recherche
et stratégie - Actifs alternatifs

Comme des millions d'Européens ont été encouragés à travailler à domicile pour aider à contenir les taux d'infection à la COVID-19, la question de l'équilibre optimal entre vie professionnelle et vie privée a été mise à l'épreuve. Beaucoup se sont interrogés sur le mode et lieu de vie qu'ils souhaitent, ainsi que sur la qualité de ce même lieu d'habitation. Si passer plus de temps chez soi devient la norme, cet espace correspond-il réellement au style de vie souhaité ?

Comme tout choc majeur, cette pandémie a chahuté certaines tendances et en a renforcé d'autres. Les décisions liées aux coûts de location, qu'il s'agisse d'augmenter la superficie ou de déménager, restent motivées par les situations particulières. Toutefois, l'approche plus souple du travail à domicile a modifié à la fois les besoins des consommateurs et le timing de certaines décisions.

Les jeunes et les insoucients restent jeunes et « sans domicile fixe »

En Europe, la vie des locataires reste dominée par des dynamiques familiales. Les prix exorbitants des logements sont toujours dissuasifs pour les jeunes générations désireuses de devenir propriétaires. En clair, on ne construit pas assez de logements. La faiblesse record des taux d'emprunt n'aide guère les primo-accédants si on continue de leur réclamer un dépôt de 20 % pour rendre les remboursements abordables. Avec un prêt typique représentant 4,5 fois les revenus annuels, il manque à la plupart des acheteurs potentiels entre 40 000 et 300 000 euros pour acheter un appartement avec deux chambres. Au-delà de la charge supplémentaire des frais d'achat (seulement 4 % en Finlande, mais plus de 10 % en Allemagne), l'accession à la propriété est de

plus en plus difficile, et non le contraire. Ce sont ces obstacles qui définissent souvent la culture du logement d'un pays. Le taux d'accession à la propriété en Allemagne n'est que de 45 %, et de 25 % seulement pour les 30 à 39 ans - population typique des primo-accédants-. Outre le défi de l'achat immobilier, en Allemagne, vendre une maison dans les dix ans suivant son acquisition entraîne une taxe sur la plus-value de 25 %. Dans ce pays, acheter une maison est souvent un projet de vie, et pas seulement une première étape de la vie de propriétaire. Voir figure 1.

Louer plus longtemps permet de faire moins de compromis

Le contrôle des loyers en Allemagne rend également la location plus attrayante, avec des baux plus longs et des règles plus strictes concernant les augmentations de loyer, qui offrent une plus grande sécurité au locataire. En comparaison, des coûts moins élevés, des avantages fiscaux sur les prêts et la « culture immobilière » sont autant de facteurs qui favorisent l'accession à la propriété dans des pays comme l'Espagne, les Pays-Bas et la Finlande (où les taux de propriété sont supérieurs à 70 %). L'âge moyen d'un primo-accédant en Allemagne, qui est de 34 ans, est de cinq ans supérieurs à celui de la Finlande.

Par ailleurs, la mentalité des locataires a considérablement évolué depuis dix ans. Si l'accession à la propriété reste une aspiration pour beaucoup, de nombreux Européens sont également heureux de rester locataires plus longtemps, surtout si cela correspond mieux à leur style de vie. Il n'est pas surprenant que vivre dans un appartement bien desservi, géré par des professionnels et doté d'équipements modernes, soit devenu plus attrayant que d'acheter une « cage à lapins » donnant sur le périphérique parisien.

Le cycle de vie locatif est relativement uniforme en Europe

Le parcours d'un locataire reflète généralement les étapes clés de sa vie. En quittant la maison familiale, il peut choisir de faire des études ou de lancer sa carrière professionnelle. Ces deux sous-groupes de locataires présentent des caractéristiques similaires. Ils ont généralement deux exigences : l'éduca-

Figure 1

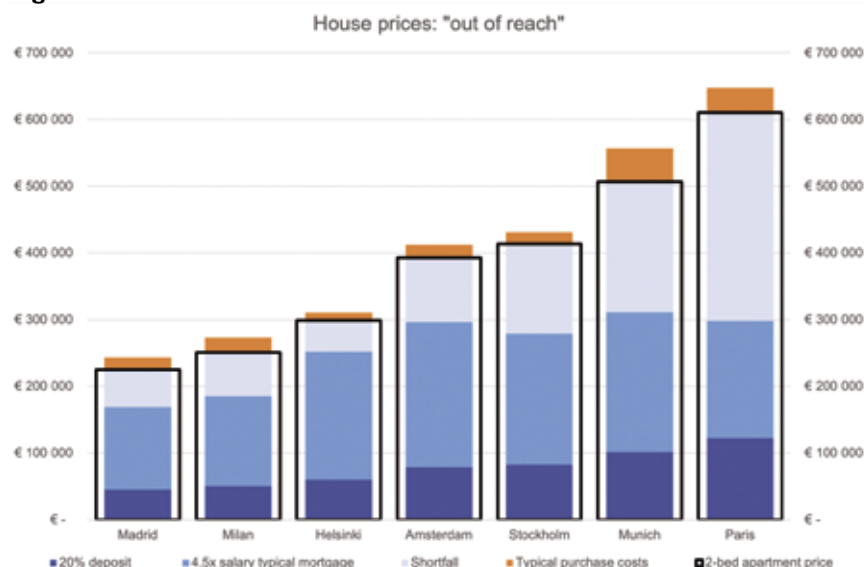
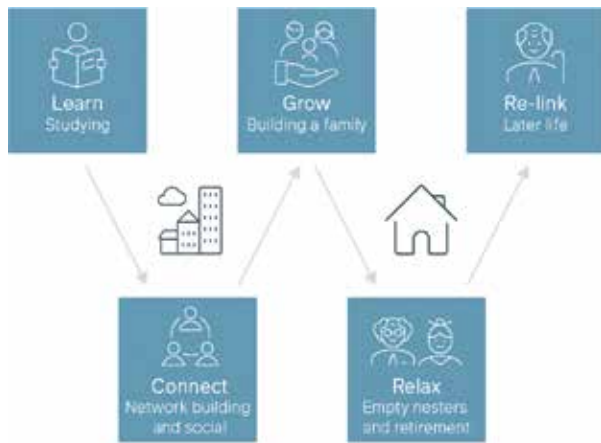


Figure 2 - Source M&G Real Estate



tion et la mise en relation avec des personnes partageant les mêmes idées, que ce soit sur le plan social ou professionnel. À ce stade de la vie, l'accent est mis sur la proximité, qu'il s'agisse de l'université, du travail ou de la vie nocturne. Par la suite, les besoins évoluent. À mesure que l'on avance dans la vie et que l'on construit une famille, la superficie, la sécurité et les écoles deviennent des priorités. Les services de garde d'enfants et les interactions avec la communauté locale commencent à influencer nos décisions en matière de logement. Voir figure 2.

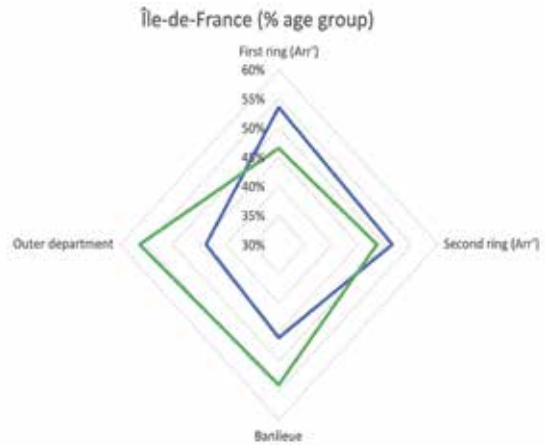
C'est en tout cas ce qu'illustrent clairement les tendances démographiques. L'analyse des capitales européennes révèle que les banlieues des centres-villes sont «jeunes» et le sont de plus en plus. À titre d'exemple, les 5e et 11e arrondissements de Paris sont les plus populaires auprès des étudiants et des jeunes professionnels. Dans ces quartiers où se situent Université, lieux culturels, bars et restaurants branchés, les jeunes adultes constituent une

part importante de la population. Et cette proportion ne cesse d'augmenter. En comparaison, la banlieue parisienne est prisée par les familles avec de jeunes enfants. Ces lieux sont plus arborés, plus calmes et offrent des appartements de taille familiale proches de nombreuses écoles. Cette dynamique n'est pas propre à Paris, mais résulte plutôt des choix de mode de vie que nous faisons en vieillissant. Voir figure 3.

La Covid-19 a renforcé le compromis entre superficie et proximité

La plupart des décisions relatives au logement impose généralement de trouver un compromis entre le coût du lieu d'habitation et la proximité du travail, de la communauté locale ou des lieux d'éducation. Avec l'évolution des priorités, le trajet moyen tend à s'allonger à mesure que les gens vieillissent et fondent une famille. Nous pensons toutefois que la

Figure 3



Covid-19 a accéléré le point de basculement de ce compromis, en raison de la flexibilité des options de travail. Tolérer un trajet quotidien cauchemardesque devient un sacrifice plus facile s'il est effectué moins de fois par semaine.

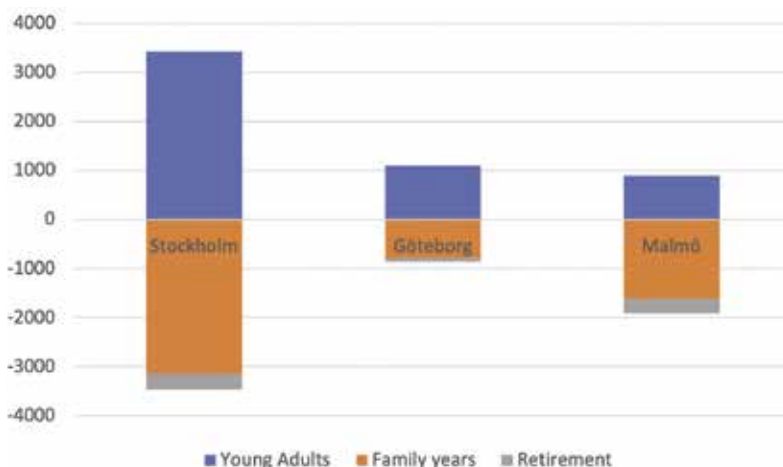
Ce compromis n'est pas nécessairement nouveau. Depuis dix ans, la croissance des villes est due aux jeunes générations et aux migrants qualifiés. Ils ont même compensé le départ des familles plus âgées qui préfèrent vivre en banlieue. La Suède abrite certaines des villes affichant la croissance la plus rapide d'Europe, mais le rythme de départ des familles s'est aussi fortement accéléré. Voir figure 4.

Les banlieues proches intéressent de plus en plus les familles

À Stockholm, la liste d'attente pour obtenir un appartement à loyer encadré est de plus de 10 ans. La plupart des locataires sont donc contraints de se tourner vers la sous-location à court terme et souvent de payer le double du loyer réglementé. Les prix des logements ayant augmenté de 80 % depuis 2010, les familles en quête de superficies plus grandes n'ont d'autre choix que de chercher dans des zones plus éloignées. Par conséquent, les banlieues urbaines, comme Sollentuna ou Farsta, figurent de plus en plus souvent en tête des quartiers recherchés.

Les migrations liées au mode de vie dépendent de facteurs similaires dans la plupart des villes. Malgré la hausse des prix de l'immobilier, les revenus disponibles n'ont que peu augmenté depuis la crise de 2008. Obtenir plus d'espace pour moins cher est de plus en plus difficile pour ceux qui ne souhaitent pas déménager. »

Figure 4



Pour ceux qui sont disposés à le faire, le locataire moyen peut économiser entre 10 % et 40 % des frais de location mensuels s'il est prêt à accepter 30 minutes de trajet supplémentaires. Il n'est donc pas surprenant que les quartiers de Potsdam à Berlin ou Vantaa à Helsinki aient vu leur population augmenter ces dix dernières années. Voir figure 5.

La connectivité et la densité influencent nos choix de logement

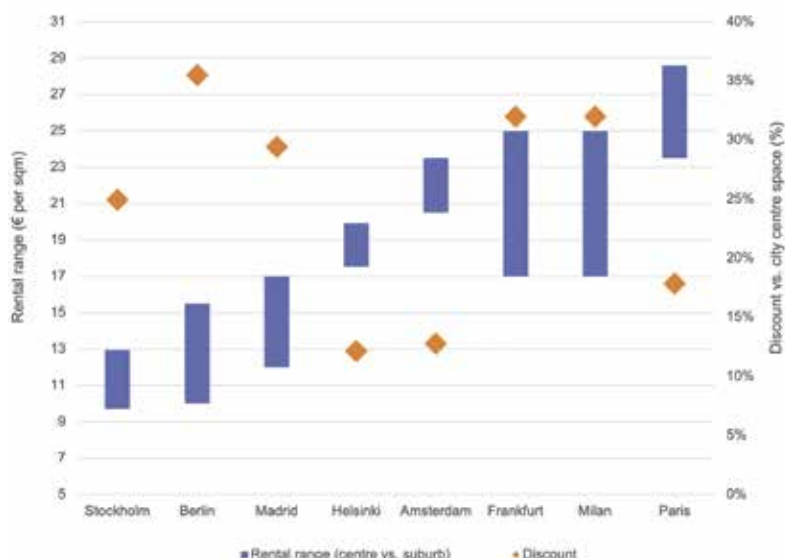
La densité et la connectivité d'une ville peuvent influencer les choix des locataires. Sur les marchés à forte densité, trouver un espace optimal nécessite parfois des trajets quotidiens beaucoup plus longs. Si à Amsterdam les déplacements se font souvent à vélo, à Barcelone dont la zone urbaine est plus grande d'environ 2 000 km² et où le centre-ville est trois fois plus peuplé, beaucoup de personnes ciblent les zones urbaines secondaires et tentaculaires de la ville. Les quartiers de Mataró ou Sant Cugat, par exemple, se situent à 20-30 km du centre-ville, mais sont des alternatives populaires pour ceux qui recherchent des superficies plus grandes.

Pourtant, les incitations devraient aussi être plus importantes, car couper ses liens sociaux et se réinstaller ailleurs est une démarche physiquement plus exigeante. Ces tendances peuvent créer de nouvelles opportunités d'investissement plus éloignées des zones centrales, en particulier les logements résidentiels familiaux de plus grande taille et les commodités avoisinantes.

Si le nombre de journées de travail au bureau se font moins nombreuses, le degré de densification pourrait diminuer sous l'effet d'une baisse de la demande de logements en centre-ville. Il faut néanmoins garder à l'esprit que la plupart des gens apprécient les relations sociales. Ils aiment l'effervescence de la vie urbaine, la proximité des cinémas, des expositions et la variété de la gastronomie. Après tout, il y a une vie après le travail.

Les villes ont également une façon étrange de se réinventer et d'attirer à nouveau ceux qui les ont quittées. Ceux qui migrent vers les banlieues sont remplacés par de nouvelles générations et de nouveaux travailleurs, animés par des priorités différentes. À cet égard, les villes sont sans cesse en train de rajeunir. Elles

Figure 5



conserveront certainement leur pertinence longtemps après la fin de cette pandémie.

Les valeurs communes et les nuances culturelles définissent le produit final

La bonne compréhension des schémas de transport entre lieu de vie et lieu de travail et des mouvements migratoires est un aspect important de l'élaboration d'une stratégie d'investissement judicieuse dans les secteurs immobiliers de «l'habitat». Mais la location est surtout influencée par les besoins des consommateurs. Les espaces de vie, qu'ils soient destinés aux étudiants, aux professionnels ou aux retraités, sont nuancés et varient d'une ville à l'autre. Comme pour tous les produits de consommation, il est essentiel de connaître l'utilisateur final. Être capable de comprendre comment la culture, les exigences de service ou les normes énergétiques diffèrent d'un pays à l'autre peut aider à maintenir un taux d'occupation élevé ainsi que de faibles coûts de rotation.

Les Européens partagent bien entendu de nombreuses valeurs communes. De manière assez intrinsèque, la population recherche des choses similaires. Selon l'enquête de M&G Real Estate sur les préférences résidentielles, la lumière et la qualité de l'air sont les principales préoccupations des locataires. Une vie saine, tant sur le plan physique que mental, figure désormais au premier plan de nos modes de vie, avec un accent particulier sur la communauté

locale en cas de confinement. Si nous assistons à un changement durable des modes de travail après la pandémie, ce ne seront pas seulement les espaces de bureaux qui devront répondre à ces besoins de toute urgence. Les propriétaires résidentiels portent une responsabilité au moins aussi importante. Les locataires dans l'habitat résidentiel sont généralement libres de leurs mouvements et d'assouvir leurs envies. Ils n'hésiteront pas à quitter leur logement si leur niveau de vie est insuffisant.

Les services et équipements communs doivent correspondre aux besoins des consommateurs

Avoir accès à un espace extérieur, qu'il soit partagé ou privé, peut être déterminant dans le choix des locataires. Dans les villes à forte densité comme Milan, Paris ou Madrid, le fait de garantir un balcon suffisamment spacieux peut souvent compenser le manque d'espaces verts accessibles au public. Dans les banlieues, les investisseurs doivent être plus inventifs. Un jardin privé ou un accès au toit, voire un parc urbain dans le cadre d'un projet plus vaste, peuvent faire une grande différence.

Les modes de déplacement dans les villes peuvent également influencer certains aspects de la conception d'un projet immobilier. En termes de ventes, le marché européen des voitures électriques est le deuxième à l'échelle mondiale après celui de la Chine. Les logements modernes doivent répondre à la demande variée des ménages. Très ambitieuse,

L'Allemagne veut mettre en circulation 10 millions de véhicules électriques d'ici à 2030, soit environ 20 % du nombre total de véhicules de tourisme. Les stations de recharge vont rapidement devenir un impératif dans la conception des logements résidentiels.

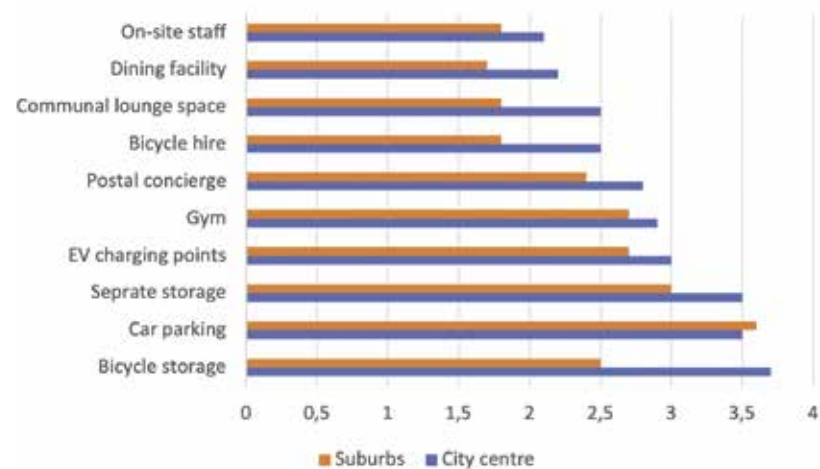
Dans les petites villes, les trajets plus courts et les modes de transport plus écologiques sont plus courants. Copenhague a été nommée ville la plus propice à la pratique cycliste à l'échelle mondiale. En 2020, près de 62 % des déplacements domicile-travail se sont faits à vélo. Il peut s'agir d'étudiants appréciant le principe de la location, de familles possédant des vélos-cargos ou encore de personnes plus âgées optant pour des vélos électriques. L'insuffisance des parcs de vélos (service le plus plébiscité dans notre enquête) ou les capacités limitées de stationnement et de location de vélos pourraient s'avérer extrêmement coûteuses. Cf figure 6.

En Europe, le logement peut également présenter des caractéristiques plus singulières en fonction de la culture du pays et de son climat. Cela peut aller des équipements «low-cost» aux services plus haut de gamme, ou encore proposer des dispositifs électriques évitant le gel des moteurs de voitures dans les pays scandinaves ou la construction de saunas privés, par exemple. Il est également crucial de comprendre les différentes exigences en matière de télétravail : l'Italie et la Suède affichent respectivement les niveaux les plus bas et les plus élevés en matière de flexibilité du travail. De même, les comportements des locataires peuvent varier selon leur culture. En Allemagne, comme la location intervient plus fréquemment à un âge avancé, récupérer sa cuisine (évier et meubles confondus) lors d'un déménagement est un comportement assez généralisé. Les propriétaires n'ont d'autre choix que de tenir compte de ces spécificités. L'idée n'est pas d'avoir les «meilleurs» équipements, mais de les adapter aux besoins des clients, aux emplacements disponibles et au niveau des prix.

Les enjeux du développement durable, de plus en plus au cœur des choix locatifs

Par le passé, le locataire moyen ne s'inquiétait guère de son mode de consommation d'énergie et de la quantité absorbée. Mais un chan-

Figure 6



gement de mentalité majeur va s'opérer dans cette décennie. Le coût est le principal catalyseur de changement, quel que soit le consommateur. L'explosion du travail à domicile va de pair avec une hausse de la consommation d'électricité, de chauffage et de climatisation. La facture énergétique moyenne des ménages a déjà augmenté d'un tiers depuis le début de la pandémie de Covid-19. Cette tendance devrait se poursuivre durant les mois d'hiver plus froids. Les locataires vont inévitablement exiger une meilleure efficacité énergétique de leurs logements afin de réduire leurs coûts. De plus, les jeunes générations se sont habituées à des normes différentes. Le développement durable fait partie intégrante de leur vocabulaire. Dans dix ans, c'est à ce groupe que les investisseurs devront s'adresser en priorité.

Sur de nombreux marchés, la réglementation imposée par les États tend à accélérer ce changement avant les consommateurs. Les villes se mettent aussi au vert sur leur propre dos. Helsinki s'est fixé un objectif de neutralité carbone d'ici 2035. Les logements économes en énergie sont au cœur de ce plan. Les systèmes de chauffage à panneaux solaires ou géother-

miques dans les nouveaux programmes de construction de logements étudiants et collectifs sont à la limite des normes du secteur. La capitale finlandaise n'est pas la seule dans ce cas. L'UE s'est fixée pour objectif d'atteindre 100 villes neutres en carbone d'ici 2030. Le parc immobilier existant en Europe doit être rapidement modernisé pour y parvenir.

Les institutionnels sont en bonne position pour stimuler l'innovation

Des logements plus nombreux, de meilleure qualité et plus abordables, sont indispensables pour répondre aux exigences en matière de logement à chaque étape du cycle de vie, et les États semblent déterminés à s'attaquer à ce problème social urgent. Mais libérer le potentiel dans les secteurs de l'immobilier «d'habitation» comporte aussi des défis. Il est essentiel de connaître le profil de votre base de consommateurs - le mode de vie recherché, leur mode de déplacement dans les villes et le ou les aspects qui font basculer leurs décisions - pour créer des espaces de vie de qualité, adaptés à la demande future. ■

À l'attention exclusive des investisseurs professionnels.

Cet article reflète les opinions actuelles de M&G, compte tenu des conditions actuelles du marché. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et impliquent un certain nombre d'hypothèses qui peuvent ne pas se révéler valables. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La distribution de cet article ne constitue pas une offre ou une sollicitation. Il a été rédigé à des fins d'information et d'éducation uniquement et ne doit pas être considéré comme un conseil en investissement ou comme une recommandation d'un titre, d'une stratégie ou d'un produit d'investissement. Les références à des sociétés individuelles sont incluses dans le présent document uniquement à des fins d'illustration et ne doivent pas être interprétées comme une recommandation d'achat ou de vente de ces sociétés. Les informations contenues dans ce document ont été obtenues auprès de, ou basées sur, des sources que nous considérons comme fiables et précises, bien que M&G n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude du contenu. Les services et produits fournis par M&G Investment Management Limited ne sont accessibles qu'aux investisseurs entrant dans la catégorie des clients professionnels telle que définie dans le manuel de la Financial Conduct Authority. Cette promotion financière est publiée par M&G Luxembourg S.A. dans l'UE et par M&G Investment Management Limited ailleurs (sauf indication contraire). Le siège social de M&G Luxembourg S.A. est situé au 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg. M&G Investment Management Limited est enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 936683, siège social 10 Fenchurch Avenue, Londres EC3M 5AG. M&G Investment Management Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority.

ESG et zéro émission dans les portefeuilles de dette privée



Rafael Torres
Co-Head Private Debt Pan Europe

Muzinich & Co.

Les questions environnementales, sociales et de gouvernance sont au cœur des préoccupations de la société, des décideurs politiques et, de plus en plus, des gestionnaires d'actifs et de leurs solutions d'investissements. La mise en œuvre du règlement de l'UE sur la publication d'informations en matière de durabilité, dans le secteur des services financiers (SFDR), a donné un nouvel élan à cette tendance sur les marchés cotés. Mais comment les marchés privés abordent-ils les questions ESG? Quels sont les défis particuliers auxquels ils font face? Cet article traite de la manière dont nous pouvons intégrer les facteurs ESG dans nos portefeuilles de dette privée.

Dette privée - L'ESG est résolument à l'ordre du jour

Contrairement aux actionnaires qui sont en mesure d'influencer les entreprises, par le biais des droits de vote et des conseils d'administration, les prêteurs de capitaux privés ne peuvent exercer une influence aussi directe. La pandémie de Covid-19 a focalisé les esprits sur les questions ESG, de la rémunération des cadres au bien-être des employés, et a constitué un point d'inflexion pour les prêteurs privés et leur approche en matière d'ESG. Au final, nous pensons que cela incitera les stratégies de prêts privés à devenir plus sensibles aux facteurs ESG potentiellement plus durables.

Prenons pour exemple les petites et moyennes entreprises (PME), c'est-à-dire les entreprises dont l'EBITDA se situe entre 5 et 25 millions d'euros. Ces dernières sont essentielles à la création de valeur économique dans les économies nationales, en générant

des emplois, de la valeur ajoutée et en contribuant à l'innovation. Elles représentent 50 à 70 % de la valeur ajoutée des économies de l'OCDE et contribuent, en moyenne, à 33 % du PIB des économies émergentes, par exemple.¹

Nous considérons que ce segment de marché n'est pas bien desservi et peut offrir des opportunités variées du point de vue du crédit. Les investisseurs privés qui ont une présence locale et disposent de capacités d'analyse fondamentale étendues, qui comprennent la culture, la langue et le régime juridique et qui ont développé de bonnes relations locales peuvent s'engager activement auprès de ces emprunteurs et contribuer à fournir des solutions de financement flexibles.

Le fait de travailler très étroitement avec les emprunteurs de ce segment permet de personnaliser les structures et les fonds, mais aussi les facteurs ESG. Par exemple, certaines mesures peuvent être intégrées aux conditions de prêt, de sorte que les emprunteurs bénéficient d'incitations financières réelles, via des cliquets de marge, pour atteindre des objectifs ESG prédéterminés tels que la réduction des émissions de carbone. Malgré l'absence de recours en capital, en tant que prêteurs de capitaux, les investisseurs en dette privée ont la possibilité de s'engager auprès des entreprises dans lesquelles ils investissent, pour influencer leur gestion des questions ESG.

L'importance de l'engagement

Sur les marchés privés, la dynamique d'engagement est différente de celle des marchés

cotés. Les prêteurs privés sont généralement des investisseurs dits «buy and hold», qui achètent et conservent des titres sur le long terme. L'engagement avec les emprunteurs peut se faire à des niveaux très différents, et nous ne devons pas sous-estimer l'intérêt des PME pour la contribution des investisseurs privés sur les questions ESG et liées au climat. Un autre facteur où les investisseurs peuvent jouer un rôle important est la promotion de ce segment de marché auprès des différents intervenants : conseillers juridiques, sponsors de private equity, arrangeurs de transactions et autres acteurs du marché. En menant auprès de ces organisations une démarche d'engagement aux côtés de nos pairs par le biais de groupes tels que l'European Leveraged Finance Association², nous pouvons faire en sorte que les informations ESG soient améliorées jusqu'à devenir une attente standard du marché, plutôt qu'un simple accessoire.

Données et notations ESG dans le domaine de la dette privée

Une enquête de l'AIMA montre dans quelle mesure les facteurs ESG sont pris en compte dans le cadre du crédit privé. (Voir graphique page suivante.)

L'un des contrastes les plus manifestes entre les marchés cotés et privés, en matière d'investissement responsable et durable, est le manque de données ESG publiques émanant de petites entreprises privées. Bien que de nombreux investisseurs en private equity et en dette aient déployé des efforts concertés pour améliorer les informations ESG des sociétés privées, nous ne nous attendons pas à voir des changements spectaculaires dans cette dynamique. En effet, les attentes générales en matière d'information seront toujours nettement plus élevées pour les sociétés cotées en bourse. Par conséquent, nous sommes davantage tributaires d'une due diligence minutieuse pour recueillir des informations ESG pertinentes, pour le crédit auprès des emprunteurs (et de plus en plus directement auprès des promoteurs de fonds de private equity) afin d'étayer notre due diligence et le suivi continu des emprunteurs.

Par conséquent, pour les investisseurs en dette privée, la possibilité d'entrer en contact et de dialoguer directement avec les

emprunteurs est essentielle. En effet, si les informations que nous recueillons tendent à être moins standardisées que celles des entreprises cotées, nous nous efforçons de les intégrer à notre tableau de bord ESG qui figure dans les discussions de notre comité d'investissement.

L'intégration des facteurs ESG dans l'analyse d'un portefeuille de dette privée va s'appliquer à différents niveaux. Tout d'abord nous allons nous concentrer sur les exclusions sectorielles basées sur des normes. Les entreprises qui sont impliquées dans des cas de graves violations des droits de l'homme, des droits du travail, des atteintes à l'environnement, des manquements à l'intégrité des affaires (corruption) et celles de certains secteurs (armes controversées, tabac, charbon thermique et autres combustibles fossiles) sont généralement exclues. Deuxièmement, lors du processus de due diligence, les investisseurs privés se concentreront sur la solidité de la gouvernance d'entreprise. La robustesse des contrôles internes, d'un investissement potentiel, ainsi que la solidité de sa fonction de reporting constituent un point clé dans cette phase. Pour les opérations sponsorisées, le sponsor en private equity peut apporter une rigueur supplémentaire en matière de gouvernance et d'expertise ESG. La phase finale sera axée sur le suivi et la récurrence de compte rendu, ainsi que sur l'engagement continu avec l'emprunteur sur les risques et opportunités liés aux critères ESG.

Dans le cadre du processus de due diligence,

le développement des systèmes de notation peut contribuer à combler le manque de données existantes. Le système de notation a un triple objectif :

- Évaluer le profil ESG des entreprises cibles et de nos participations
- Améliorer le processus d'investissement en prenant systématiquement en compte un ensemble de critères ESG standard dans le cadre de la due diligence et du suivi continu des sociétés du portefeuille
- Produire des rapports ESG annuels à l'intention des investisseurs sur la base d'un ensemble cohérent d'indicateurs ESG

Ainsi, avant de commencer toute évaluation ESG, nous examinons les critères d'exclusion sectoriels (par exemple, la production de tabac). Après cette évaluation initiale, dix autres critères ESG d'importance égale sont évalués sur une échelle allant de zéro à cinq. Un résultat global de 50/50 représente la note la plus élevée pouvant être obtenue. Les critères de notation ESG comprennent les éléments suivants :

- Une note unique pour les références ESG du sponsor en private equity ou du propriétaire effectif,
- Trois notes pour des facteurs environnementaux, notamment : le changement climatique, l'utilisation des ressources naturelles et la dégradation de l'environnement,
- Trois notes pour des facteurs sociaux, notamment : l'engagement et le bien-être des employés, les parties prenantes, et la diversité et l'inclusion,

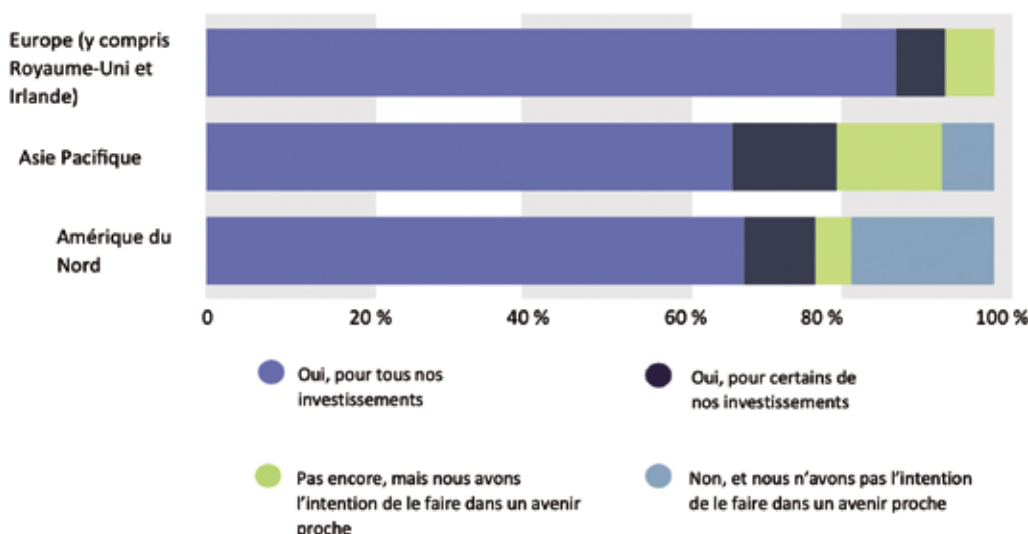
- Trois notes pour des facteurs de gouvernance, dont : Gestion ESG, transparence et responsabilité, lutte contre la corruption et gestion des risques.

Zéro émission - Considérations clés en matière de dette privée

L'atténuation des risques les plus graves liés au changement climatique est une tâche extrêmement ambitieuse, qui nécessite une action réelle à tous les niveaux de la société, des décideurs politiques et des acteurs du marché financier. Il s'agit d'un défi intergénérationnel qui ne disparaîtra pas du jour au lendemain. Comment les investisseurs en dette privée peuvent-ils se préparer, quels sont les défis à relever et quelles sont les opportunités à saisir?

Il n'est peut-être pas surprenant que la contribution des PME aux émissions mondiales de gaz à effet de serre (GES) soit très faible par rapport à celle des plus grandes entreprises, si l'on considère à quel point les émissions sont concentrées sur un nombre relativement restreint d'entreprises.³ En examinant ensuite les principaux secteurs où se trouvent ces entreprises, on constate qu'elles sont concentrées dans les domaines des soins de santé, de la technologie, des services, de l'alimentation et des boissons, tandis que les secteurs considérés comme de gros émetteurs, tels que l'énergie, les services aux collectivités ou l'automobile, sont comparativement plus restreints.

Dans quelle mesure les facteurs ESG sont pris en compte dans le cadre du crédit privé.



Source : Rapport de l'Alternative Investment Management Association (AIMA) - Financing the Economy 2021 - ESG and Private Credit, novembre 2021. À titre d'illustration uniquement. Sur la base d'une enquête menée auprès de 57 gestionnaires de crédit privé et investisseurs gérant des actifs de crédit privé d'un montant estimé à 600 milliards de dollars US.



Ainsi, même si nous pensons que l'intensité carbone globale des investissements sur le marché privé est faible en termes absolus et relatifs, par rapport aux émissions sur les marchés cotés, nous restons d'avis que la lutte contre les émissions de carbone et le ciblage de solutions pour résoudre la crise climatique sont des impératifs importants pour tout investisseur en dette privée. Tout d'abord, les risques physiques et transitoires liés au changement climatique représentent un risque très réel pour la valeur des actifs investissables. Deuxièmement, les investisseurs institutionnels et les particuliers sont de plus en plus attentifs à cette problématique et attendent plus d'actions de la part de leurs gestionnaires d'actifs. Si la réduction des émissions de carbone en termes relatifs est un point de départ évident pour toute stratégie soucieuse du climat, l'objectif ultime doit être «l'alignement sur Paris», c'est-à-dire s'assurer que les entreprises dans lesquelles nous investissons sont sur une trajectoire régulière vers des émissions nettes nulles d'ici 2050 au plus tard.

Une fois encore, la publication de données et une bonne compréhension des enjeux sont

essentiels. La mesure de l'empreinte carbone d'une entreprise nécessite l'analyse d'un certain nombre d'indicateurs, ce qui, dans le cas des PME, est le plus souvent limité ou simplement impossible en raison du manque des ressources et de données au sein de l'entreprise. Pour la majorité des entreprises, nous dépendons toujours de la modélisation plutôt que de données réelles. Toutefois, nous pensons qu'il existe également des opportunités. Les investisseurs en dette privée peuvent collaborer avec les entreprises de leur portefeuille et les soutenir en les aidant à la mise en place de plans clairs, d'une gouvernance appropriée au sein de l'entreprise et d'objectifs commerciaux réalistes, afin d'intégrer les considérations climatiques dans leurs plans stratégiques.

Le changement est en marche et, en tant qu'investisseurs engagés, nous devons jouer notre rôle et soutenir les entreprises de notre portefeuille à s'investir plus en ce sens.

Ce document ne doit pas être considéré comme une prévision, une recherche ou un conseil d'investissement, et ne constitue

pas une recommandation, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou d'adoption d'une stratégie d'investissement. Les opinions exprimées par Muzinich & Co sont en date de mars 2022 et peuvent être modifiées sans préavis.

Sources

¹ OCDE, réunion du Conseil de l'OCDE en juin 2017.

² Muzinich est un membre fondateur de l'European Leveraged Finance Association, une organisation d'investisseurs créée en 2018 pour promouvoir les meilleures pratiques en matière de divulgation et de transparence sur les marchés de financements à effet de levier. Pour plus d'informations, veuillez consulter le site <https://elfainvestors.com/>

³ Ekwurzel, B., Boneham, J., Dalton, M.W. et al. The rise in global atmospheric CO₂, surface temperature, and sea level from emissions traced to major carbon producers. *Climatic Change* 144, 579–590 (2017). Seulement 90 entreprises dans le monde ont été responsables de près des deux tiers des émissions de gaz à effet de serre (GES) entre 1880 et 2010. <https://doi.org/10.1007/s10584-017-1978-0>

Informations importantes- Réservé aux clients professionnels et aux investisseurs qualifiés.

«Muzinich & Co.», «Muzinich» et/ou la «Société» auquel il est fait référence dans le présent document renvoient à Muzinich & Co. Inc. et ses sociétés affiliées. Le présent document a été produit à des fins d'information uniquement et, en tant que telles, les opinions qu'il contient ne doivent pas être considérées comme des conseils d'investissement. Les opinions sont à la date de publication et peuvent être modifiées sans référence ni notification. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels ou futurs et ne doivent pas être le seul facteur à prendre en considération lors de la sélection d'un produit ou d'une stratégie. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent varier à la hausse comme à la baisse et ne sont pas garantis, et les investisseurs peuvent ne pas récupérer l'intégralité du montant investi. Les taux de change peuvent entraîner une hausse ou une baisse de la valeur des investissements. Les marchés émergents peuvent être plus risqués que les marchés plus développés pour diverses raisons, y compris, mais sans s'y limiter, une instabilité politique, sociale et économique accrue, une volatilité accrue des prix et une liquidité réduite du marché.

Les investissements alternatifs peuvent être spéculatifs et ne conviennent pas à tous les investisseurs. L'investissement dans des placements alternatifs est uniquement destiné aux investisseurs expérimentés et aguerris qui sont prêts et capables de supporter les risques économiques élevés associés à un tel investissement. Les investisseurs doivent examiner attentivement et prendre en compte les risques potentiels avant d'investir. Certains de ces risques comprennent les éléments suivants : (a) Perte de la totalité ou d'une partie substantielle de l'investissement ; (b) Manque de liquidité dans la mesure où il peut ne pas y avoir de marché secondaire pour les participations dans le Fonds et où aucun marché n'est susceptible de se développer avant une introduction en bourse ; (c) Volatilité des performances ; (d) Restrictions sur le transfert de participations ; et (e) Manque potentiel de diversification et risque plus élevé résultant de la concentration dans un ou plusieurs secteurs, industries, pays ou régions.

Toute recherche contenue dans ce document a été obtenue et peut avoir été mise en œuvre par Muzinich pour ses propres besoins. Les résultats de ces recherches sont mis à disposition à titre d'information et aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude. Les opinions et les déclarations sur les tendances des marchés financiers qui sont fondées sur les conditions de marché constituent notre jugement et ce jugement peut s'avérer erroné. Les points de vue et opinions exprimés ne doivent pas être interprétés comme une offre d'achat ou de vente ou une invitation à s'engager dans une quelconque activité d'investissement. Ils sont uniquement destinés à des fins d'information.

Le présent document de discussion contient des énoncés prospectifs, qui présentent les attentes actuelles concernant les activités futures du Fonds et sa performance future. En outre, aucune personne ne s'engage à réviser ces déclarations prospectives pour refléter des événements ou des circonstances postérieurs à la date du présent document ou pour refléter la survenue d'événements imprévus. Muzinich ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie (expresse ou implicite) concernant les informations contenues dans le présent document (y compris, mais sans s'y limiter, les informations obtenues auprès de tiers) et décline expressément toute responsabilité fondée sur ou liée aux informations contenues dans ces documents ou aux erreurs et omissions qu'ils contiennent, ou fondée sur ou liée à l'utilisation par le destinataire (ou l'utilisation par l'un de ses affiliés ou représentants ou toute autre personne) de ces documents, ou fondée sur toute autre communication écrite ou orale transmise au destinataire ou à l'un de ses affiliés ou représentants dans le cadre de son évaluation de Muzinich.

NZAMI : En 2021, Muzinich & Co., Inc. et ses sociétés affiliées sont devenues signataires de l'initiative Net Zero Asset Managers. Cette initiative implique un groupe international de gestionnaires d'actifs qui s'engagent à soutenir l'objectif de zéro émission nette de gaz à effet de serre d'ici 2050 ou plus tôt, conformément aux efforts mondiaux visant à limiter le réchauffement à 1,5 degré celsius, et à soutenir les investissements alignés sur l'objectif zéro émission nette d'ici 2050 ou plus tôt. En signant cette initiative, Muzinich s'engage à publier des objectifs quinquennaux glissants pour décarboner ses portefeuilles d'investissement par rapport à une année de référence donnée, et à publier le pourcentage de ses actifs sous gestion auquel l'objectif de décarbonation s'applique. Cette initiative est encadrée par un groupe de six réseaux d'investisseurs axés sur l'action climatique et la finance durable.

Publié dans l'Union européenne par Muzinich & Co. (Ireland) Limited, agréé et réglementée par la Banque centrale d'Irlande. Immatriculée en Irlande sous le numéro 307511. Adresse du siège social : 32 Molesworth Street, Dublin 2, D02 Y512, Irlande. Publié en Suisse par Muzinich & Co. (Suisse) AG. Immatriculée en Suisse sous le numéro CHE-389.422.108. Adresse du siège social : Tödistrasse 5, 8002 Zurich, Suisse. Publié à Singapour et à Hong Kong par Muzinich & Co. (Singapore) Pte. Limited, société agréée et réglementée par l'Autorité monétaire de Singapour. Immatriculée à Singapour sous le numéro 201624477K. Adresse du siège social : 6 Battery Road, #26-05, Singapour, 049909. Publié dans toutes les autres juridictions (à l'exception des États-Unis) par Muzinich & Co. Limited, autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Immatriculée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 3852444. Adresse du siège social : 8 Hanover Street, London W1S 1YQ, Royaume-Uni. Réf : 23/03/2022-8279

Le private equity, un atout de la transition économique durable



Pierre Stadler
Head of Thematics - Private Equity

Pictet Alternative Advisors

L'allocation des capitaux est un levier de changement. Le Private Equity est en lien direct avec les politiques d'investissement devant répondre aux objectifs de l'accord de Paris. Quelle allocation stratégique à considérer? Le Private Equity est-il un placement spéculatif? Quel rendement peut-on attendre d'une allocation Private Equity? Quels sont les secteurs économiques porteurs de croissances?

Pourquoi le Private Equity devrait-il surperformer les actions cotées?

Le Private Equity («PE»), qui s'est imposé comme une classe d'actifs majeure et mature, est devenu un élément clé de l'allocation d'actifs des investisseurs à la fois institutionnels et privés. L'investissement dans des sociétés non cotées offre un grand nombre d'avantages, et cet article vise à fournir quelques hypothèses sur les principaux facteurs de surperformance du PE, une vue d'ensemble des rendements à attendre d'un portefeuille de PE diversifié et à proposer un cadre pour la construction de portefeuille. Étant donné que de plus en plus d'investisseurs envisagent de constituer des portefeuilles avec un double objectif (à la fois financier et non financier), nous évoquerons un thème qui prend de l'ampleur et qui consiste à investir dans des fonds et entreprises qui privilégient la promotion d'objectifs environnementaux en utilisant le cadre d'évaluation d'impact des «Planetary Boundaries».

Investir dans le PE, c'est investir dans l'économie réelle en orientant le capital vers les entreprises et leurs fondateurs. Cet article porte essentiellement sur la relation entre

un investisseur en PE (c.-à-d. un gestionnaire de fonds de PE ou de capital-risque) et ses investissements sous-jacents (les «sociétés du portefeuille»). La relation principal-agent entre un gestionnaire de fonds et une société est au cœur du modèle d'investissement en PE. Celui-ci offre un meilleur alignement des intérêts entre les parties prenantes, et ce pour plusieurs raisons. En tant qu'actionnaires prédominants (majoritaires ou minoritaires avec forte influence), les investisseurs en PE sont le plus souvent directement impliqués dans le façonnement des sociétés et de leurs équipes dirigeantes, et tendent à soutenir leurs opérations par des conseils stratégiques et opérationnels. Ceci ne peut être accompli qu'en ayant une influence totale ou significative sur le conseil d'administration d'une société. Il s'agit par exemple de la possibilité de remplacer ou de compléter rapidement des équipes de direction non performantes, de nommer des membres du conseil d'administration apportant une valeur ajoutée (généralement dotés d'une expérience et d'un réseau dans le secteur concerné), et de ne pas avoir à faire face au «bruit» suscité par les actionnaires minoritaires ou aux pressions des investisseurs activistes. Les sociétés non cotées détenues par des investisseurs privés professionnels sont également protégées des exigences excessives des autorités de surveillance des marchés cotés, qui visent principalement à protéger les petits investisseurs.

Les gestionnaires de fonds de PE peuvent également générer des synergies significatives au sein de leurs portefeuilles alors qu'un nombre croissant de ces gestionnaires ont décidé de se spécialiser dans les secteurs spécifiques où ils ont développé la plus grande expertise.

Autre facteur majeur pour un meilleur alignement réside dans les horizons d'investissement plus longs imposés par les investisseurs en PE. Les investisseurs privés, en particulier les gestionnaires de fonds de capital-risque, peuvent soutenir des entreprises déficitaires sur plusieurs années, ce qui leur permet de donner la priorité au développement de leurs produits et services, ce qui se traduit à son tour par un degré d'innovation plus élevé. Les sociétés en PE peuvent ainsi avoir une vision à plus long terme pour la mise en œuvre de leurs initiatives stratégiques, car elles ne font pas face aux mêmes pressions des actionnaires et des analystes financiers pour atteindre les prévisions de bénéfices trimestriels.

Enfin, le mécanisme d'incitation propre au PE constitue un moteur supplémentaire de surperformance par rapport aux marchés cotés. Les gestionnaires de fonds et leurs équipes de gestion des sociétés en portefeuille sont rémunérés principalement lors de la vente ou de l'entrée en bourse d'une société. Ceci est généralement précédé d'un due diligence approfondi de l'acheteur et d'un processus d'enchères concurrentielles qui fournissent une certaine forme de garantie de la valeur fondamentale de l'entreprise faisant l'objet de la transaction. Ce type de commission de performance (ou *carried interest*) garantit que la création de valeur fondamentale à long terme est rémunérée. On peut également supposer que les mécanismes d'intéressement du PE attirent des équipes de gestion plus talentueuses. Les gestionnaires et les fondateurs des sociétés en PE bénéficient généralement d'IPO ou de ventes réussies, souvent du fait de prises de participation importantes.

Le PE surperforme-t-il réellement les titres cotés?

La plupart des classes d'actifs alternatives nécessitent un ensemble spécifique d'outils de mesure de la performance. Le PE ne fait pas exception, et on a principalement recours à trois indicateurs de performance. Le ratio valeur totale/capital versé, ou *tvpi* (total value to paid-in), additionne les distributions reçues à la valeur résiduelle de tout investissement et divise le résultat par le capital investi. Le ratio *dpi*, ou distribué/versé, mesure le niveau de «réalisation» d'un investissement et divise le montant des distributions reçues par le

montant du capital investi. Le dpi indique à quel point un investissement en PE spécifique se situe actuellement en dessous ou au-dessus du seuil de rentabilité ($\text{dpi} = 1,0 \times$). Enfin, le taux de rendement interne (TRI), en tant que mesure de la performance pondérée en termes monétaires («money weighted rate of return»), est le plus adapté à l'investissement en PE, car le timing ainsi que l'amplitude des flux d'appels et de distributions de capitaux doivent être pris en compte pour juger de la performance d'un investissement en PE.

Pour comparer les rendements des fonds de PE avec ceux des classes d'actifs traditionnelles, les académiciens ont toujours dû adapter l'un ou l'autre des outils de mesure des classes d'actifs. Par conséquent, de nombreuses hypothèses doivent être prises en compte dans ces exercices et toute analyse de performance privée ou publique est sujette à critique. L'une de ces approches est la méthode de l'équivalent marché coté (Public Market Equivalent ou «PME»). Elle présente plusieurs avantages et est devenue communément acceptée par les experts du secteur, malgré certaines limites. Dans la mesure où les investisseurs en fonds de PE ne contrôlent pas le timing des cashflows (appels de capitaux et distributions), le principe est de répliquer ces flux sur un indice de marché coté équivalent afin d'assurer des points d'entrée et de sortie identiques. Cela signifie que pour chaque appel de fonds de PE, un certain

nombre d'actions de l'indice boursier seront rachetées et, pour chaque distribution de PE, un montant proportionnel d'actions sera vendu. Cette méthodologie permet de calculer le TRI de tous les flux de trésorerie, qui peuvent ensuite servir de base commune à la comparaison des performances entre les indices non cotés et les indices cotés.

L'application de la méthodologie PME aux rendements médians à long terme du PE montre une surperformance durable de la classe d'actifs. Le portefeuille de PE dépasse l'équivalent coté à chaque année examinée ci-dessous. Les «vintage years» les plus récentes sont exclues de l'analyse ci-dessous, car il faut généralement 3 à 4 ans pour que les performances du PE deviennent significatives. Il convient de mentionner que même si l'analyse indique une surperformance persistante de la classe d'actifs, l'application d'une sélection de fonds appropriée reste essentielle pour investir dans le PE, car la dispersion des rendements (l'écart entre le quartile inférieur et les meilleurs quartiles) est extrêmement élevée entre les nombreux gestionnaires de fonds. Voir figure 1.

Quelle allocation envisager au sein d'un portefeuille global ?

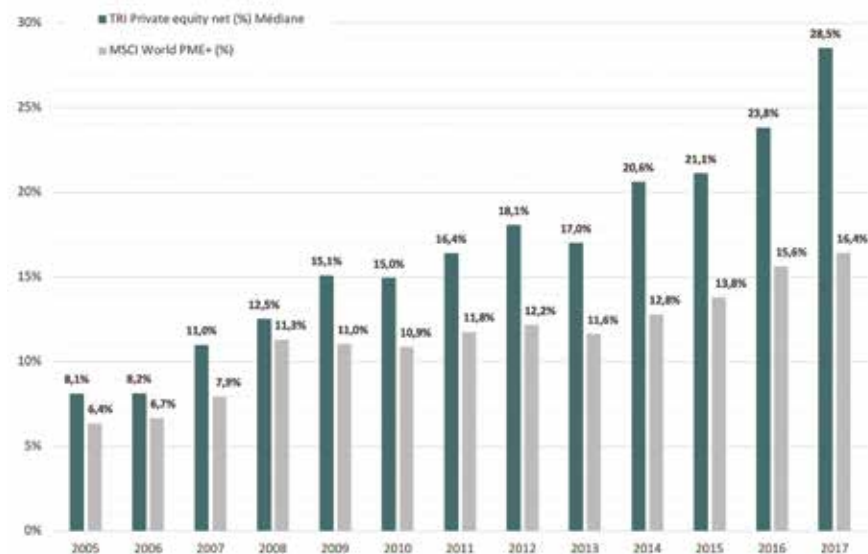
La théorie moderne d'optimisation des rendements (modern portfolio theory) est souvent insuffisante lorsqu'il s'agit de déterminer

et d'optimiser la répartition précise des portefeuilles de PE. Comme nous l'avons vu, les mesures de performance spécifiques qui s'appliquent aux investissements en PE rendent difficile la détermination d'objectifs d'allocation pour les investissements en PE alternatifs au sein de portefeuilles d'actifs traditionnels. Une approche pragmatique suggère de rechercher des preuves empiriques des allocations en PE (y compris le capital-risque) dans les endowment funds américains. La National Association of Colleges and Universities Business Officers (NACUBO) a ainsi publié une étude récente montrant que dans l'ensemble, les institutions américaines allouaient 27,2 % de leurs actifs au PE. Sans surprise, l'étude montre une forte corrélation entre les pourcentages d'allocation et les actifs sous gestion.

Dans les cadres traditionnels de construction de portefeuille 60/40, nous suggérons de prendre en compte le PE au sein de l'allocation en actions, car il supportera fondamentalement un risque économique similaire par rapport aux investissements en actions traditionnels. Les sociétés soutenues par le PE peuvent présenter des risques structurels supplémentaires, en particulier dans le cas d'opérations de LBO, qui peuvent être considérées comme présentant des structures de bilan plus risquées que les investissements en actions traditionnels. L'illiquidité inhérente aux investissements en PE ne doit pas être considérée comme un facteur de risque (car elle n'est pas directement quantifiable), mais elle doit être prise en compte dans les analyses de déficit et dans les scénarios de stress.

La maîtrise de la construction de portefeuille est primordiale lors de la planification d'une allocation en PE. La compréhension des tendances et de l'amplitude des cashflows espérés est nécessaire pour calibrer le niveau d'engagement des fonds à investir afin d'atteindre un niveau d'exposition souhaité à la classe d'actifs (mesuré par sa valeur d'inventaire et non par le niveau d'engagement ou commitment). L'objectif ultime de la construction du portefeuille doit être qu'un portefeuille d'actifs de PE à maturité s'autofinance et reverse des liquidités. Cet objectif ne peut être atteint qu'avec une exposition constante à la classe d'actifs, et donc en investissant en continu des capitaux dans la classe d'actifs sur plusieurs cycles (ou vintage years).

Figure 1



Source: Preqin, données de performance des vintage years au 30/09/2021

Investissement thématique en PE: exemple d'investissement environnemental en appliquant le cadre des Planetary Boundaries

Les gestionnaires d'actifs du monde entier cherchent de plus en plus à intégrer une dimension supplémentaire, non financière, à leurs objectifs de performance monétaire. Ceux-ci peuvent s'exprimer par diverses modalités d'engagement en faveur d'objectif sociétal, environnemental ou même philanthropique. Du côté de l'offre, les gestionnaires de fonds ont été prompts à proposer des solutions pour atteindre ces objectifs, et une myriade de stratégies «durables», «à impact», «responsables» ou «net zéro» ont vu le jour.

Il n'y a actuellement pas de consensus international sur les différents cadres environnementaux, sociaux et de gouvernance («ESG») à appliquer, et certains investisseurs espèrent que les autorités de surveillance interviendront pour apporter des précisions. Même si elles n'en sont qu'à leurs débuts, les exigences de communication financière durable dans le secteur des services financiers (SFDR) de la Commission européenne en constituent un exemple. Le cadre d'information proposé par l'UE manque toutefois du pragmatisme nécessaire à la mise en œuvre d'une approche d'investissement «twin purpose», par exemple l'intégration d'une ou de plusieurs composantes ESG dans leurs approches d'investissement avec au final, l'atteinte d'objectifs financiers et non financiers.

Un cadre utile se focalisant sur le «E» de l'équation ESG est celui des Planetary Boundaries ou «limites planétaires». Il définit un «espace opérationnel sûr» pour l'humanité basé sur les processus biophysiques intrinsèques qui déterminent la stabilité du système terrestre. Ce cadre porte sur neuf dimensions environnementales mondiales et leurs limites respectives à ne pas dépasser. Quatre des neuf limites planétaires – perte de biodiversité, flux biogéochimiques, changement climatique et changement des systèmes terrestres – ont déjà été franchies. Pour éviter de franchir davantage l'une de ces limites, nous devons comprendre comment adapter nos allocations de capital à cette nouvelle réalité. Voir figure 2.

Le concept utilise plusieurs critères objectifs tels que les concentrations de gaz à effet

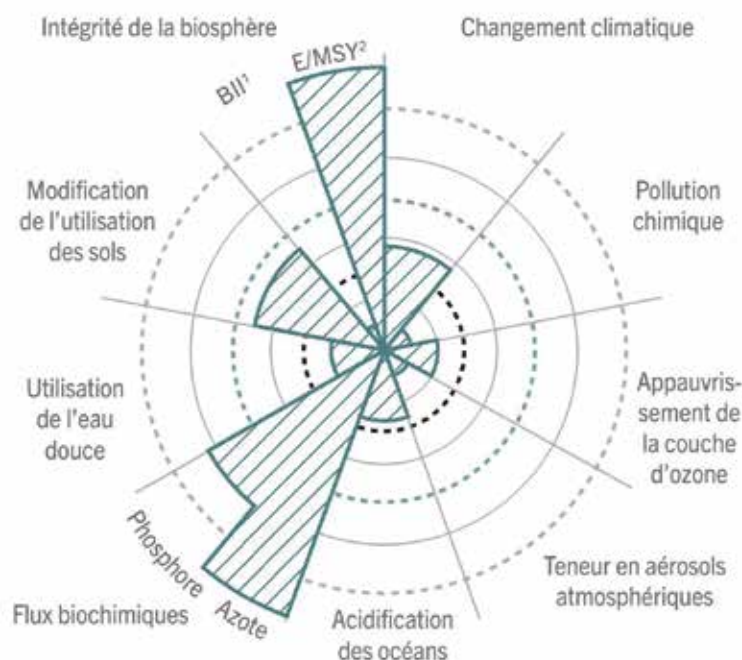
de serre ou la perte de biodiversité. Il tente ensuite de déterminer dans quelle mesure chacun d'entre eux peut évoluer sans risquer de causer des dommages irréversibles à l'environnement. Pictet a développé un modèle interne qui quantifie l'impact environnemental pour chaque million de dollars de revenus annuels générés dans le cadre des limites planétaires. Si les activités d'une entreprise se situent dans les niveaux d'exploitation sûrs de chacune des neuf dimensions sur l'ensemble de la chaîne de valeurs du produit, l'entreprise peut être considérée comme durable sur le plan environnemental; dans le cas contraire, elle contribue à la dégradation de l'environnement mondial.

Ce cadre devrait selon nous permettre de résoudre le problème majeur de la collecte des données en permettant un meilleur suivi de la durabilité des entreprises en matière d'environnement. Il permet de mettre en évidence celles qui contribuent activement à la résolution des problèmes environnementaux tout en aidant les autres à prendre conscience de ces problématiques, et potentiellement à réduire leur empreinte environnementale.

Investir dans le PE consiste à investir dans l'économie réelle et dans des entreprises qui façonnent notre monde au quotidien. En tant que classe d'actifs à long terme, la création de valeur fondamentale et durable est au cœur de la génération de performance supérieure pour les gestionnaires de fonds de PE et de capital-risque. Les mécanismes d'incitation pour les investisseurs et les gérants constituent un catalyseur d'innovation et de rendements solides. Les investisseurs en PE peuvent contribuer à façonner de nouvelles tendances et à participer aux économies de la prochaine génération en allouant du capital à des fonds thématiques. Ces fonds spécialisés axent leur univers d'investissement sur des segments à forte conviction. Plus récemment, on a assisté à l'émergence de stratégies durables et axées sur l'impact ne compromettant pas nécessairement les anticipations de rendement, mais ayant le double but d'offrir des objectifs financiers et non financiers à leurs investisseurs. ■

Figure 2

- (1) Indice d'intégrité de la biodiversité (BII)
- (2) Extinctions annuelles par million d'espèces (E/MSY).



Source : Stockholm Resilience Center, Pictet Asset Management

Cécile Goffart ou la maturité visible



Cécile Goffart,
100x100cm

Regard bienveillant...

Du calme. De la sédimentation. Des strates. En bref, de la maturité. Autant de signes du geste juste, de l'art de savoir quand lever le pinceau, quand mettre le point final. Une maturité visible dès les premiers pas en peinture de Cécile Goffart.

Certains peintres, et non des moindres, ont mis des années avant d'atteindre ce stade. Or Cécile Goffart possède cette maîtrise. Transparence et clarté demeurent, sans pour autant atténuer la densité et le rendu de la solidité si prisée des peintres.

Sous le feu de la surface visible, des cendres.

D'où une palette de couleurs hors de tout effet facile. Terres, ocres, broux de noix. Quelques fulgurances aussi. Un rai turquoise. Une pointe moutarde. Un mauve subjuguant. Un vert olive éteint. Grisailles aux nombreuses nuances. «Bleusailles» rares et ternes. Comme la mer du Nord par mauvais temps. Ou comme les montagnes d'ici, nimbées de brume par un jour sans soleil.

Cécile Goffart dit se faire du bien en peignant. Travail personnel. Travail sur soi. Dire l'indicible. Rester dans le flou. Éviter de nommer, d'intituler. Soit. Autant d'ouvertures pour qui contemple ses (tout) petits et moyens formats. Autant de possibles, de rêves suspendus, de fenêtres par lesquelles s'échapper.

Lentement, mais sûrement, peindre absorbe, envahit de plus en plus Cécile. «Je pense à la peinture en peignant, en mangeant, en dormant. Je ne m'y attendais pas, c'est comme ça». Elle dit avoir appris sur le tard à voir et à regarder et à dompter sa main. C'est sans doute mieux ainsi. Elle aimerait parfois emprunter d'autres voies picturales, mais sans y parvenir: «Pour l'instant, voilà ce que je sais faire», admet-elle. C'est tant mieux ainsi. Puisse-t-elle continuer encore longtemps. Sur ce chemin ou sur un autre.

Grégoire Montangero, journaliste RP, octobre 2017

Impact Investing - ein neuer Horizont für Private-Debt-Fonds



Damien Scailierez
Founder & Managing
Partner – Kartesia



Coralie De Maesschalck
Head of CSR & ESG – Kartesia

Candriam

Als jüngste Variante des verantwortungsbewussten Investierens hat das Impact Investing ein neues Jagdgebiet gefunden: die Finanzierung nicht börsennotierter Unternehmen. Während die klassische nachhaltige Finanzwirtschaft vor allem versucht, Schaden für den Planeten und die Gesellschaft zu vermeiden, gehen die Impact-Strategien einen Schritt weiter und versuchen, die Situation zu verbessern.

In der Welt der Privatverschuldung oder auch Private-Debt werden Impact-Investmentfonds wahrscheinlich schnell wachsen. Ein Kreditgeber mag den Anschein erwecken, dass er nicht genügend Einfluss auf ein Portfoliounternehmen hat, um positive soziale und ökologische Auswirkungen zu erzielen. Doch auf der Seite der kleinen und mittleren Unternehmen kann ein sorgfältig konzipierter und im Laufe der Zeit umgesetzter Ansatz den Unterschied ausmachen.

Das Schlüsselinstrument, das dem Kreditgeber zur Verfügung steht, sind die Kosten eines Kredits. Ein deutlicher Nachlass auf den Kreditzins ist wirksam, um Anreize für eindeutige soziale und ökologische Verbesserungen zu schaffen. Der Anreiz ist umso wirksamer, wenn es nur einen Kreditgeber gibt, wie es bei einem KMU der Fall sein kann.

Aber nur ein großer Rabatt mit ehrgeizigen Zielen und eine kontinuierliche Unterstützung werden eine echte Wirkung haben. Dem wachsenden Interesse an nachhaltigen Investitionen nach zu urteilen, legt der Erfolg von Sustainability-linked Loans ("SLLs"), also von Krediten mit positiver Wirkung, nahe, dass private Schulscheindarlehen ein

ähnliches Wachstum verzeichnen dürften. Zwischen 2016 und 2020 ist die weltweite Emission von nachhaltigen Schultiteln laut Bloomberg NEF um rund 45% auf 732 Mrd. USD gestiegen. SLLs sind dennoch nur eine kleine Teilmenge der globalen nachhaltigen Schulden. Der größte Teil davon sind grüne Anleihen, die 2017 noch marginal waren und bis 2020 auf 120 Milliarden US-Dollar anstiegen.

In diesem Papier werden die fünf Überlegungen hervorgehoben, die unserer Ansicht nach entscheidend sind, um ein Modell zu etablieren, mit dem durch private Verschuldung Impact entsteht und gleichzeitig attraktive finanzielle Renditen erzielt werden können.

I. Mit gutem Beispiel vorangehen, um Engagement zu schaffen.

Im Gegensatz zu Private-Equity-Investoren sind Kreditgeber keine Anteilseigner des Unternehmens. Für sie war es schon immer schwieriger, ein Unternehmen auf eine bestimmte Handlungsweise zu verpflichten.

Aus diesem Grund muss ein Vermögensverwalter, der eine Impact-Strategie für Privatschulden verfolgt, mit gutem Beispiel vorangehen. Beispiele bei den Managern gibt es viele: eine Initiative, die Frauen dazu inspirieren soll, in den Finanzsektor einzusteigen, oder die CO₂-Neutralität.

Bei den Unternehmen im Portfolio geht es darum, seinen Einfluss als Investor zu nutzen: z. B. über Sitze im Vorstand, monatliche und/oder vierteljährliche Treffen mit dem Management. Man kann sich auch an die

Anteilseigner wenden, indem man einen unabhängigen, ESG-orientierten Direktor in den Vorstand beruft und so ein Engagement der Kreditnehmer provoziert.

Natürlich ist es viel einfacher, diese Strategien umzusetzen, wenn man der einzige Kreditgeber ist oder, wenn dies nicht möglich ist, wenn man die Mehrheitsposition einnimmt und somit die Verhandlungen über die rechtlichen Dokumente der Transaktion kontrolliert.

2. Eine echte positive Wirkung erzeugen.

Vermögensverwalter müssen ihren Anspruch, nachhaltig zu investieren, begründen. Es gibt eine Skepsis gegenüber der Dominanz des Marketings auf Kosten der Substanz.

In einem ersten Schritt müssen die Anreize und Mechanismen eines Impact-Fonds für Privatschulden ausreichen, um der weit gefassten Definition von Impact Investing gerecht zu werden: neben einer finanziellen Rendite eine positive und messbare soziale und ökologische Wirkung zu erzielen.

Das Angebot eines deutlichen Abschlags auf die Marge (bis zu 50 Basispunkte) ist der Schlüssel zu einer erfolgreichen Stimulierung. Allzu oft bieten SLLs auf dem öffentlichen Markt weitaus niedrigere Abschläge (5 bis 25 Basispunkte) für Aktien, die kaum einen Unterschied machen.

Aufgrund der langen Haltedauer von in der Regel vier Jahren kann ein Private-Debt-Fonds einen echten Wandel in einem Unternehmen beeinflussen. Er kann einen Sitz im Vorstand beantragen, um sich ESG-Themen zu widmen, oder monatliche Treffen mit der Geschäftsleitung oder dem Sponsor des Unternehmens (in der Regel ein Private-Equity-Fonds) aushandeln.

Beginnend mit der Due Diligence sollte der Investitionsprozess von Anfang an eine ESG-Analyse beinhalten, um genau festzustellen und zu messen, wo Verbesserungen vorgenommen werden könnten. Der Umfang dieser Analyse wird an die Aktivität, den Standort und die Größe des Unternehmens angepasst. Typische Kriterien für die Analyse

im Rahmen der ESG-Due-Diligence sind folgende Themen:

- Ausschluss bestimmter Branchen und Einhaltung der von der Organisation United Nations Global Compact (UNGC) festgelegten Grundsätze.
- Auswirkungen von Produkten und Dienstleistungen auf die Ziele einer nachhaltigen Entwicklung: Positive und negative Auswirkungen werden identifiziert und, wenn möglich, quantifiziert (Anteil der Einnahmen, die mit diesen Auswirkungen verbunden sind).
- Auswirkungen der Geschäftstätigkeit auf die Umwelt: Umweltpolitik, Energieverbrauch und CO₂-Fußabdruck, Abfall, Wassermanagement, Biodiversität usw.

Eine gründliche und solide ESG-Due-Diligence ermöglicht es dem Unternehmen zu verstehen, welche Risiken und Chancen identifiziert wurden. Anschließend wird mit dem Unternehmen ein Aktionsplan ausgehandelt, der Ziele wie die Reduzierung der CO₂-Bilanz um 20 % oder die Erhöhung der Diversität um einen bestimmten Betrag mit jährlichen KPIs enthält, die bei Erreichen einen Mechanismus auslösen, der die Kreditmarge um vereinbarten Betrag reduziert. Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass der Markt für private Schuldtitel in der Regel Kredite an kleine und mittlere Unternehmen vergibt und diese ESG-Konzepte für sie daher neu sein können.

Der Rahmen für eine Impact-Strategie für Privatschulden muss zweifach sein. Erstens sollten die gewählten Key Performance Indicators mit den relevantesten der 17 UN-Nachhaltigkeitsziele (SDGs) verknüpft werden. Für ein Unternehmen der verarbeitenden Industrie könnte dies beispielsweise das SDG 8: Menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum sein. Zweitens bietet die EU-Verordnung über die Sustainable Financial Directive (SFDR) einen Rechtsrahmen für Impact Funds, die den höchsten Standard, Artikel 9, erreichen müssen. Die Richtlinie verlangt außerdem, dass Vermögensverwalter ihre Richtlinien zu den "wichtigsten negativen Auswirkungen" (Principal Negative Impacts, PIA) ihrer Investitionsentscheidungen offenlegen, d. h. die negativen Auswirkungen ihrer Investitionen auf Umwelt und Gesellschaft. Auf diese Weise verringert die SFDR-Regelung die Wahrscheinlichkeit von Greenwashing.

3. Impact Investing bedeutet nicht, dass auf Renditen verzichtet werden muss.

Lange Zeit gab es eine Debatte darüber, ob Impact Investing bedeutet, dass man auf Renditen verzichten muss. Die Forschungsergebnisse des Global Impact Investors Network ("GIIN") legen das Gegenteil nahe. In seinem Bericht Evidence on Financial Performance of Impact Investments aus dem Jahr 2017 kam das GIIN zu dem Schluss, dass Fonds, die "Renditen zum Marktzins anstreben, auf einem ähnlichen Niveau performen wie ihre Peers auf konventionellen Märkten".

Bei einer Impact-Private-Debt-Strategie ist es für den Kreditnehmer von Bedeutung, einen Rabatt von 50 Basispunkten auf eine Anfangsmarge von etwa 4 % anzubieten. Es handelt sich dabei jedoch nicht um eine extrem hohe Reduzierung der Fondsperformance.

Darüber hinaus besteht ein zunehmender Konsens darüber, dass ESG-Investitionen das Risiko eines Unternehmens durch die Verbesserung seiner ökologischen und sozialen Leistung verringern. Mittelfristig verbessert dies logischerweise die risikobereinigte Rendite eines Kreditportfolios.

4. Die Überwachung und Berichterstattung von messbaren Leistungsindikatoren.

Der SFDR stellt eine Liste von Schlüsselleistungsindikatoren für die Überwachung und Berichterstattung zur Verfügung - einige davon sind obligatorisch, andere freiwillig. Diese Indikatoren müssen mit dem Kreditnehmer bei der Aushandlung der Kreditbedingungen vereinbart werden.

Soziale Indikatoren können sich auf die Anzahl der festgestellten Mitarbeiter, die Anzahl der weiblichen Vorstandsmitglieder oder die Anzahl der Arbeitsunfälle beziehen. Umwelt-KPIs könnten sich auf den CO₂-Fußabdruck eines Unternehmens oder die Abfallintensität in Bereichen wie Wasser und Energie konzentrieren.

Schließlich ist auch die Berichterstattung an die Investoren über diese KPIs unerlässlich, um ihre Ambitionen und Fortschritte zu rechtfertigen.

5. Die Bildung von Partnerschaften

Partnerschaften sind für das Impact Investing von entscheidender Bedeutung. Sie helfen Vermögensverwaltern dabei, mit gutem Beispiel voranzugehen, und ergänzen das interne Fachwissen, das manchmal nicht ausreicht.

Die Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investieren der Vereinten Nationen beispielsweise bieten praktische Unterstützung und Leitlinien für die Integration von ESG-Risiken und Chancen in die Anlageanalyse und Entscheidungsprozesse.

Im Umweltbereich bietet die ESG-Ratingagentur Sustainalytics jährliche Bewertungen des CO₂-Fußabdrucks der Portfolios von Vermögensverwaltungsgesellschaften an, wobei die Manager die Möglichkeit haben, diese Emissionen zu neutralisieren.

Vermeidung von Greenwashing

In Zukunft dürfte die EU-Verordnung über die Offenlegung nachhaltiger Finanzinformationen (Sustainable Finance Disclosure Regulation), die im März 2021 umgesetzt wurde, wie ein Beschleuniger für das Marktwachstum wirken. Durch die Kategorisierung von Investmentfonds danach, ob und in welchem Umfang sie nachhaltig investieren, wird die dringend benötigte Klarheit auf dem Markt geschaffen.

Diese Transparenz wird den europäischen institutionellen Anlegern Sicherheit bieten, da viele von ihnen nun verpflichtet sind, für ihre eigenen Zwecke nachhaltig und sogar wirkungsvoll zu investieren. Es gibt auch Gesetze wie das 2019 eingeführte französische Pacte-Gesetz, das ein Unternehmen dazu verpflichtet, seine Existenzberechtigung durch soziale und ökologische Ziele zu erklären.

Tatsächlich gibt es einen wachsenden Trend hin zu Unternehmen mit einem breiteren gesellschaftlichen Ziel. Dies ist ein klarer Bruch mit der Doktrin des nobelpreisgekrönten US-amerikanischen Ökonomen Milton Friedman, der behauptete, dass die einzige Verantwortung eines Unternehmens gegenüber den Aktionären bestehe, und die in den 1970er und 1980er Jahren weitgehend akzeptiert wurde. Aus diesem Grund müssen sie Anlagevehikel finden, die sich wirklich dazu verpflichten, eine positive Wirkung zu erzielen. ■

Risikominimierung bei Infrastrukturanlagen wenn Inflation und Zinsen steigen



Ingrid Edmund
Senior Portfolio Manager

Columbia Threadneedle

Hohe Inflation, steigende Zinsen und ein schwaches Wirtschaftswachstum stellen für alle Anleger Risiken dar, auch für Infrastrukturanleger. Achtet man beim Portfolioaufbau jedoch auf Diversifizierung, dann lassen sich die Renditen in fast jedem makroökonomischen Szenario schützen, so Ingrid Edmund, Head of Portfolio Management & Financing – Infrastructure Investments, bei Columbia Threadneedle Investments.

Angesichts der hohen Inflation, des unsicheren Wirtschaftswachstums und der steigenden Zinsen dürften die defensiven Eigenschaften von Infrastrukturanlagen in den kommenden Jahren auf die Probe gestellt werden. Den Ausschlag für Infrastrukturanlagen geben schließlich in der Regel die geringe Korrelation zu den breiten Finanzmärkten und Volkswirtschaften, der Inflationsschutz, der gute Kapitalerhalt und die konstanten risikobereinigten Erträge – bei erheblichen Renditekomponenten.

Doch auch wenn nicht-börsennotierte Infrastrukturfonds in den vergangenen 10 bis 15 Jahren eine robuste Performance erzielt haben, so hat diese Performance doch stärker geschwankt als angenommen. Tatsächlich ähneln sie eher Private-Equity-Anlagen. Darüber hinaus erwirtschaften die Anleger die Erträge vor allem zum Ende der Laufzeit der Fonds und nicht in Form einer wiederkehrenden Rendite.

Warum ist das so? Unseres Erachtens ist dies auf einen nicht optimalen Portfolioaufbau und auf das Fehlen eines expliziten Rendite-

ziels bei geschlossenen Fonds zurückzuführen. Meistens erfolgt die Diversifizierung einfach nach geografischer Region oder nach Sektor; zusätzlich zu den Kategorien des Private-Equity-Universums wie „Core“, „Core Plus“ und „Value Added“. Wenn Anleger Wert auf eine konstante Performance und Renditegenerierung legen, dann müssen Portfolios in einem so komplexen Anlageuniversum wie dem der Infrastrukturanlagen unbedingt gut diversifiziert sein. Dabei muss auch berücksichtigt werden, wie sich makroökonomische Faktoren auf die einzelnen Infrastrukturanlagen auswirken, wie anfällig die Einnahmen sind und in welchem Stadium ihres Lebenszyklus sich die Aktiva befinden.

Entgegen der gängigen Auffassung sind wir nicht der Ansicht, dass Infrastrukturanlagen Investoren automatisch vor konjunkturellen Schwankungen schützen. Ein solcher Schutz ist jedoch möglich, wenn man sich die Diversifikationskraft der Anlagenklasse durch einen systematischen und dynamischen Ansatz zunutze macht.

Makroökonomische Auswirkungen sind aktivaspezifisch

Lassen Sie mich anhand von Anlagen aus dem Bereich erneuerbare Energien zeigen, warum bei der Diversifizierung eines Portfolios die spezifischen makroökonomischen Merkmale der Infrastrukturaktiva berücksichtigt werden müssen. Theoretisch sollten Windparks angesichts der aktuell rekordhohen Energiepreise in jeder Hinsicht attraktive Anlagen sein. Doch die Auswirkung hängt vom jeweiligen

Einnahmenmodell ab: Take-or-Pay (unbedingte Verpflichtung zur Zahlung, unabhängig davon, ob die erzeugte Energie abgenommen wird oder nicht), Power Purchase Agreement (PPA, oft langfristiger Stromliefervertrag zwischen zwei Parteien, meist zwischen einem Stromproduzenten und einem Stromabnehmer) mit einem vereinbarten Festpreis, Feed-in Tariff (FIT, Einspeisevergütung) oder Merchant Power Plants (frei am Markt tätige, gewerbliche Stromerzeuger). Die Vermögenswerte haben in der Regel eine lange Lebensdauer von bis zu 30 Jahren und mehr; doch die Einnahmenmodelle ändern sich im Laufe der Zeit – PPAs können über 3 bis 5 Jahre, aber auch über 10 bis 15 Jahre abgeschlossen werden, ähnlich wie FITs. In den Ertragsprognosen sind meist langfristige Inflationserwartungen berücksichtigt, wenn auch vielleicht nur teilweise und nicht direkt. Bei allen FIT-Anlagen muss während der Dauer ihres Lebenszyklus zu einem anderen Einnahmenmodell gewechselt werden. Gleichzeitig treibt der technologische Fortschritt die Kostendeflation voran, sodass Unternehmen aus dem Bereich erneuerbare Energien ihre Margen wahren oder steigern können. Automatisierung und Software haben die Betriebs- und Wartungskosten (die größten Kostenfaktoren) senken lassen und die Unternehmen gehen generell davon aus, dass sie ihre Ausgaben mithilfe von Technologie noch weiter senken können. Prognosen von Bloomberg New Energy Finance zufolge werden die Kapitalkosten im Bereich erneuerbare Energien bis einschließlich 2050 kontinuierlich nach unten tendieren. Beispielsweise wird bei Solar-Photovoltaikanlagen ein annualisierter Rückgang von 3 % bis einschließlich 2030 erwartet. Der Beitrag der Infrastrukturaktiva zu den Risiko-Rendite-Eigenschaften eines Portfolios verändert sich somit im Laufe ihres Lebenszyklus.

Die Folge? Zwei Vermögenswerte können sich im selben Land befinden und demselben Sektor angehören, trotzdem können ihre Erträge eine sehr geringe Korrelation zueinander aufweisen. Ursachen sind ihre unterschiedlichen Sensitivitäten gegenüber dem Wirtschaftswachstum und der Inflation. Zudem schwanken diese Sensitivitäten während der Lebensdauer der Aktiva.

Dieses Problem der fehlenden Diversifizierung beim Portfolioaufbau ist noch größer bei geschlossenen Fonds, die am häufigsten

genutzt werden, um Zugang zu nicht-börsen-notierten Infrastrukturanlagen zu erhalten. Diese Fonds haben eine begrenzte Laufzeit, das heißt, sie investieren nur während eines bestimmten Zeitraums und führen dann das Kapital an die Anleger zurück, wenn die Aktiva verkauft werden. Die Fonds müssen also unbedingt Kapital einsetzen und dieser Zwang hat Vorrang vor jeder systematischen Überlegung bei der Diversifizierung des Portfolios, denn während der Anlagephase steht nur eine begrenzte Anzahl von Vermögenswerten zur Verfügung. Zudem ändern sich die Portfolioallokationen zu wichtigen Treibern der Diversifizierung, wenn ein Fonds Vermögenswerte kauft und verkauft. Es ist nicht möglich, Engagements aufzustocken, um das Portfolio wieder auszubalancieren.

Reduzierung der Volatilität ohne Vorhersage des Zyklus

Damit Infrastrukturanlagen durch ihre defensiven Eigenschaften zur Diversifizierung von Portfolios beitragen können, sollten die Portfolios ausreichend robust sein, sodass sie bei ganz unterschiedlichen makroökonomischen Bedingungen ihre Ertragsziele mit verringerter Volatilität erreichen können. Es sollten nur Vermögenswerte in das Portfolio aufgenommen werden, die aus Diversifizierungssicht zu den Gesamterträgen des Portfolios beitragen, nicht einfach nur „gute“ Vermögenswerte, die zu einem bestimmten Zeitpunkt verfügbar sind.

Vor allem sollte ein Portfolio mit Blick auf das Ertragsrisiko diversifiziert sein. Dabei sind drei wichtige Variablen zu berücksichtigen: Inflation, BIP-Wachstum und Zinsen. Betrachtet man unterschiedliche Arten von Vermögenswerten, so dürfte beispielsweise ein vollständig reguliertes Stromnetz kaum anfällig sein für Veränderungen des Wirtschaftswachstums. Viel stärker dürfte es dagegen von einem Anstieg der Inflation beeinflusst werden, denn die meisten regulierten Stromtarife sind an die Inflation gekoppelt. Mit Blick auf die Zinsen dürften die meisten Versorgungsunternehmen eine negative Korrelation zu steigenden Zinsen aufweisen, abhängig von der Fremdkapitalstruktur.

Dagegen hängen die Erträge einer teilweise regulierten Mautstraße vom Wirtschaftswachstum ab, da sie sich bei steigendem Verkehrsaufkommen erhöhen. Zudem besteht auch eine positive Korrelation zur Inflation, denn die meisten Zahlmechanismen sehen Inflationsanpassungen vor. Steigende Zinsen dürften sich schließlich meist negativ auf Mautstraßenbetreiber auswirken, denn sie finanzieren sich in der Regel über kurzfristige Schulden (dies ist jedoch nicht immer der Fall, bei einigen erfolgt die Finanzierung auch über langfristiges Fremdkapital). Dabei gilt es auch zu beachten, dass Inflation häufig in Zeiten von verstärkter Wirtschaftsaktivität auftritt. Dies führt normalerweise zu höherem Verkehrsaufkommen, dadurch werden die Auswirkungen der Inflation aus Bewertungssicht zusätzlich neutralisiert.

Unterschiedliche makroökonomische Einflüsse

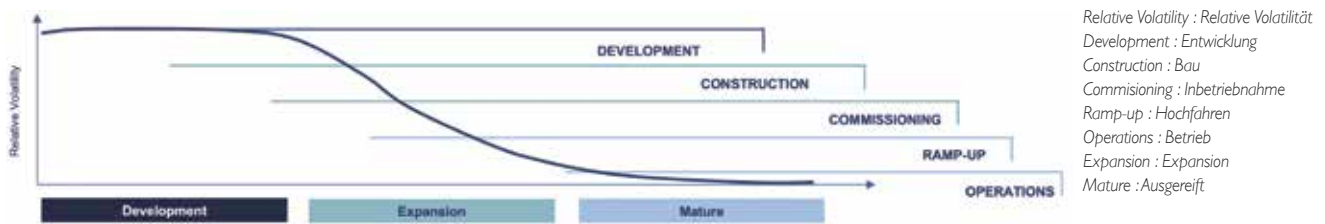
Beispielsweise werden unterschiedliche Vermögenswerte vom aktuellen Umfeld, das von anhaltender Inflation (und damit früher oder später steigenden Zinsen) gekennzeichnet ist, unterschiedlich beeinflusst. Diejenigen Aktiva, bei denen keine direkte oder indirekte Inflationsanpassung vorgesehen ist – und möglicherweise auch solche mit einer Abhängigkeit von langfristigen technologiegestützten Themen –, sind weniger gut geschützt. Diejenigen, bei denen eine Inflationsanpassung gegeben ist oder die die Teuerung an ihre Kunden weitergeben können, sind dagegen besser geschützt und könnten sogar profitieren. Hierunter fallen beispielsweise Aktiva aus den Bereichen Versorgungswesen, erneuerbare Energien mit vertraglich vereinbarten Abnahmebedingungen sowie Strom- und Energieversorger und auch einige Vermögenswerte aus den Bereichen Transport und Soziales. Aktiva, die stärker von der BIP-Entwicklung abhängen, könnten von zyklischen Aufwärtsbewegungen des Wachstums und der Zinsen profitieren, wenn die Bewertungen so sehr steigen, dass dadurch die Auswirkung der steigenden Kapitalkosten mehr als kompensiert werden.

Selbst innerhalb eines Sektors wie beispielsweise regulierte Versorger gibt es bei den Regulierungsvorschriften auf Ebene der einzelnen europäischen Länder technische Unterschiede im Hinblick darauf, wie die Vergütung der Versorger für Investitionen sichergestellt **DD**

Abb. 1: Möglichkeiten im Versorgungswesen

Illustrative Assets	Income Risk Profile	Dominant Key Macro Influence			SDG
		GDP Growth	Inflation	Interest Rate	
Electricity network	Fully regulated				
Gas network	Fully regulated				
Operating toll road	Partially regulated				
Greenfield PPP	Partially regulated				
District heating	Contracted				
Gas connection	Contracted				
Non-container port	Contracted				

Illustrative Assets : Beispielhafte Vermögenswerte
 Income Risk Profile : Ertragsrisikoprofil
 Dominant Key Macro Influence : Zentrale makroökonomische Einflussgröße
 GDP Growth : BIP-Wachstum
 Inflation : Inflation
 Interest Rate : Zinsen
 SDG : SDG
 Electricity Network : Stromnetz
 Fully regulated : Vollständig reguliert
 Gas Network : Gasnetz
 Operating toll road : Mautstraßenbetrieb
 Partially regulated : Teilweise reguliert
 District heating : Fernwärmeversorgung
 Contracted : Vertraglich festgelegt
 Gas connection : Gasanschluss
 Non-container port : Nicht-Containerhäfen

Abb. 2: Die Phase des Lebenszyklus von Vermögenswerten bestimmt die Volatilität

Source : Columbia Threadneedle Investment

wird, wenn es zu makroökonomischen Veränderungen wie beispielsweise einer Inflation kommt.

In einigen Ländern, beispielsweise in Spanien, Portugal, der Tschechischen Republik und Polen, werden die zulässigen Erträge von den Aufsichtsbehörden auf nominaler Basis festgelegt. In Großbritannien, Italien, Schweden und Ungarn erfolgt die Festlegung dagegen auf realer Basis. Im ersten Fall haben jährliche Schwankungen der Inflation keine langfristigen Auswirkungen auf die zulässigen Erträge, eine niedrigere Inflation könnte sich allerdings kurzfristig positiv auswirken. Im zweiten Fall könnten höhere Inflationserwartungen positiv wirken. In beiden Fällen werden die Anpassungen jedoch mit zeitlicher Verzögerung vorgenommen. Diese Verzögerung kann von einigen Monaten bis hin zu fünf Jahren dauern und die Anpassungen können erst nach dem entsprechenden aufsichtsrechtlichen Verfahren erfolgen. Dazu gehören Anträge bei der jeweils zuständigen Aufsichtsbehörde, in denen angeführt werden muss, dass sich die vorherrschenden wirtschaftlichen Bedingungen verändert haben und das Unternehmen nun berechtigt werden sollte, diese gestiegenen Kosten nun durch Tarifierhöhungen bei seinen Kunden wieder hereinzuholen. Daraus ergeben sich zusätzliche Risiken und es ist nicht sicher, ob den Anträgen stattgegeben wird, wie man insbesondere in der jüngeren Vergangenheit beobachten konnte.

Darüber hinaus könnten Unternehmen auch noch andere Mechanismen zur Verfügung stehen, um die Inflationsanfälligkeit zu verringern, beispielsweise durch inflationsgebundene Kredite. Je höher der Anteil der inflationsgebundenen Schulden ist, desto geringer sind die kurzfristigen Auswirkungen von Inflationssschocks auf die Cashflows. Dagegen haben Zinsveränderungen bei den realen und bei den nominalen Ertragsmodel-

len die gleichen Folgen. Damit ein reguliertes Versorgungsunternehmen die Kosten höherer Zinsen wieder hereinholen kann, muss es zunächst einen aufsichtsrechtlichen Prüfungsprozess durchlaufen.

Dazu gehören Anträge bei der jeweils zuständigen Aufsichtsbehörde, in denen angeführt werden muss, dass sich die vorherrschenden wirtschaftlichen Bedingungen verändert haben und das Unternehmen nun berechtigt werden sollte, diese gestiegenen Kosten nun durch Tarifierhöhungen bei seinen Kunden wieder hereinzuholen. Die Aufsichtsbehörde muss zwar die veränderte Kostenstruktur des Versorgungsunternehmens berücksichtigen, allerdings kann es einige Zeit dauern, bis der Antrag eingereicht, geprüft und genehmigt wurde. Teilweise können auch aufsichtsrechtliche Fristen von einem bis zu fünf Jahren vorgegeben sein.

Auf der anderen Seite sind die meisten Versorger Aufwärtskorrekturen ihrer Investitionsprogramme ausgesetzt, denn sie müssen die steigenden Kosten der Energiewende in Europa und der technologischen Disruption bewältigen. Höhere Investitionen schmälern den operativen freien Cashflow. Niedrige Zinsen und ein Wachstum des regulierten Aktivbestandes dürften dafür sorgen, dass die Auswirkungen moderat ausfallen. In einem Umfeld mit einer höheren Inflationsrate könnten die Auswirkungen jedoch negativ sein.

Diversifizierung auf der Grundlage des Alters der Vermögenswerte ist ein weiterer wichtiger Punkt, den es zu beachten gilt. Ganz allgemein kann man sagen, dass ein Vermögenswert, der sich noch in der Entwicklungsphase befindet, volatil ist als eine ausgereifte Anlage, die bereits in Betrieb genommen wurde. In der Anfangsphase weisen Entwicklungswerte das höchste Risiko-Rendite-Verhältnis auf, denn sie sind mit zahlreichen Risiken behaftet, darunter Risiken im Zusammenhang mit Planung, regula-

torischen Änderungen und bauliche Risiken. In der Expansionsphase ihrer Entwicklung zeichnen sich dann allmählich die Ertragsströme der Infrastrukturanlagen ab, sie sind aber nach wie vor relativ volatil. Es besteht nach wie vor noch Spielraum für Kapitalwachstum durch Produktions- oder Kapazitätssteigerungen. Ausgereifte Vermögenswerte schließlich sind vollständig betriebsfähig und generieren verlässliche Ertragsrenditen.

Streben nach konstanter, konjunkturunabhängiger Performance

Alle Infrastruktursektoren durchlaufen einen kontinuierlichen Transformationsprozess, heute mehr denn je zuvor. Dies sollte beim Portfolioaufbau berücksichtigt werden, damit die Performanceerwartungen erfüllt werden können.

Ein Portfolio sollte auf konstante Gesamterträge und wiederkehrende Renditen abzielen, bei geringer Sensitivität gegenüber dem Konjunkturzyklus. Anleger sollten sich vielleicht darauf konzentrieren, Portfolios aufzubauen, in denen die sich ergänzenden Merkmale von Infrastrukturanlagen der Kategorien „Core“ und „Core Plus“ aus unterschiedlichen Sektoren und Geografien kombiniert sind. Dies stützt die langfristige Prognosesicherheit der Cashflows und stärkt das Potenzial des Kapitalzuwachses.

Genau das ist auch unser Ansatz beim Portfolioaufbau des European Sustainable Infrastructure Fund. Unser iMERSE-Modell für den Portfolioaufbau stützt sich auf internes Research von Columbia Threadneedle Investments sowie auf die kollektive Erfahrung des Infrastrukturteams. Wir führen sorgfältige Bottom-up-Analysen der Ertragsströme der einzelnen Infrastrukturanlagen durch und prüfen, wie anfällig sie in den einzel-

nen Phasen ihres Lebenszyklus für wichtige makroökonomische Variablen sind. Aus diesem Modell leiten wir einen flexiblen Ansatz ab, der unterschiedlichen Marktgegebenheiten Rechnung trägt und für bessere risikobereinigte Erträge sorgen kann als traditionelle, risikogestützte Strategien. Zudem kann dieser Ansatz nur bei offenen Fonds eingesetzt werden, denn geschlossenen Fonds fehlt es an der dafür erforderlichen Flexibilität.

Eine konstante, konjunkturunabhängige Performance lässt sich in drei Schritten erreichen: Ermittlung des Ertragsrisikoprofils, Erstellung einer makroökonomischen Szenarioanalyse und strategische Vermögensallokation. Wie bereits beschrieben werden bei der Ermittlung des Ertragsrisikoprofils das Ertragsrisiko des Vermögenswerts und die Phase seines Lebenszyklus vor dem Hintergrund der makroökonomischen Variablen Inflation, BIP-Wachstum und Zinsen analysiert.

Im Rahmen der makroökonomischen Szenarioanalyse wird die positive Auswirkung eines Vermögenswerts auf ein Portfolio beurteilt. Dazu werden die gesamten Cashflows des Portfolios einem Stresstest unter wirtschaftlichen „Was-wäre-wenn-Szenarien“ unterzogen. Im Idealfall würde die Diversifizierung des Portfolios dafür sorgen, dass die Auswirkungen einer makroökonomischen Abkühlung abgeschwächt werden.

Der dritte und letzte Schritt ist die strategische Vermögensallokation. Der European Sustai-

nable Infrastructure Fund verfolgt hierbei den Ansatz der Monte-Carlo-Simulation, wie in unserem vorstehend genannten iMERSE-Ansatz detailliert beschrieben. Daraus ergibt sich ein ausgewogenes Portfolio. Ein solches ausgewogenes Portfolio zeichnet sich aus durch eine optimale Gewichtung von Vermögenswerten, um Rendite- und Rentabilitätsziele bei minimaler Volatilität zu erreichen.

Auch Nachhaltigkeit spielt eine Rolle, denn einige der längerfristigen Risiken, denen Infrastrukturanlagen ausgesetzt sind, sind ökologische und soziale Risiken. Die derzeitigen Turbulenzen sind in erster Linie ökonomisch bedingt, doch diese Risiken sollten auch berücksichtigt werden, damit der Fonds wirklich defensiv aufgestellt ist. Verstärkte nachhaltigkeitsabhängige Finanzierungen für unterschiedliche Arten von Vermögenswerten könnten auch die Sensitivität gegenüber Zinsen beeinflussen.

Ein systematischer Portfolioaufbau ist entscheidend

Nachdem die Anlagekategorie Infrastrukturanlagen in den letzten Jahren deutlich gewachsen ist, müssen die Fonds nun ihre defensiven Qualitäten unter Beweis stellen. In den vergangenen 10 bis 15 Jahren haben nur wenige Fonds eine konstante Rendite generiert. Die Sensitivität gegenüber einem ungünstigeren Umfeld, in dem die nicht regulierten Erträge unter Druck stehen und Finanzierungsraten und Faktorkosten schwan-

ken, könnte größer sein als angenommen.

Es stehen jedoch ausreichend unterschiedliche Infrastrukturanlagen zur Verfügung, um robuste, gut diversifizierte Portfolios aufzubauen, die den Sturm überstehen können. Der Aufbau solcher Portfolios erfordert eine intensive und detaillierte Analyse der Cashflows der einzelnen Vermögenswerte und ihrer Sensitivitäten. Dann müssen diese Vermögenswerte so in einem Portfolio kombiniert werden, dass das Gesamtrisiko minimiert wird. Unseres Erachtens lässt sich dies nur in offenen Fonds ohne feste Laufzeit erreichen.

Kurz gesagt: Nicht alle Infrastrukturprojekte sind gleich und jede einzelne Anlage weist ihre ganz eigenen Sensitivitäten auf. Wird dies bei der Verwaltung von Infrastrukturportfolios angemessen berücksichtigt, so sollten die Diversifizierungsvorteile der Anlageklasse ihre volle Kraft entfalten können. Auf diese Weise können sie ihr Versprechen von Kapitalerhalt und konstanten risikobereinigten Erträgen auch unter noch nie dagewesenen Bedingungen erfüllen. ■

Abb. 3: Diversifizierter Portfolioaufbau



Wichtige Informationen:

Nur für professionelle Kunden und/oder entsprechende Investorentypen in Ihrem Rechtsgebiet (nicht für Privatkunden zu verwenden oder an diese weiterzugeben). Dies ist ein Werbedokument. Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und sollte nicht als für eine bestimmte Anlage repräsentativ eingestuft werden. Es stellt kein Angebot und auch keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten dar; noch gilt es als Anlageberatung oder sonstige Leistung. Anlagen sind mit Risiken verbunden, darunter auch das Risiko des Verlusts des eingesetzten Kapitals. Ihr Kapital ist nicht geschützt. Das Marktrisiko kann einen einzelnen Emittenten, einen Wirtschaftssektor, einen Industriezweig oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert der Anlagen ist nicht garantiert. Deshalb erhält ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurück. Internationale Anlagen bergen bestimmte Risiken und können aufgrund möglicher Veränderungen der politischen oder wirtschaftlichen Verhältnisse oder wegen Währungsschwankungen sowie unterschiedlicher Finanz- und Bilanzierungsstandards volatil sein. Die hierin aufgeführten Wertpapiere dienen nur zur Veranschaulichung, können sich ändern und sollten nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung verstanden werden. Die genannten Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen. Die Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand am genannten Datum, können sich bei einer Veränderung der Markt- oder sonstigen Bedingungen ändern und können von den Meinungsäußerungen anderer verbundener Unternehmen oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) abweichen. Die tatsächlichen Anlagen oder Anlageentscheidungen von Columbia Threadneedle und seinen Tochtergesellschaften, ob sie nun für die eigene Anlageverwaltungstätigkeit oder im Namen von Kunden getätigt werden, spiegeln die hierin ausgedrückten Meinungsäußerungen nicht notwendigerweise wider. Diese Informationen stellen keine Anlageberatung dar und berücksichtigen die persönlichen Umstände eines Anlegers nicht. Anlageentscheidungen sollten immer auf Grundlage der konkreten finanziellen Bedürfnisse, der Ziele, des zeitlichen Horizons und der Risikobereitschaft eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen eignen sich möglicherweise nicht für alle Anleger. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse und keine Prognose sollte als Garantie angesehen werden. Informationen und Einschätzungen, die von Dritten bezogen wurden, werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit kann jedoch keine Garantie übernommen werden. Dieses Dokument und sein Inhalt wurden von keiner Aufsichtsbehörde überprüft.

Für den EWR gilt: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A. Eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) unter der Registernummer B 110242. Eingetragener Firmensitz: 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg, Großherzogtum Luxemburg.

Für die Schweiz gilt: Threadneedle Asset Management Limited, eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204. Eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, GB. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragener Firmensitz: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe. [columbiathreadneedle.com](https://www.columbiathreadneedle.com)



Cécile Goffart, 80x100cm

Qualität der Entscheidungen in der beruflichen Vorsorge und anderswo



Christophe Steiger
Partner, Pensionskassenexperte CSEP

Allea SA

Eines fällt mir in der Welt der schweizerischen beruflichen Vorsorge besonders auf: die sehr große Konvergenz der Meinungen, die Uniformität des Denkens. Viele Elemente, die sowohl die Anlagen als auch die Verpflichtungen betreffen, werden weder von den Stiftungsräten noch von den Experten in Frage gestellt.

Die Welt der Vorsorge hat ihre Gewohnheiten, die ihr gut tun. Die Vorsorge in anderen Ländern zeigt, dass es auch anders gehen kann. Vielleicht ist es anderswo nicht besser, aber es gibt Anlass zum Nachdenken.

Herbert Simon, Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften (1978), führte in den 1940er Jahren Arbeiten durch, in denen er die kognitiven Verzerrungen aufzeigte, die in großen Organisationen am Werk sind. Er zeigte, dass wir eine begrenzte Rationalität an den Tag legen. Wir werden durch die Erwartungen unserer Organisation oder unseres Umfelds, durch einen begrenzten Zeitrahmen und durch kognitive Beschränkungen konditioniert. Für letztere eröffnet die Informatik, insbesondere die künstliche Intelligenz, meiner Meinung nach interessante Perspektiven. Daniel Kahneman hat für seine Arbeit über kognitive Verzerrungen auch den Nobelpreis für Wirtschaft (2002) erhalten. Ich empfehle sein Buch "Thinking, fast and slow". Bei alltäglichen Entscheidungen sind unsere "unmittelbaren Intuitionen" recht effektiv, aber wir sollten uns verbieten, unsere Voreingenommenheit zu nutzen, wenn wir strategische Entscheidungen treffen wollen. Wir alle sind Opfer von kognitiven Verzerrungen. Es ist jedoch wahrschein-

lich, dass das Wissen über diese Verzerrungen dazu beitragen kann, ihre Auswirkungen zu verringern.

Einige Vorsorgestiftungen schneiden besser ab als andere, weil sie sehr gute und gut diversifizierte Anlagen suchen. Einige Stiftungen schneiden besser ab als andere, indem sie eine dynamische strategische Allokation haben oder einfach mehr Aktien in ihrem Portfolio haben. So schneiden einige Kassen ziemlich systematisch 1% oder 2% pro Jahr besser ab als der Durchschnitt, und ich denke, dass die Mehrheit der Kassen genauso gut abschneiden könnte. Sich mit dem Durchschnitt zu vergleichen, ohne zu versuchen zu verstehen, was die Besten tun, ist Mittelmäßigkeit. Es sind die Versicherten, die dafür bezahlen, indem sie unnötig kleine Leistungen erhalten.

Die Hindernisse für Verbesserungen sind: zu wenig Zeitaufwand, geistige Faulheit, fehlende Ausbildung, wie man richtig von falsch unterscheidet, Gewohnheiten und das Ego.

Wir müssen uns zu allen wichtigen Themen eine Meinung bilden. Dazu bedarf es gründlicher objektiver Analysen. Bei der Suche nach Informationen muss unbedingt auch nach Beweisen gesucht werden, die unsere Überzeugungen entkräften. Dies ist besonders wichtig in einer Welt, in der so viele Informationen von schlechter Qualität im Umlauf sind. Nach Informationen und langem Nachdenken gelangt man zu fundierten Meinungen. Diese gilt es zu nutzen und regelmäßig zu hinterfragen. Wir müssen uns daran gewöhnen, unsere Weltkarte zu aktualisieren und unsere

Meinungen ständig neu zu justieren.

Es gibt drei Wege, um zu richtigem Wissen zu gelangen: Direkte Erfahrung, logische Schlussfolgerung und gültige Zeugenaussage. Nur die ersten beiden bieten eine gute Gewähr. Die Verwendung von "Experten" ist oft hilfreich und notwendig, aber man muss bei dieser Verwendung sehr wachsam sein. Sie haben sicher schon festgestellt, dass Ärzte, Architekten und Rechtsanwälte, die eigentlich alles über ihr Fachgebiet wissen sollten, nicht viel wissen. Dasselbe gilt für alle Spezialisten und alle Menschen.

Wenn diese Experten auf ihrem Gebiet Informationen weitergeben, können sie zuverlässig sein. Es ist sehr wichtig, sie zu bitten, in ihren Präsentationen und Berichten klar zu unterscheiden, was Fakten und was Meinungen sind. "Der Umwandlungssatz ist zu hoch" sollte beispielsweise umformuliert werden in "Die Buchverluste bei der Umwandlung von Kapital in eine Rente bei der Pensionierung betragen 1.3% der versicherten Löhne pro Jahr. Wir erachten dies als ein hohes Maß an Solidarität". Diese beiden Formulierungen können zu sehr unterschiedlichen Diskussionen führen.

Stiftungsräte sollten weder zu klein noch zu groß sein. Studien zeigen, dass zwischen 6 und 8 Mitgliedern optimal sind. Bei einer wesentlich größeren Struktur ist es wahrscheinlich angebracht, Arbeitsgruppen in der richtigen Größe zu bilden. Zu große Gruppen ziehen die Sitzungen so in die Länge, dass die Mitglieder nur die Zeit optimieren und entweder schweigen oder sich direkt auf die Suche nach Kompromissen begeben, was auf Kosten der Suche nach Optimum geht. In einer großen Gruppe besteht die Gefahr, dass man denjenigen zuhören muss, die gerne reden, und diejenigen haben muss, die gut schweigen können. In einer Gruppe mit der richtigen Größe kann der Vorsitzende dafür sorgen, dass alle zu Wort kommen und so die Meinung der Experten und die gesunden Fragen der anderen nicht verloren gehen.

Uniformität im Denken ist gefährlich, eine gewisse Vielfalt in der Zusammensetzung der Räte ist wünschenswert. Es wäre gut, einen "Anwalt des Teufels" zu ernennen, wenn ein Mitglied diese Rolle nicht selbstverständlich übernimmt.

Falsches Wissen entsteht durch nicht aktuali-

siertes Wissen oder verzerrte Erinnerungen, durch intellektuelle Gerüste, die auf irreführenden Eindrücken der Realität beruhen, sowie durch Einbildung. Falsche Vorstellungen sind leicht überzeugend und oft nur schwer zu entkräften. Die große Aufgabe, alles, was wir wissen oder zu wissen glauben, regelmäßig zu hinterfragen und kritisch zu analysieren, kann man sich jedoch nicht ersparen, da man sonst immer wieder unbegründete, suboptimale oder sogar falsche Entscheidungen trifft.

Das Rationale muss in den Dienst der Intelligenz und des universellen Gemeinwohls gestellt werden. Ein schwerwiegendes Problem unseres Planeten ist die Verwechslung zwischen dem Prä rationalen (magisches oder mythisches und egozentrisches Denken) und dem Postrationalen (emotionale und universelle Intelligenz). Aus rationaler Sicht sind beide irrational und daher leicht zu verwechseln. Wir haben also vernunftzentrierte Menschen, die glauben, dass sie sich und ihren Stamm durch mörderische Anschläge oder Kriege retten werden. Sie halten das, was aus Unwissenheit und Egoismus entsteht, für eine höhere oder sogar göttliche Inspiration.

Die berufliche Vorsorge spielt eine überaus wichtige Rolle für unsere Gesellschaft. Sie verdient mehr als die bloße Erfüllung unserer treuhänderischen Pflicht durch durchschnittliche Konsensentscheidungen. ■

Anleihen: Das Ende eines langen Hausse-Zyklus



Sabahudin Softic
Prokurist Institutioneller
Berater

CONINCO Explorers in finance SA

Während die Inflation auf den höchsten Stand seit Ende der 1970er Jahre steigt, bleiben die Anleihenzinsen in den Industrieländern sowohl nominal als auch real nahe ihrer historischen Tiefststände. Das Ende eines sehr langen Bullenmarktes in dieser Anlageklasse scheint sich nun dem Ende zuzuneigen.

Kopf ich gewinne, Zahl ich verliere nicht

Staatsanleihen aus Industrieländern, allen voran aus den USA, sind seit langem die "magische" Anlageklasse. Wenn die Aktienmärkte sinken, flüchten die Anleger in Anleihen und die Bewertungen der Anleihen steigen. Wenn die Aktienmärkte steigen, fallen die Anleihen jedoch nicht.

Man muss sagen, dass die Anleihenmärkte von den Zentralbanken stark unterstützt wurden. Seit dem Ende des Währungssystems, das teilweise auf der Konvertibilität des Dollars in Gold beruhte, dem sogenannten "Breton-Woods-System", intervenieren die

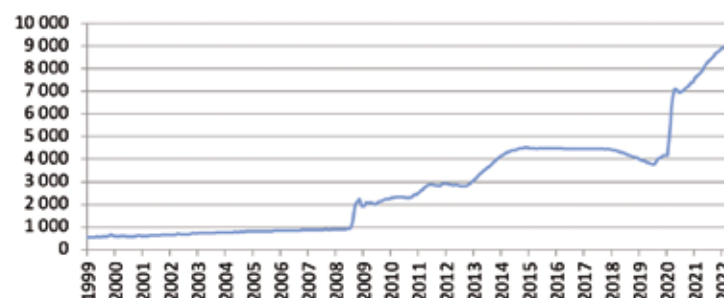
Zentralbanken bei jeder Wirtschaftskrise massiv, indem sie zum einen ihre Leitzinsen senken und zum anderen die von den Staaten ausgegebenen Schulden aufkaufen, um "Liquidität zu schaffen". Dieses Phänomen lässt sich beispielsweise anhand der Bilanz der US-amerikanischen Zentralbank oder Federal Reserve (FED) veranschaulichen. Aber auch die anderen großen Zentralbanken stehen dem in nichts nach und haben in den letzten Jahrzehnten im Großen und Ganzen denselben Fahrplan verfolgt.

Die Käufe von Staatsanleihen durch die Zentralbanken hatten somit einen großen Einfluss auf die historische Zinskompression und damit auf die Ergebnisse, die die Anlageklasse Anleihen insgesamt erzielt hat.

Ist dies "endlich" das Ende des Zyklus?

In den letzten Jahren haben viele immer wieder versucht, ein baldiges Ende der niedrigen Zinsen vorherzusagen. Wir müssen feststellen, dass dies bislang nicht eingetreten ist. Die

Bilanz der FED (in Milliarden USD)



Quelle: Bloomberg/CONINCO

Zinssatz für 10-jährige US-Staatsanleihen (in %)



Quelle: Bloomberg/
CONINCO

Zinsen sind weiter gesunken und die Anleiherenditen sind weiter gestiegen.

Man könnte daher davon ausgehen, dass sich dieses Phänomen fortsetzen wird. Es gibt jedoch zwei Hauptprobleme für die Fortsetzung dieses Trends. Das erste ist, dass die Zinsen bereits bei null oder nahe null liegen. Man könnte jedoch argumentieren, dass die Zinsen auch in den negativen Bereich absinken können, wie es bereits seit einigen Jahren der Fall ist, z. B. bei den Schweizer oder europäischen Zinsen.

Es gibt jedoch ein zweites großes Problem, das niemand mehr in gutem Glauben leugnen kann. Es handelt sich dabei um die Inflation. Die Inflationsraten befinden sich seit Ende der 1970er Jahre auf einem historischen Höchststand, wie beispielsweise die langfristige Entwicklung des US-Verbraucherpreisindex zeigt.

Eine akkommodierende Geldpolitik ist heute schwerer oder gar nicht mehr zu rechtfertigen. Solange die Interventionen der Zentralbanken nicht zu unkontrollierbaren Preissteigerungen führten, konnten sich die Anleger mit immer niedrigeren Zinssätzen zufriedengeben, zumal die Kapitalgewinne, die durch die Zinskompression erzielt wurden, die immer niedrigeren

Kupons mehr als wettmachten.

Es ist natürlich nicht ausgeschlossen, dass es im Falle einer weiteren schweren Krise auf den globalen Finanzmärkten zu einem letzten Hurra auf Staatsanleihen kommen wird. Aber aus langfristiger Sicht scheinen Anleihen tatsächlich am Ende des Zyklus zu sein, was durch die jüngsten massiven Anstiege der Inflationsraten verdeutlicht wird.

Die Folgen für Investoren

Ein allgemeiner Zinsanstieg wird sich auf alle anderen Anlageklassen und die Wirtschaft im Allgemeinen auswirken. Die Art und das Ausmaß der Folgen lassen sich nur schwer oder gar nicht vorhersagen. Auf lange Sicht wird es Gewinner und Verlierer geben.

Ein Element, das nicht schwer vorherzusagen scheint, ist, dass die Investitionen in Anleihen in den Portfolios reduziert werden müssen. Aber auch dies geschieht nicht ohne Konsequenzen. Weniger Anleihen bedeuten auch, dass die Portfolios im Durchschnitt etwas volatiler sind, als es die Anleger von der klassischen Aktien-/Anleihendiversifizierung gewohnt sind. Es ist kaum möglich, eine

einzigste Lösung für dieses Problem zu finden, sondern vielmehr eine Reihe von Maßnahmen zu ergreifen.

So können sich Anleger dazu entschließen, die Anleihekasse zugunsten verschiedener anderer Investitionen zu reduzieren. Dazu gehören Gold, Rohstoffe, aber auch andere Anlageformen wie z. B. Immobilien oder Infrastruktur, die den Vorteil haben, Erträge zu erwirtschaften. Je nach Risikotoleranz und Sensibilität des einzelnen Anlegers können auch andere alternative Anlageformen in Betracht gezogen werden.

Wenn dennoch ein Anleihenanteil beibehalten wird, sollte dieser mit aktiven Managements diversifiziert werden, die in einem Umfeld steigender Zinsen ihre Stärken ausspielen könnten.

Eines scheint nun sicher zu sein: Staatsanleihen, insbesondere bei langen Laufzeiten, werden immer mehr zu einem Risiko als zu einer Chance. Dies war in den letzten 40 Jahren eindeutig nicht der Fall. Anleger, die zu lange brauchen, um zu reagieren, könnten die Konsequenzen zu spüren bekommen. ■

US-Verbraucherpreisindizes (Raten in % über 12 Monate)



Quelle: Bloomberg/CONINCO

Logistik und Industrieimmobilien: eine vielversprechende Anlageklasse



Pierre Jacquot
CEO d'Edmond de Rothschild
Real Estate Investment
Management



Theo Soeters
Leiter des Fondsmanagements und
Manager bei Edmond de Rothschild Real
Estate Investment Management

Edmond de Rothschild

Das neue Paradigma der Online-Ökonomie

Bei einer Gesamtbetrachtung des Marktes ist es nicht überraschend, dass der Online-Handel weltweit zunimmt. Viele Marken (sogenannte DNVBs für Digitally Native Vertical Brands) haben sich in den letzten Jahren direkt über das Internet entwickelt. Andere mussten strukturelle Veränderungen vornehmen, um auch online präsent zu sein und ihre Produkte und Dienstleistungen direkt über das Internet verkaufen zu können.

Dieser Aufschwung des digitalen Konsums wurde durch die Entwicklung und Demokratisierung digitaler und technologischer Werkzeuge ermöglicht. Er hat zu einer Verände-

rung der Konsumgewohnheiten auf Seiten der Verbraucher und Verbraucherinnen geführt und eine Neudefinition des Paradigmas des traditionellen stationären Einzelhandels für Waren und Dienstleistungen bewirkt. Einfach ausgedrückt, sind Produkte und Dienstleistungen heute rund um die Uhr online verfügbar und können von jedem Ort der Welt aus über eine Internetverbindung abgerufen werden.

Als Folge dieser neuen Gewohnheiten haben sich auch die Lieferzeiten drastisch verkürzt. Einige Marktteilnehmer versprechen, die Waren innerhalb von 24 Stunden an die Verbraucher zu liefern, oft mit kostenloser Lieferung und Rückgabe. Dies bietet den Kunden ein hervorragendes Erlebnis und führt dazu, dass sie mehr konsumieren.

Géographischer fokus auf Europa



Eine expandierende Wirtschaft mit starken Auswirkungen auf die Logistik

Diese veränderten Praktiken haben einen konkreten Einfluss auf die Logistik und die handelsbezogene Infrastruktur. Die Wirtschaftsakteure müssen in der Lage sein, die Waren so schnell und effizient wie möglich direkt auszuliefern. Dies gilt insbesondere für den „letzten Kilometer“, der für Unternehmen, die dauerhaft im Leben ihrer Kunden präsent sein möchten, von grundlegender Bedeutung ist. Denn auch wenn der Verbraucher eine virtuelle Erfahrung (im Internet) macht, darf nicht vergessen werden, dass das Unternehmen, das das Produkt liefert, eine robuste und effiziente physische Infrastruktur und eine gut funktionierende Logistik benötigt, um sein Versprechen tatsächlich einzuhalten. Das bedeutet, dass das Unternehmen seine Aktivitäten in leistungsfähigen und vielseitigen Gebäuden durchführen muss, um die Beschaffung, Lagerung, Vorbereitung und Lieferung von Waren reibungslos abwickeln zu können. Dies ist der globale Kampf, der von den verschiedenen Akteuren der Wirtschaft auf den jeweiligen Ebenen geführt wird.

Gleichzeitig gibt es einen zweiten Trend, der sich direkt auf den Industriesektor auswirkt: die Verlagerung eines Teils der wirtschaftlichen Aktivitäten. Trotz eines globalen Marktes für Warenlieferungen beobachten wir eine geografische Verlagerung bestimmter Aktivitäten in die Nähe der Kunden. Bei den strategischen Entscheidungen dieser Industrien spielen Aspekte der Streckenoptimierung, Kriterien der nachhaltigen Entwicklung und mitunter auch ethische und gesellschaftliche Fragen eine Rolle. Die COVID-19 Pandemie und geopolitische Spannungen haben diesen Trend noch verstärkt. Aspekte dieser Art stellen sowohl die Lagerung von Waren als auch die Lieferkette vor neue Herausforderungen, um eine bessere Zustellbarkeit zu gewährleisten.

Heute gibt es zwei grundlegende Kriterien für den physischen Standort von Infrastrukturen und damit von Immobilien und Gebäuden:

- Die Nähe von Infrastruktur und Gebäuden zu Transportmitteln, ganz gleich, ob es sich um Straßen-, Schienen-, Luft-, Fluss- oder Seeverkehr handelt.
- Die Nähe zu dicht besiedelten Gebieten, »»»

um die Lieferwege für möglichst viele Verbraucher zu verkürzen.

Die Auswirkung der Pandemie auf den Logistik- und Industriesektor

Die COVID-19-Pandemie hatte unbestreitbar einen Einfluss auf diesen Sektor: Behördlich erteilte Auflagen haben die Bedeutung lokaler Infrastrukturen für die schnelle Lieferung von Waren, insbesondere von medizinischen und lebensnotwendigen Produkten, erhöht. Die rasch zunehmende Digitalisierung der Verbrauchergewohnheiten hat einige Unternehmen gezwungen, sehr schnell neue Wege zu finden, um ihre Kunden zu erreichen und ihre Produkte zu liefern, da sie andernfalls im Extremfall hätten schließen müssen.

Andere Branchen mussten in diesem Zeitraum einen Rückgang ihrer Aktivitäten hinnehmen, da der Verbrauch ihrer Produkte zurückging, wie es beispielsweise im Automobilsektor der Fall war. Dies war auf veränderte Entscheidungen der Verbraucher sowie auf behördlich angeordnete Schließungen von Verkaufsstellen zurückzuführen, die für die Bevölkerung als „nicht systemrelevant“ eingestuft wurden.

Auf jeden Fall hat diese Gesundheitskrise uns allen die strategische Rolle der globalen – und insbesondere der europäischen – Logistik vor Augen geführt. Die bereits erwähnte Rückverlagerung bestimmter Aktivitäten, die für Unternehmen und Verbraucher von strategischer Bedeutung sind, resultiert aus dieser Logik. Eine Folge davon war, dass die Warenbestände während der Krise anstiegen, was für die Wirtschaftsakteure direkte Auswirkungen auf die Verwaltung von Gebäuden und Infrastruktur hatte.

Heute ist es von entscheidender Bedeutung, das Verhalten der Verbraucher und die Strategien der Unternehmen in Bezug auf globale Themen und Herausforderungen zu beobachten, seien es bewaffnete Konflikte oder der Kampf gegen den Klimawandel. Diese Entwicklungen werden neue Anforderungen an die Logistik und die industrielle Infrastruktur stellen. Diese neue Art, den Industrie- und Logistikmarkt in der Nähe der Bürger zu denken und zu planen, hat einen Namen: Urban Logistics. Sie verleiht dem Sektor der Logistik- und Industrieimmobilien Dynamik, indem sie neue Trends hervorbringt.

Trends im Logistik- und Industrieimmobilienmarkt

In diesem Zusammenhang gibt es eine Reihe von Trends, darunter steigende Mieten. Strategische Industriegebiete verzeichnen einen Anstieg der Mieten, der einerseits auf eine wachsende Marktnachfrage und andererseits auf ein knappes Angebot zurückzuführen ist, sei es aufgrund der Kapazität der bestehenden Infrastruktur und/oder der geringen Verfügbarkeit von Grundstücken. Der Mangel an Rohstoffen und steigende Baukosten machen es noch schwieriger, neue Infrastrukturen innerhalb angemessener Zeiträume anzubieten.

Der Druck auf die Mieten ist daher hoch und dürfte in den kommenden Jahren anhalten. In städtischen Gebieten ist die Nachfrage nach Lager- und Logistikgebäuden und -infrastruktur aufgrund des oben erwähnten „letzten Kilometers“ hoch. Diese Faktoren tragen zu langfristigen Mietverhältnissen bei, da die Mieter die von ihnen genutzte Infrastruktur erhalten wollen und sich der Schwierigkeit bewusst sind, in einem wettbewerbsintensiven Markt Gebäude zu finden, die ihren Bedürfnissen entsprechen. Dies ist eine ausgezeichnete Nachricht für Anleger.

Bei den Renditen gibt es Unterschiede zwischen großen Logistikzentren mit Flächen von 30.000 bis 40.000 m², die sich in der Regel in der Nähe von Verkehrswegen und -mitteln (wie Autobahnen oder Flughäfen) befinden, und kleineren Gebäuden, die als Small Logistics bezeichnet werden. Während die größeren Logistikzentren in den letzten Jahren einen Renditeverlust von 7 % bis weniger als 4 % hinnehmen mussten, liegen die Renditen bei kleineren Gebäuden immer noch höher, obwohl auch hier ein Rückgang zu verzeichnen ist, der europaweit bei durchschnittlich 5 % liegt.

Das Investitionsvolumen im Bereich „Light Industrial and Small Logistics“ bleibt für diese Gebäude jedoch begrenzt, weshalb es erforderlich ist, Portfolios mit wesentlich mehr Vermögenswerten zu entwickeln, um das geringe Volumen durch eine höhere Quantität auszugleichen. Eine tägliche Marktbeobachtung und die Präsenz von Teams vor Ort sind unerlässlich, um Investitionen zu identifizieren und damit das Transaktionsvolumen zu erhöhen. Dies gilt umso mehr, als die Anzahl der Akteure auf dem Markt für Infrastruktur

und Logistik in den letzten Jahren erheblich zugenommen hat, was zu deutlich höheren Investitionsbeträgen geführt hat. Die jüngste Studie von Colliers, die Anfang des Jahres veröffentlicht wurde, zeigt, dass Industrieanlagen neben Büroimmobilien die wichtigste Investitionsquelle für Investoren geblieben sind, wobei die Volumina in Großbritannien, den Niederlanden und Frankreich Rekordwerte erreichten.

In der Schweiz ist der Trend ähnlich, obwohl hier Markttiefe und Nachfrage der Investoren weniger ausgeprägt sind. Das Land verfügt über eine qualitativ hochwertige Industriestruktur mit wertschöpfenden Sektoren, die für ihre Aktivitäten und ihr Wachstum moderne Räumlichkeiten benötigen. Gleichzeitig haben lokale Investoren in den letzten Jahren die Möglichkeit erkannt, Industrie- und Logistikgebäude zu erwerben, die höhere Renditen abwerfen und angesichts der Entwicklung des Sektors mit einem geringeren Risiko behaftet sind.

Eine reife Anlageklasse mit Vorteilen für institutionelle Anleger

Investitionen in diese Anlageklasse stellen für institutionelle Anleger in vielerlei Hinsicht eine Chance dar:

1. Obgleich die COVID-19 Pandemie den Wandel der Konsumgewohnheiten beschleunigte und einige Wirtschaftsakteure zwang, die Struktur ihres Geschäfts zu ändern, schuf sie keine gänzlich neuen Anlagemärkte. Der Industrie- und Logistiksektor, der bereits vor 2020 wuchs, setzt sein Wachstum auch heute noch fort. Es besteht kein logischer oder vorhersehbarer Grund für die Annahme einer Abwertung in den kommenden Jahren. Daher besteht ein klarer Anreiz, in diese Art von Vermögenswerten zu investieren, da sie sich in den letzten Jahren positiv entwickelt haben.
2. Die Renditen sind zwar gesunken, bleiben für institutionelle Anleger jedoch weiterhin attraktiv. Eine genaue Kenntnis des Marktes ermöglicht eine sorgfältige Auswahl von Anlagen, um gezielt solche mit Potenzial für langfristig stabile und hohe Renditen zu finden. Die Auswahl der Gebäude,

insbesondere im Hinblick auf die Qualität der Bausubstanz und die strategische Geologie (hohe Bevölkerungsdichte und Nähe zu Kommunikations- und Transportwegen), sind entscheidende Faktoren bei einer Investitionsstrategie. Die Erfahrung und das Fachwissen der Teams, ihre Marktkenntnisse und ihre Nähe zu spezialisierten Akteuren sind unbestreitbare Vorteile für den Aufbau von robusten und lukrativen Portfolios.

3. Die Diversifizierung der Arten von Mietparteien in einem Portfolio verringert die Risiken, die mit jeder Investition verbunden sind, und erhöht gleichzeitig die allgemeine Widerstandsfähigkeit des Fonds. Dieses Risiko ist bei dieser Anlageklasse umso geringer, als die Mieter im gewerblichen Sektor die Konjunkturlage kennen. Dies führt zu einer stabilen Marktsituation, die sich insbesondere in langfristigen Mietverträgen manifestiert, die angemessene Renditen und eine gute Sichtbarkeit der Cashflows ermöglichen. Bei den Mietern handelt es sich in der Regel um KMU mit einer guten Finanzkraft, die in einer Vielzahl von Sektoren und Industrien tätig sind.

Hinweis:

April 2022. Dieses Dokument wurde von Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. (nachfolgend „Edmond de Rothschild“) mit Sitz in 18 rue de Hesse, 1204 Genève, Schweiz, erstellt, einer von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) zugelassenen und beaufsichtigten schweizerischen Bank. Es kann von anderen Gesellschaften der Edmond de Rothschild Gruppe genutzt und deren Kunden zur Verfügung gestellt werden. Es ist jedoch nicht für Personen bestimmt, die Bürger oder Einwohner oder eingetragene Körperschaften eines Landes oder einer Rechtsordnung sind, in denen seine Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung gegen geltende Gesetze oder Vorschriften verstoßen würde. Dieses vertraglich nicht verbindliche Dokument wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und darf weder als persönliche Anlageberatung noch als Empfehlung, Aufforderung oder Angebot zum Kauf, Verkauf oder Besitz von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten oder zur Umsetzung einer Anlagestrategie betrachtet werden. Bestimmte Instrumente und Dienstleistungen, einschließlich der Depotdienstleistungen, können gesetzlichen Beschränkungen unterliegen oder nicht in allen Ländern uneingeschränkt verfügbar sein. Dieses Dokument stützt sich auf Informationen aus externen Quellen oder Dokumenten, die als zuverlässig angesehen werden. Edmond de Rothschild bemüht sich, dafür zu sorgen, dass die hier enthaltenen Informationen richtig, vollständig und aktuell sind. Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen können jedoch ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es wird keine Garantie für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments abgegeben. Eine Prüfung der Informationen in diesem Dokument hinsichtlich Ihrer persönlichen Situation oder Ihrer speziellen Ziele oder Bedürfnisse hat nicht stattgefunden. Außerdem unterscheidet sich die jeweilige steuerliche Behandlung in Abhängigkeit der individuellen Situation und kann sich im Laufe der Zeit ändern. Daher sind Sie nicht von der Notwendigkeit entbunden, sich ein eigenes Urteil im Hinblick auf Ihre spezifischen Anlageziele zu bilden und sich gegebenenfalls von einem professionellen Berater in finanziellen, rechtlichen oder steuerlichen Fragen beraten zu lassen. Dieses Dokument stellt keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere mit dem Risiko von Kurs- und Renditeschwankungen. Die Wertentwicklung und Volatilität der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung und Volatilität zu und verändern sich im Zeitverlauf. Mit Auslandsanlagen sind besondere Risiken verbunden, u. a. Wechselkursschwankungen, wirtschaftliche Instabilität und politische Entwicklungen. Dies kann dazu führen, dass Sie nicht den gesamten investierten Betrag zurückerhalten. Wenn eine Anlage auf eine andere Währung als die Präsentationswährung lautet, können sich Wechselkursschwankungen negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Die Liquidität einer Anlage hängt von Angebot und Nachfrage ab. Manche Produkte haben möglicherweise keinen etablierten Sekundärmarkt oder sind unter extremen Bedingungen schwer zu bewerten, was zu Kursschwankungen führen und die Festlegung eines Preises für den Verkauf des Wertpapiers erschweren kann. Die in diesem Dokument erwähnten Instrumente und Anlagestrategien können weitere Risiken beinhalten. Gesellschaften der Edmond de Rothschild Gruppe, ihre Direktoren und Angestellten haften keinesfalls für direkte oder indirekte Schäden, Verluste, Kosten, Ansprüche, Entschädigungen oder andere Auslagen, die sich aus der Nutzung oder Verbreitung dieses Dokuments oder aus einer auf der Grundlage dieses Dokuments getroffenen Entscheidung zur Anlage, Veräußerung oder zum Halten ergeben. Die vollständige oder auszugsweise Vervielfältigung dieses Dokuments bzw. eine entsprechende Weitergabe an Dritte ist ohne die vorherige schriftliche Genehmigung von Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. untersagt. Copyright © EDMOND DE ROTHSCCHILD (Suisse) S.A. – Alle Rechte vorbehalten.

Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., Rue de Hesse 18, 1204 Genf, Schweiz / Tel.: +41 58 201 75 40 / contact-am-ch@edr.com

Fazit

Die Investition in Industrie- und Logistikimmobilien ist eine ausgezeichnete Strategie. Die Marktentwicklung der letzten Jahre, sowohl im Hinblick auf das Konsumverhalten der Verbraucher als auch auf die Bewegungen der Wirtschaftsbeteiligten, verstärkt die Relevanz dieser Art von Investitionen. Die Anlagephilosophie ist auf Dauerhaftigkeit und Stabilität ausgerichtet, aber auch auf Resilienz gegenüber den großen Herausforderungen, die wir heute (Konflikte, Klimawandel) und wahrscheinlich auch in Zukunft erleben werden. Globalisierungs- und Verlagerungsprozesse für eine große Anzahl von Waren und strategischen Aktivitäten, die Herausforderungen, die sich aus der notwendigen Nähe der Gebäude zur Bevölkerung ergeben, das Konzept des „letzten Kilometers“, der Druck auf die Mieten und die Auflagen, die mit dem Bau neuer Infrastrukturen verbunden sind, unterstreichen die Relevanz von Investitionen in Industrie- und Logistikimmobilien. ■

Cécile Goffart, 100x100cm



Cat Bonds – Attraktive Renditen, effektive Diversifikation



Ralph Gasser
Head Fixed Income
Investment Specialists

GAM

Katastrophenanleihen, oder kurz “Cat Bonds”, bieten Anlegern effektive Diversifikationseffekte und attraktive Renditen bei gleichzeitig minimalen Zinsänderungsrisiken. Deren Preise werden nicht von Entwicklungen in der Wirtschaft, bei Unternehmen oder auf politischer Ebene, sondern vom Eintritt versicherter Schadensfälle bestimmt, wie Erdbeben- oder Sturmschäden. Somit entwickeln sich die Gesamterträge aus Cat Bonds strukturell unabhängig von jenen an den traditionellen Kapitalmärkten. Cat Bonds bieten zudem in der Regel höhere Renditen als herkömmliche Anleihen mit vergleichbarem Risikoprofil, eine variable Zinsbindung, und entsprechend potenziell stabile, attraktive Erträge bei geringer Volatilität.

Was sind Cat Bonds?

Cat Bonds, eine Unterart Versicherungsgebundener Wertpapiere («ILS»), sind variable verzinsliche Anleihen mit vergleichsweise kurzen Laufzeiten, die vorrangig von Versicherungs- und Rückversicherungsgesellschaften ausgegeben werden, um potenziell konzentrierte Versicherungsrisiken aus Naturkatastrophen teilweise oder vollständig auf Kapitalmarktanleger zu übertragen, oder um Eigenkapital für Neugeschäfte oder andere Unternehmensaktivitäten frei zu setzen. Cat Bonds stellen somit für Versicherer eine

Alternative zum traditionellen Risikotransfer mittels Rückversicherungsverträgen dar. Im Gegenzug können Anleger mit Cat Bonds potenziell attraktive Renditen mit Risiken erzielen, die nicht mit traditionellen Anlageerträgen und -risiken gekoppelt sind.

Ursprünge und Evolution der Anlageklasse

Der Markt für Cat Bonds entstand in den 1990er Jahren, nachdem zwei Naturkatastrophen in den USA – Hurrikan Andrew im

Jahr 1992 im Grossraum Miami und das Northridge-Erdbeben im Jahr 1994 im Grossraum Los Angeles – beinahe zum Zusammenbruch der Rückversicherungsmärkte in Florida und Kalifornien führten.

Damals hatten die Rückversicherer die zunehmende Konzentration von Immobilien in diesen rasant wachsenden Hochrisikozonen in den vorhergehenden Jahrzehnten weder berücksichtigt, noch modelliert. Deshalb waren sie ausserordentlich schlecht darauf vorbereitet, die versicherten Kosten dieser Naturkatastrophen zu tragen. Diese sogenannte «Katastrophenlücke» – die Differenz zwischen Verlusten, die zwar versichert, aber nicht rückversichert sind – war damals schon gross und wächst unvermindert weiter. Aktuelle Schätzungen gehen allein für die USA von einer Katastrophenlücke von rund USD 500 Milliarden aus.

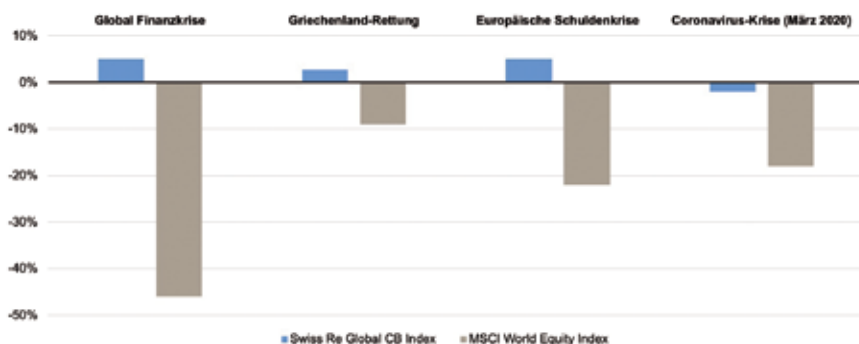
Allein die aus einem katastrophalen Hurrikan in Florida versicherten Verluste beziffern sich auf mehr als USD 180 Milliarden, wovon jedoch nur etwa USD 40 Milliarden rückversichert sind.

Die substanzielle Risikokapazität, die Cat Bonds für den breiteren Rück-/Versicherungsmarkt bereitstellen, bietet somit eine effiziente Lösung für dieses Problem der Katastrophenlücke. Versicherer und Rückversicherer sind hierfür bereit, attraktive Prämien zu zahlen, um das Risiko aus ihren Bilanzen teilweise auf die Kapitalmärkte umzulagern und trotzdem weiterhin Versicherungsschutz in den Märkten anbieten zu können.

Wie groß ist der Cat-Bond-Markt aktuell?

Die sich verändernde Berücksichtigung und Bewertung von Katastrophenversicherungsrisiken, wie auch steigende Eigenkapitalanforderungen an Versicherer, trieben ein rasantes Wachstum der Emissionen von Cat Bonds voran. Seit der Etablierung des Marktes Ende der 1990er Jahre ist das Volumen ausstehender Anleihen kontinuierlich gestiegen. Trotzdem deckt der ILS-Markt mit etwa USD 100 Milliarden nach wie vor nur 15% bis 20% der genannten Katastrophenlücke ab. Somit erscheint auch das Wachstumspotenzial des ILS-Marktes nach wie vor intakt.

Performance von Cat Bonds während Stressphasen am Markt



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die zukünftige Wertentwicklung bzw. aktuelle oder zukünftige Trends.

Quelle: GAM, MSCI, Bloomberg. Indizes können nicht direkt gekauft werden.

Wie funktionieren Cat Bonds?

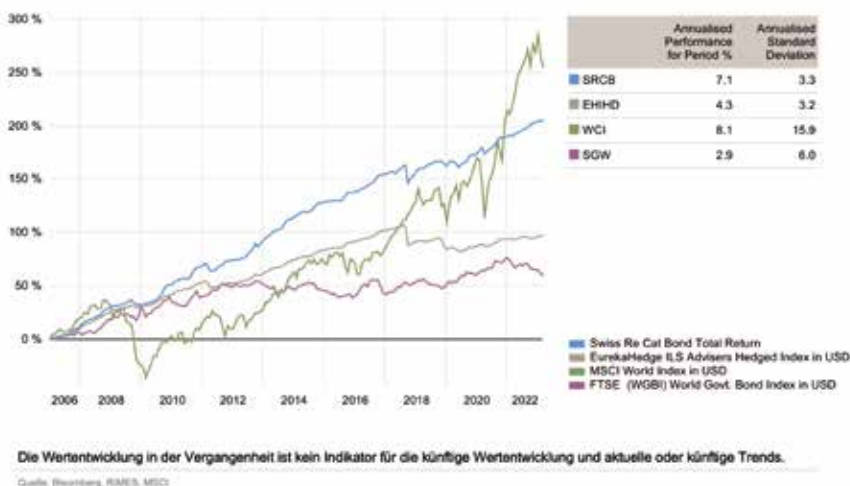
Bei einer typischen Cat-Bond-Struktur gründet der Versicherer (Sponsor) eine Versicherungs-Zweckgesellschaft (englisch: Special Purpose Insurer; kurz SPI). Dieses vom Versicherer rechtlich unabhängiges SPI emittiert die Cat Bonds – welche typischerweise eine Laufzeit von einem bis fünf Jahren aufweisen – und hält und investiert den Emissionserlös in erstklassigen Wertpapieren, wie beispielsweise US-Schatzbriefe. Cat Bonds sind somit voll besichert – mit transparenten Strukturen und strengen Sicherungsregeln, um unerwünschte Gegenpartei- oder Kreditrisiken auszuschließen.

Erst wenn die in den Anleihebedingungen festgelegten Kriterien für ein Katastropheneignis erfüllt sind, werden die gehaltenen Sicherheiten ganz oder teilweise auf den Sponsor übertragen, damit dieses seine Verpflichtungen aus dem Schadensfall erfüllen kann. Tritt über die Laufzeit der Anleihe kein Schadensfall ein, zahlt das SPI das investierte Kapital vollständig an die Cat Bond Anleger zurück.

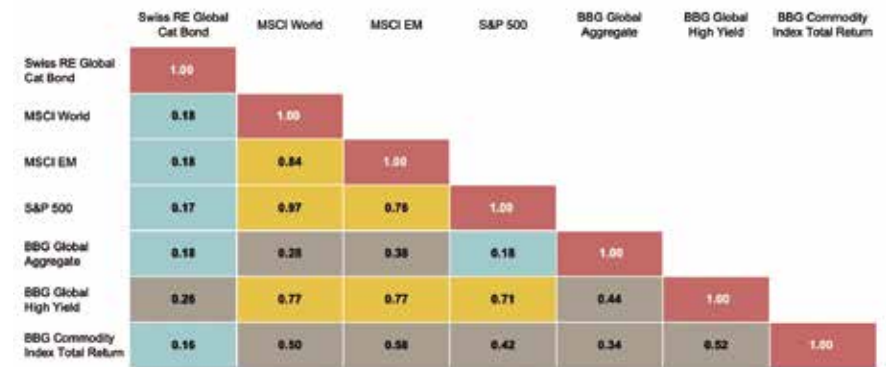
Die variablen, an die Cat Bond Anleger gezahlten Kupons setzten sich aus den von den investierten Wertpapieren erzielten Erträgen und den vom Emittenten an die SPI entrichteten fixen Prämien (Spread) zusammen. Die Höhe der Prämien wird im Hinblick auf die Wahrscheinlichkeit des Kapitalverlustes festgelegt, die von Spezialisten für die Modellierung von Katastrophenrisiken berechnet wurde. Die Kupons – und die anschliessenden

Swiss Re Cat Bond Total Return

Performance vom 30. Dez 2005 bis 28. Feb 2022



Cat Bonds weisen eine sehr geringe Korrelation zu traditionellen Anlageklassen auf



Quelle: DMM, Fernet, Statistik QM2: Monatliche Zeitreihe, US2: Konsumausgaben von Januar 2012 bis Dezember 2021. Indizes können nicht direkt gelaßt werden.

den Anleihenrenditen am Sekundärmarkt – beruhen aber auch auf anderen Faktoren. Dazu gehören die Saisonalität, die Anlegernachfrage, kürzlich aufgetretene Verlustereignisse, das verfügbare Angebot an ähnlichen Wertpapieren und insbesondere die Notwendigkeit des Emittenten, die Risiken in seiner Bilanz zu reduzieren.

Traditionellerweise bewegen sich die Spreads für Cat Bonds mit Fokus auf Naturkatastrophenrisiken im gewichteten Mittel innerhalb einer Bandbreite von 4% bis 7%. Aktuell liegen diese trotz starker Nachfrage immer noch am oberen Ende dieser Bandbreite und auf entsprechend attraktiven Einstiegsniveaus.

Wie haben sie sich entwickelt?

Als Anlageklasse erzielten Cat Bonds in den letzten 15 Jahren während aller Finanzkrisen

und grossen Naturkatastrophen (wie Hurrikan Katrina) durchgehend eine robuste Performance. Während sich die Erträge traditioneller und sogar vieler alternativer Anlageklassen zunehmend annähern, haben Cat Bonds bewiesen, dass sie attraktive strukturelle Erträge erzielen können, die selbst in Zeiten mit erhöhtem Marktstress nicht mit anderen Märkten korrelieren.

Aufgrund des rasant wachsenden Interesses von Versicherungs- und Rückversicherungsgesellschaften an Cat Bonds wurden die attraktiven Preise in der Vergangenheit weniger von der Nachfrage, sondern hauptsächlich durch das Angebot bestimmt. In den etablierten Märkten von heute ist die Liquidität in der Regel sogar nach einem bedeutenden Ereignis meist sehr gut.

Performance von Cat Bonds

Nachgewiesene Diversifikation

Einer der wichtigsten Vorteile für die Anleger stellt die Stabilität und unkorrelierte Natur der Performance dar: So betrug die Korrelation von Cat Bonds zu den breiten Aktien-, Anleihen- und Rohstoffindizes über Marktzyklen hinweg höchstens 0,30.

Die Risiken

Das grösste Risiko für ein Cat-Bond-Portfolio ist eine bedeutende Naturkatastrophe, die ein durch die Cat Bonds abgedecktes Gebiet mit einer hohen Konzentration versicherter Immobilien trifft und hohe versicherte Versicherungsverluste verursacht. Je nach Risiko

und Region würde dies in der Regel als ein Ereignis betrachtet, das in dieser Region etwa einmal in hundert Jahren auftritt. Obwohl die Wahrscheinlichkeit solcher Ereignisse statistisch gering ist, können sie jedoch potenziell heftige Verluste für die Rück-/Versicherungsbranche verursachen. In einem diversifizierten Portfolio von Cat Bonds kann dies durchaus einen Verlust von 15% bis 25% zur Folge haben. Im Schnitt der letzten 20 Jahre beträgt der durchschnittliche effektive Kapitalverlust für Cat Bonds jedoch bei gerade mal 0.82%.

Als Gegengewicht zu solchen Verlusten steigen die Cat-Bond-Renditen jedoch nach Grosskatastrophen, die die globale Rück-/Versicherungsbranche schwer belasten, signifikant an. Daher können Anleger, die an ihren Cat Bond Engagements festhalten, Verluste erheblich schneller wieder auffangen als nach einem bedeutenden Ereignis bei traditionellen Anlageklassen, wie nach der globalen Finanzkrise, als die Aktienmärkte um 40% fielen und es mehr als fünf Jahre dauerte, bis sie sich wieder erholt hatten.

Andere spezifische Risiken für ein Cat-Bond-Portfolio sind zum Beispiel die Fähigkeit, Risiken von ILS-Anlagen angemessen zu modellieren und zu beurteilen, sowie hohe Einstiegshürden bei der Anlageklasse. Durch die Einschaltung eines spezialisierten ILS-Investmentmanagers mit ausgewiesenem Leistungsausweis können diese Herausforderungen jedoch adressiert werden.

Cat Bonds im Kontext des Klimawandels

Der Klimawandel ist eine Tatsache, hat jedoch eine differenzierte Auswirkung auf den Markt für Cat Bonds. So hat sich beispielsweise die Anzahl Hurricanes, welche effektiv auf Land auftreffen, im den letzten 170 Jahren nicht erhöht. Dies liegt nicht zuletzt an der Aufwärmung sowohl der Meere als auch der Landmasse. Bezüglich versicherter Verluste aufgrund von Hurricanes zeigen diese in der Tendenz nominell zwar nach oben, jedoch nicht auf Inflations-adjustierter Basis und unter Einbezug der regionalen Siedlungsverdichtung. Der sich vollziehende Klimawandel zeigt somit keinen kausalen Zusammenhang mit potenziell höheren künftigen Kapitalverlusten für Cat Bond Anleger. Spezialisten

gehen bei einer 2 °C Erwärmung über 30 Jahre von Klimaveränderungsbedingten Verlusten von weniger als 1% p.a. aus.

Cat Bonds und ESG

Ökologische, soziale und die Unternehmensführung betreffende (ESG)-Faktoren sind für die langfristigen Anlageergebnisse von Cat Bond wichtig, da diese von Natur aus auf ESG-Grundsätze ausgerichtet sind.

Zwischen Umweltaspekten (E) und Cat Bonds besteht per Definition eine sehr enge Beziehung, da der Grossteil der Risiken, die dem Sektor zugrunde liegt, wetterbedingt ist. Daher steht der Cat Bondmarkt an vorderster Front, wenn es darum geht, Veränderungen von Wetterextremen und deren wirtschaftliche Auswirkungen zu bewerten und abzusichern. Die richtige Einschätzung und Bewertung dieser Umweltrisiken ist eine entscheidende Voraussetzung für eine erfolgreiche Cat Bond-Anlagestrategie. Cat Bonds spielen auch eine zunehmend wichtigere Rolle für die Gesellschaft (S), da sie die Versicherungsmärkte durch die breitere Verteilung der Risiken auf einen grösseren und tieferen Kapitalpool stabilisieren und potenzielle Katastrophenlücken vermindern. Zudem versetzen diese Instrumente nicht nur Versicherer, sondern auch staatliche Organe in die Lage, systemische Katastrophenrisiken bereits vor deren Eintreten effizient anzugehen und zu minimieren. Dies erfordert eine grössere Transparenz und höhere Standards bei der Offenlegung von Risiken durch Cat Bond Sponsoren (G).

Einsatz im Portfolio

Aufgrund ihrer geringen Korrelation zu traditionellen Anlagen und ihrem Potenzial, attraktive Renditen bei minimaler Zinssensitivität zu erzielen, kann eine Allokation in Cat Bonds das Risiko-Rendite-Profil eines typischen Anlageportfolios materiell verbessern. Folgende Abbildung veranschaulicht, dass eine schrittweise Hinzufügung von 5%igen Allokationen zu einem ausgewogenen 60/40-Portfolio das Risiko nachweislich verringert und den Ertrag verbessert.

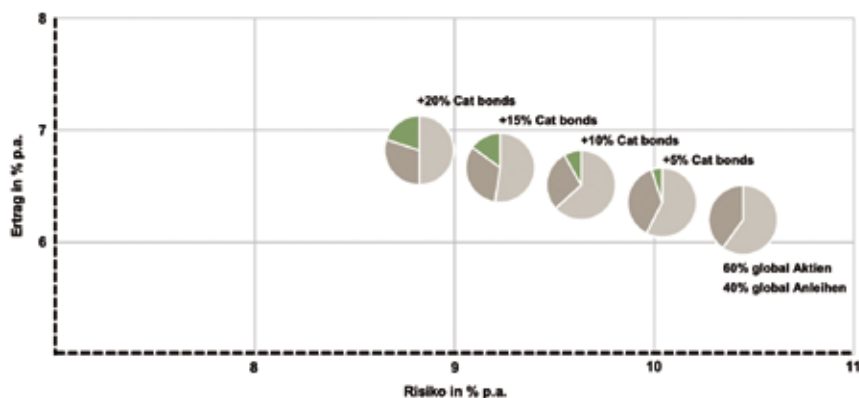
Zugang zur Anlageklasse

Obwohl es keinen investierbaren Cat Bondindex gibt, könnten Anleger, die einfach in dieser Anlageklasse anlegen möchten, einen der vielen breit diversifizierten Cat-Bond- oder ILS-Investmentfonds am Markt nutzen.

Nach unserer Einschätzung lassen sich die Vorteile des Cat-Bond-Marktes jedoch am besten über ein aktiv verwaltetes Portfolio nutzen, das bestimmte Risiken konzentriert, die sich erfahrungsgemäss am nachhaltigsten auszahlen, und weniger gut modellierte, schlechter kompensierte Risiken in anderen Bereichen des Versicherungsmarktes vermeidet.

Trotz ihres signifikanten Wachstums sind Cat Bonds immer noch ein relativer Nischenmarkt. Ein aktives Investment-Management erfordert eine Kombination aus spezifischen Ressourcen und Erfahrung, die nur eine kleine Zahl spezialisierter Investmentmanager an-

Potenzielle Vorteile einer schrittweisen Hinzufügung von Cat Bonds zu einem ausgewogenen Portfolio



Quelle: Fernal Capital Management, LLC, Mercer, GAM, Per, Dez 2021, in USD. Datenzeitraum: Dez. 2016 – Dez. 2021. Globale Aktien = MSCI World Index, Globale Anleihen = Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index. Cat Bonds = Swiss Re Global Cat Bond Index. Indizes können nicht direkt gekauft werden. Nur zur Veranschaulichung.

bieten kann. Die proportionalen Vorteile der Auswahl einer aktiven Strategie können dabei nicht genug betont werden. Die besten aktiven Cat-Bond-Manager haben im Hinblick auf ihre analytische Kompetenz, ihre Portfolio-Modellierungstechnologie, ihren Marktzugang und ihre Grösse einen klaren Vorsprung gegenüber ihren Konkurrenten. Daher können ihre Portfoliostrategien die Risiken von Cat Bonds besser minimieren und sich darauf konzentrieren, die systemischen Erträge zu erzielen, die diese Anlageklasse zu einer derart attraktiven Option für langfristige Anleger machen.

Wichtige potenzielle Vorteile von Cat Bonds

Stabile Quelle alternativer Erträge: Cat Bonds können eine effiziente und skalierbare Lösung

für Versicherer bieten, um Versicherungsrisiken aus ihren Bilanzen auf die Kapitalmärkte zu übertragen. Zugleich bieten sie Anlegern im Niedrigzinsumfeld attraktive risikobereinigte Erträge bei minimaler Zinssensitivität.

Alternative Ertragsquellen: Die Erträge sind an das Eintreten von Katastrophen wie Erdbeben oder Stürme, nicht an konjunkturelle oder politische Treiber gebunden. Deshalb entwickeln sich Cat Bonds in der Regel unabhängig von traditionellen Anlageklassen, die viele institutionelle Anleger im Portfolio halten.

Geringe Exponierung gegenüber traditionellen Risiken: Cat Bonds und ILS zählen zu den wenigen Anlagechancen, die konstante Renditen mit einer geringen Exponierung gegenüber Kredit-, Zins- und Finanzmarktrisiken bieten. ■

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben dienen ausschliesslich Informationszwecken und stellen keine Anlageberatung dar. Es wird keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen übernommen.



Cécile Goffart,
100x100cm

Aktuelle Herausforderungen für die Immobilienwirtschaft



Henrik Haeuszler
Senior Director Real Estate

Invesco

A. Ausgangslage Frühjahr 2022

Die Renditen direkter Immobilienanlagen setzten im Verlauf von 2021 ihren Erholungskurs fort. Das grundlegende Marktumfeld bleibt für Investitionen in „zins-tragende“ Assetklassen weiterhin günstig. Auch die Kapitalvolumina die investiert werden sind gross. Dies ist teilweise auch darauf zurückzuführen, dass Immobilien eine gewisse Minderung des Inflationsrisikos bieten. Beispielweise haben derzeit ca. 90% der Mietverträge von Immobilien in die in unseren eher konservativen Strategien investieren eine Indexierungsklausel zum Inflationschutz (und gleichzeitig bonitätsstarke Mieter). *Quelle: Invesco, Stand Q1 2022*

Bezüglich der aktuell ungewissen Lage in der Ukraine, möchten wir erwähnen, dass es sich bei den beiden Vermögenswerten, die unser eher konservatives Portfolio in Polen besitzt, um qualitativ hochwertige, stabilisierte Vermögenswerte handelt, die sich beide auf ihren lokalen Märkten gut entwickelt haben.

Darüber hinaus besitzt es weder in Russland noch in der Ukraine Vermögenswerte, und wir können auch bestätigen, dass wir keinem mit den beiden Ländern verbundenen Gegenparteierrisiko ausgesetzt sind (Mieter, Finanzierungspartner, JV-Beteiligungen, Betriebspartner und Investoren). *Quelle: Invesco, Stand Q1 2022*

Aktuelle wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Dank des geringen Verschuldungsgrads im

System und der anhaltend niedrigen Renditen in anderen Assetklassen (Anleihen z.B.) sehen wir generell ausser bei weiteren exogenen Schocks weiterhin nur ein begrenztes Risiko einer größeren Korrektur für erstklassige Immobilienwerte. Bei stärker risikobehafteten Objekten (z.B. nicht in stark gefragten Innenstadt-Lagen wie etwa der Paradeplatz in Zürich) könnte es unserer Meinung nach weiter zu gewissen negativen Wertanpassungen kommen. *Quelle: Invesco Real Estate Research Stand Q1 2022*

B. Strategische Überlegungen für Immobilien

Angesichts der Tatsache, dass die Renditeabstände („Spreads“) von Immobilien-Spitzenrenditen zu Staatsanleiherenditen innerhalb und in einigen Fällen über der normalen Streubreite liegen, glauben wir, dass die Nachfrage nach Immobilien auch dann hoch bleiben dürfte falls die Leitzinsen zu steigen beginnen.

Die globale Pandemie wirkt zwar kurzfristig disruptiv, ändert aber nichts an den längerfristigen strukturellen Veränderungen, die die Immobilienmärkte vermutlich beeinflussen. In bestimmten Sektoren haben die Reaktionen auf Covid-19 die Transformationsprozesse beschleunigt, die bereits vor Ausbruch der Pandemie im Gange waren, so zum Beispiel beim Wachstum des E-Commerce. In anderen Sektoren dagegen dürfte es bei kurzfristigen, temporären Verwerfungen bleiben, sodass wir hier im Zuge einer schrittweisen Normalisierung der Wirtschaftsaktivität mit einer Rückkehr

zum früheren Trendpfad rechnen, wie etwa bei der globalen Reisetätigkeit.

Büro

Die sich verändernde Art der Büronutzung entwickelt sich weiter, während Mieter und Mitarbeiter damit beginnen, in die Büroflächen zurückzukehren. Uns ist bewusst, dass sich die Veränderungen in diesem Sektor als Konsequenz von Covid-19 beschleunigt haben, obwohl bereits vor der Pandemie einen deutlichen Trend hin zu mehr Flexibilität im Arbeitsumfeld gab. Wir erwarten, dass Arbeitgeber in der Normalisierungsphase nach Covid auch weiterhin die Notwendigkeit sehen werden, nachhaltige Büroflächen bereitzustellen, die qualifizierte Mitarbeiter anziehen, die Zusammenarbeit mit Kollegen vereinfachen, und die Vermittlung der Unternehmenskultur sowie das Mentoring von Mitarbeitern ermöglichen.

Hier sehen wir im Markt ausserdem eine weitere Differenzierung. Objekte in dezentralen Lagen werden hinsichtlich der Home Office Möglichkeiten teilweise weniger nachgefragt, in zentralen Lagen hingegen steigt teilweise die Nachfrage, da hier attraktive Flächen (Objekt / Umfeld / Erreichbarkeit) den Mitarbeiter als Anreiz weiter geschaffen werden nicht nur zu arbeiten, sondern die Produktivität von spontanen und vor allem „echten“ Meetings zu nutzen. Solche Orte des Austauschs benötigen auch mehr Platz für Gemeinschaftsflächen als herkömmliche Büros (ca. 60% zu 40%, im Gegensatz zu bisher 40% zu 60%). Die Nutzer dieser Objekte sind i.d.R. bonitätsstarke Unternehmen, denen auch das Thema ESG wichtig ist.

Ein Beispiel: ESG ist seit etwa 20 Jahren eine Priorität. Das gemischt genutzte Objekt „Die Welle“ neben der Alten Oper in Frankfurt im Wert von deutlich über EUR 600m, konnte bspw. durch die vom eigenen Asset Management umgesetzten Maßnahmen sein BREEAM (Building Research Establishment Environmental Assessment Methodology) Rating von „gut“ auf „sehr gut“ steigern, dies innerhalb einer Haltedauer von nur 2 Jahren. Durch Maßnahmen wie diese kann die ökologische, aber auch die ökonomische Nachhaltigkeit erhöht werden. In der Hausse der durch die Corona-Pandemie bedingten, generellen Unsicherheit, wurde in diesem Objekt für eine Bürofläche von mehreren tausend Quadratmetern einen

langjährigen Mietvertrag abgeschlossen, dessen Ertrag sogar ggü. dem kurz vor der Pandemie um gut 20% höher lag.

Die höhere Produktivität und Attraktivität solcher Objekte zeigt sich auch durch den jüngsten Ankauf eines Büroobjekts in bester Londoner Lage zum Preis von gut von gut EUR 1 Milliarde durch Google. *Quelle: <https://www.nytimes.com/2022/01/11/business/google-london-office.html>*

Diese Differenzierungen zwischen A und B Objekten sehen wir als Trend am Büromarkt

Im Ergebnis werden sich erstklassige Büroflächen unseres Erachtens nach weiterhin einer guten Nachfrage von Mietern wie Investoren erfreuen, obwohl sich einzelne Nachfragekriterien verglichen zu den Marktbedingungen der prä-Covid-Zeit vermutlich verändern dürften. Wir registrierten gewisse zeitliche Verzögerungen in der Pipeline von Entwicklungs- und Sanierungsprojekten in einigen europäischen Kernmärkten, die aus dem Anstieg der Baukosten sowie Bedenken hinsichtlich der Bewertung von Baumaßnahmen aus Nachhaltigkeitsgesichtspunkten („ESG“) sowie einer gewissen Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Büromieten resultieren. Zusammenfassend bedeutet dies eine Verringerung des zukünftigen Neuangebots, von der wir erwarten, dass es zu weiteren relativen Engpässen bei erstklassigen „Grade-A“-Büroflächen führt, und somit die Mieten für erstklassige Immobilien weiter stützen wird.

Einzelhandel

Der Einzelhandelssektor steht weiterhin unter strukturellem Druck, der durch Covid weiter verschärft wurde. Die Tatsache, dass die Mehrheit der europäischen Verbraucher 2020 und Anfang 2021 unter Kontrolle der Pandemie nur eingeschränkt einkaufen konnten (Lockdowns, etc.), hat den Strukturwandel hin zum Online-Shopping beschleunigt. Wir glauben, dass die Margen einiger Einzelhändler durch die andauernde Verlagerung hin zum Onlinehandel nach Ende der Pandemie weiter unter Druck stehen werden. Daher glauben wir dürften viele Einzelhändler

ihre Filialnetze weiter straffen und schlecht laufende Läden schließen, ihre „Flagship“-Standorte dagegen optimieren und in vielen Fällen sogar ausbauen.

In der Folge ist zu erwarten, dass überdachte, mehrgeschossige und auf den Massenmarkt fokussierte Einzelhandelsobjekte ohne starkes lokales Einzugsgebiet am meisten zu kämpfen haben werden. Trotz dieser Bedenken gibt es erste Anzeichen, dass sich erste attraktiv bepreiste Investitionsmöglichkeiten bei gut gelegenen Objekten mit nachhaltiger Konsumentennachfrage aus ihrem näheren Umfeld auf tun, wo die Miethöhen auf angemessene Niveaus korrigiert und dennoch attraktive laufende Renditen erzielt werden können.

Hotel

Der Hotelsektor sah 2020-21 eine preisliche Korrektur. Dies eröffnet Möglichkeiten zum Erwerb entweder für eine langfristige Haltestrategie oder für Value-Add-Projekte im Rahmen einer Manage-to-Core-Strategie. Die Bewertungen gingen um 10-15 % zurück, und die Spitzenrenditen stiegen um 25-50 Basispunkte an, was den relativen Renditeabstand zu anderen Sektoren weiter vergrößerte. Obwohl der Sektor durch die Covid-19-Pandemie hart getroffen wurde, glauben wir, dass dies eher ein kurzfristiger Schock als eine langfristige Umkehr des positiven Trendwachstums ist. *Quelle: Invesco Real Estate House View, December 2021*

Logistik

Logistikimmobilien setzten ihre Outperformance gegenüber dem weiter gefassten Immobilienmarkt während der Covid-Pandemie weiter fort und erfahren eine hohe Mieter- und Investorennachfrage. Lieferketten werden neu strukturiert, um die Herausforderungen, die sich aus den Problemen des „Just in Time“-Modells ergaben, zukünftig besser zu begegnen. In ganz Westeuropa übersteigt die Nachfrage das Angebot an geeigneten Standorten für Lagerflächen, vor allem bei Verteilzentren in Stadtrandlagen.

Daher sehen wir zwar weiterhin Anlagemöglichkeiten bei großformatigen „Big Box“-Objekten und Logistikimmobilien in städtischen

Randlagen, achten aber darauf, dass diese Objekte aufgrund ihrer strategischen Lage durch nachhaltig hohe Grundstückswerte gestützt werden, und wir glauben, dass das größte Potenzial für höheres Mietwachstum bei urbanen Logistikobjekten in großen Schlüsselmärkten besteht.

Wohnen

Wohnimmobilien profitieren vom anhaltenden Nachfragedruck. In den meisten europäischen Städten übersteigt das Wachstum der Anzahl an privaten Haushalten auch durch die weiter fortschreitende Urbanisierung seit langem das Angebot an neuen Wohnflächen. Dadurch stehen die Mieten in vielen europäischen Städten weiter unter Aufwärtssdruck. In bestimmten Märkten näherten sich die Mietpreise vor Ausbruch der Pandemie allerdings einem Niveau, auf dem sie für viele kaum mehr erschwinglich sind. Daher muss das Risiko vermehrter regulatorischer Eingriffe in den Mietwohnungsmarkt genau beobachtet werden.

Wir setzen hier weiterhin auf „Build-to-Rent“ (BTR) Investments und engagieren uns in diesem Markt bevorzugt durch Forward-Funding-Projekte, bei denen durch begrenzte Projektentwicklungsrisiken eine Zusatzrendite geliefert werden kann. Dies stellt in bestimmten Märkten eine sehr wichtige Strategie dar; um ein investmentfähiges Produkt erwerben zu können. Neubauten institutioneller Qualität waren bei Mietern zuletzt stärker gefragt, da der Zwangsumzug ins Homeoffice dazu geführt hat, dass Mieter Wohnungen mit einer guten Infrastruktur, Konnektivität, Flexibilität und attraktiven Außenflächen bevorzugen. Für höher rentierliche Strategien konzentrieren wir uns auch auf „Build-to-Sell“-Projektentwicklungen in Schlüsselmärkten, um höhere kurzfristige Renditen zu erwirtschaften. Der Fokus liegt hier insbesondere auf Möglichkeiten zur Neupositionierung bestehender Immobilien (Beispielweise die Umnutzung einer Büroimmobilie in attraktiver Innenstadtlage in Appartements).

Europäische Immobilien: Transaktionsvolumen 2007-H1 2021; *Quelle: Invesco Real Estate, basierend auf Daten von Real Capital Analytics, Stand: 25. August 2021*

Generell ist das Investoren-Interesse hoch/ 

stabil (siehe Abbildung 1). Mit Blick auf das Jahr 2022 glauben wir, dass sich die Investoren auf die folgenden Bereiche konzentrieren werden:

1. Qualität, Einkommen und Sicherheit.
2. Möglichkeiten zur Neupositionierung von Vermögenswerten für die Zeit nach der COVID/Ukraine

C. Ausblick Entwicklung und Relevanz der Asset-Klasse Immobilien

Immobilien beherbergen buchstäblich und im übertragenen Sinne die Wirtschaft. Sie sind die älteste Anlageklasse und für jeden von uns in unserem täglichen Leben von Bedeutung.

Langjährige Immobilieninvestoren sind mit dem "Wohn-, Industrie-, Büro- und Einzelhandels"-Rahmen gut vertraut, der diesen Bereich seit Jahrzehnten definiert.

Immobilien sollten mit einem anderen Ansatz verfolgt werden. Wir sind der Meinung, dass dieser Ansatz die sich entwickelnde Bandbreite an Möglichkeiten, die Immobilien für Investoren bieten, besser repräsentiert.

Wir brauchen immer einen Ort, an dem wir konsumieren, leben, innovieren und uns vernetzen können - einen Ort, an dem wir CLIC sind („Consume, Live, Innovate & Connect“).

Dies sind die strukturellen Trends, die unser Denken leiten und unsere Ansichten prägen, wenn es darum geht, in einem sich ständig weiterentwickelnden Marktumfeld nach neuen Anlagemöglichkeiten zu suchen.

Konsum

Warum ist dies so wichtig? Der Konsum der privaten Haushalte macht in den Industrieländern etwa 60 % des Bruttoinlandsprodukts aus. Viele Immobiliensektoren werden von den Veränderungen im Verbraucherverhalten betroffen sein. So wird beispielsweise der elektronische Handel immer beliebter und konzentriert sich immer mehr auf Erlebnisse und nicht nur auf Produkte. Was bedeutet das für die Immobilienbranche? Strukturelle Treiber:

- Elektronischer Handel: Die Erfüllung von Online-Ausgaben erfordert Investitionen in Vertriebsrichtungen
- Freizeit: Gut gelegene Annehmlichkeiten sind immun gegen Online-Substitution
- Alternde Bevölkerung: Zunehmende ältere Kohorten verändern das Konsumverhalten
- Konnektivität: Ermöglicht vermehrten Online-/Mobilkonsum
- Globale Mobilität: Nachfrage nach Erlebnissen und Freizeitaktivitäten
- Wissenschaft und Technologie: Innovation und Gesundheit treiben die Ausgaben in die Höhe

Live

Warum ist das wichtig? Wo wir leben, ist ein wesentlicher Bestandteil jeder Gesellschaft. In vielen Industrieländern besteht ein strukturelles Unterangebot an Wohnungen, wobei sich durch den demografischen Wandel und die fortschreitende Urbanisierung die Nachfragemuster verschieben.

Die Grenzen zwischen dem Ort, an dem wir leben, dem Ort, an dem wir arbeiten, und dem Ort, an dem wir spielen, verschwimmen zunehmend. Dies führt zu weiteren Verschiebungen bei den Anforderungen an die Ausstattung und die Konnektivität von Wohnungen.

Was bedeutet das für die Immobilienbranche? Ein Bereich von besonderem Interesse ist der effiziente Massenwohnungsbau, der wachsende städtische und vorstädtische Standorte bedient. Zu den Abwärtsrisiken gehören einige Märkte, in denen die Erschwinglichkeit eingeschränkt ist, während die Nachfrage nach hochpreisigen Produkten möglicherweise begrenzt ist. Strukturelle Treiber:

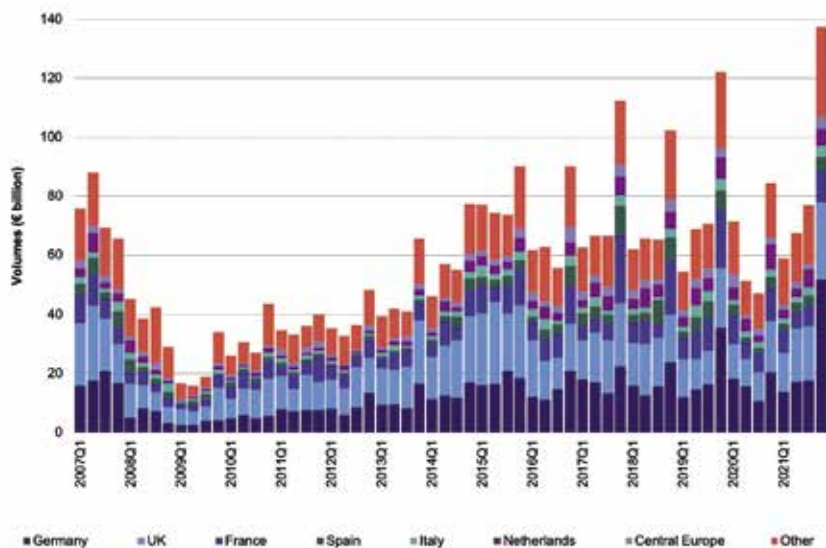
- Verstädterung: Anhaltende Nachfrage nach effizientem Wohnraum für die wachsende Bevölkerung in den Großstädten
- Alternde Bevölkerung: Zunehmende ältere Jahrgänge verändern das Muster der Wohnungsnachfrage
- Flexibles Arbeiten: Arbeit von überall aus verändert den Wohnungsbedarf
- Globale Mobilität: Zunehmende Präferenz für flexiblen Wohnraum
- Konnektivität: Alternder Wohnungsbestand wird modernen Anforderungen nicht mehr gerecht

Innovate

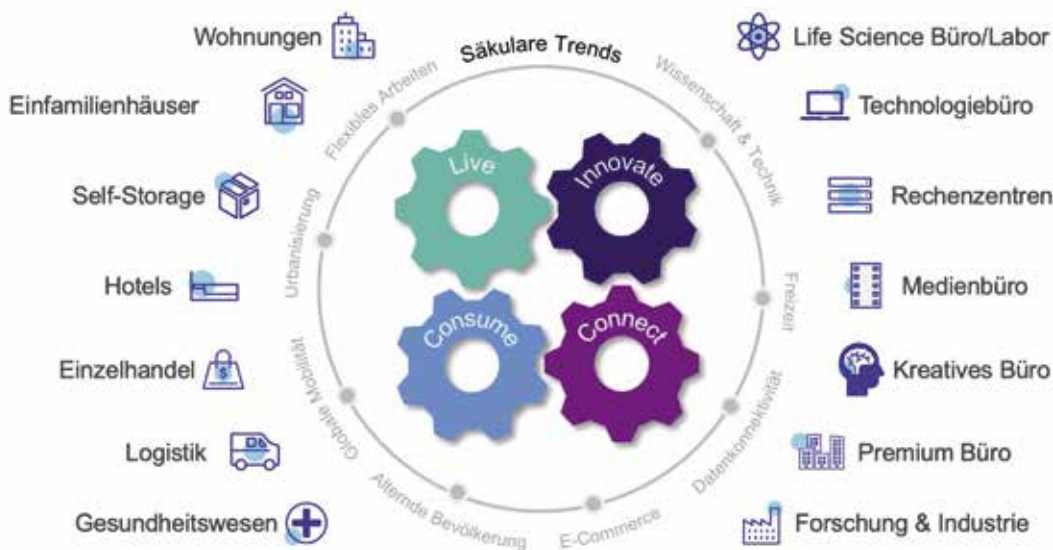
Warum ist dies wichtig? Entwickelte Märkte stützen sich zunehmend auf Forschung und Innovation, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Innovationsorientierte Städte haben sich gegenüber anderen Märkten als leistungsfähiger erwiesen, und dieser Trend wird sich voraussichtlich fortsetzen.

Die digitale Wirtschaft wuchs im Zeitraum 2004-2019 gut 2,5 Mal schneller als das globale BIP. Der technologische Fortschritt unterstützt weiterhin kritische Wendepunkte und beschleunigt

Abbildung 1: Europäische Immobilien: Transaktionsvolumen 2007-H1 2021



Quelle: Invesco Real Estate, basierend auf Daten von Real Capital Analytics, Stand: 25. August 2021

Abbildung 2: CLIC Modell Invesco 2022

nigt das Wachstum von Sektoren wie künstliche Intelligenz und Biowissenschaften.

Was bedeutet das für die Immobilienbranche? Wir bevorzugen in diesem Bereich flexible Büro- und Life-Science-Einrichtungen in wichtigen Innovationszentren, die kreative Unternehmen und Talente anziehen. Strukturelle Treiber:

- Wissenschaft und Technologie: Anhaltende Investitionen und Innovationen in den Bereichen Technologie und Gesundheitswissenschaften
- Konnektivität: Innovationsunternehmen sind zunehmend international tätig
- Globale Mobilität: Der Kampf um Talente in Wissenschaft und Technologie ist global
- Verstädterung: Wichtige Städte ziehen weiterhin Konzentrationen Wissen und Know-how an

Was bedeutet das für die Immobilienbranche? Wir glauben, die Unternehmens-IT wird immer wichtiger, und der Bedarf an Datenzugang und -sicherheit ist so hoch wie nie zuvor.

Aus diesen Gründen ist die differenzierte Betrachtung des Immobilienmarktes durch das CLIC-Modell (Abbildung 2) für den Erfolg aktueller und zukünftiger Anlageentscheidungen hilfreich.

Wesentliche 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. ■

Connect

Warum ist das wichtig? Der Datenzugang wird zu einer immer wichtigeren Komponente der unternehmerischen und sozialen Infrastruktur. Dies wurde, während der COVID-19-Pandemie deutlich, die die Fähigkeit von Unternehmen, mit verteilten Arbeitskräften zu arbeiten, unterstützt.

Die makroökonomischen Nachfragetreiber wachsen mit einer Reihe von Big-Data-Generatoren (Cloud-Plattformen, Content-Distribution, soziale Medien, das Internet der Dinge).

Wichtige Informationen

Stand aller Daten wie angegeben, Quelle: Invesco, sofern nicht anders angegeben.

Diese Marketing-Anzeige ist ausschließlich für die Verwendung durch professionelle Anleger in der Schweiz. Anleger sollten die Verkaufsunterlagen lesen, bevor sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

Dieses Marketing-Anzeige dient ausschliesslich zur Illustration und stellt keine Empfehlung dar, in eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder Strategie, zu investieren. Das Dokument unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/ Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben.

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.

Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen.

Die vollständigen Informationen zu den Risiken erhalten Sie in den Verkaufsunterlagen.

Herausgeber in der Schweiz: Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, CH-8001 Zürich.

Blockchain und digitale Vermögenswerte: eine Chance für Pensionskassen



Julien Godat, CFA
Managing Partner

LI Digital AG

Die Blockchain-Technologie steht am Anfang ihres Innovationszyklus und zeigt ein Potenzial, dessen Ausmass noch schwer abzuschätzen ist. Ursprünglich für digitale Währungen konzipiert, nimmt die Akzeptanz dieser Technologie stetig zu und es entstehen dezentrale Anwendungen in allen digitalen Sektoren wie Finanzindustrie, Gesundheitswesen, Datenspeicherung, Telekommunikation, Verbriefung von Vermögenswerten (wie z.B. Immobilien oder Aktien), Musik oder auch Social Media.

Die Innovation der Technologie liegt vor allem in der dezentralisierten Speicherung der Transaktionen. Mit anderen Worten: Die Validierung und Speicherung von Informationen in der Blockchain erfolgt ohne Beteiligung einer zentralen Instanz, dank eines Protokolls, das kryptografisch gesichert ist (zur Gewährleistung der Unveränderbarkeit der gespeicherten Transaktionen und Daten) und einen dezentralen Konsensprozess verwendet (zur Gewährleistung der Gültigkeit der

Transaktionen und Daten, die der Blockchain hinzugefügt werden). Daraus ergeben sich neue Geschäftsmodelle ohne Zwischenhändler, die effizienter, transparenter und vor allem für jeden zugänglich sind. Man benötigt kein Bankkonto oder eine Kreditkarte, um auf diese neuen Dienstleistungen zuzugreifen. Eine einfache Internetverbindung genügt. Wir stehen also an der Schwelle zu einem neuen Internet, auch Web 3.0 genannt (siehe Grafik unten), in dem digitale Daten nicht mehr nur Informationen sind, sondern zu Werten werden.

Web 3.0 - ein neues Internet im Aufbau

Rückblickend ist es etwa 40 Jahre her, dass das Internet in unser Leben trat. Seitdem konnten drei Wellen von Innovationen beobachtet werden. Zu Beginn wurde das Web 1.0 vom Aufkommen der E-Mails und von Unternehmen wie AOL und Netscape domi-

niert. Seit den 2000er Jahren dreht sich das uns bekannte Web 2.0 um soziale Netzwerke, deren Inhalte von den Nutzern bereitgestellt werden, mit oligopolistischen Unternehmen wie Facebook, Google oder Amazon, die aus den Daten der Verbraucher Kapital schlagen. Seit 2009 hat die Blockchain-Technologie die neue digitale Revolution und den Aufbau des Web 3.0 ausgelöst, welches es den Nutzern ermöglicht, Werte so einfach auszutauschen, wie eine E-Mail zu verschicken. Daher ist es nicht verwunderlich, dass ein massiver Strom talentierter Entwickler und Unternehmer in die Blockchain-Industrie drängt, um das Web 3.0 zu bauen. Damit entsteht eine neue Klasse von Vermögenswerten, die aus digitalen Token besteht. Der Begriff Kryptowährungen wird medial häufig verwendet, ist jedoch im Hinblick auf das Potenzial, das einige dieser digitalen Protokolle und ihre Token darstellen, viel zu kurz gegriffen.

Struktur der digitalen Anlageklasse

Das Universum der digitalen Vermögenswerte besteht aus etwa 20.000 digitalen Token, die auf Handelsplattformen gelistet sind oder sich in der Einführungsphase befinden. Diese Vermögenswerte haben verschiedene Funktionen und können in Kategorien eingeteilt werden, die in der folgenden Tabelle veranschaulicht werden.

Von links beginnend können die Layer 1-Protokolle in zwei Kategorien unterteilt werden. Zunächst einmal bieten Protokolle wie Bitcoin eine neue Art der Wertaufbewahrung ("Gold 2.0"). In diesem Zusammenhang ist der Artikel von Fidelity¹ zu erwähnen. Das Potential der Blockchain-Technologie geht jedoch weit über Bitcoin hinaus, insbesondere bei den Smart Contract-Plattformen wie Ethereum, Solana oder Terra. Hier stehen die verschiedenen Protokolle in einem harten Wettbewerb, bei dem es um Dezentralisierung, Sicherheit und Geschwindigkeit geht. Diese Vorteile sind entscheidend, um die "digitale" Infrastruktur des Web 3.0 zu bilden. Wahrscheinlich werden sich nur wenige Smart Contract-Plattformen durchsetzen. Ihre dazugehörigen digitalen Token werden daher enorm an Wert gewinnen.

Layer-2-Technologien sind eine kleine Zwischenschicht über den Layer-1-Protokollen,

Die drei Innovationswellen des Internets



Das Blockchainuniversum

Layer 1 protocols	Layer 2 technologies	Decentralized Apps	Asset tokenization / NFTs	Private blockchains (enterprise, govmt)	Services & infrastructure
- Store of value (BTC, Monero, ZCash) - Smart contract platforms (ETH, Solana, Flow, Polkadot, Luna, Avalanche, Concordium, Spacemesh)	- Scalability (lightning, Plasma, Raiden, state channels, sidechains, Arbitrum, Polygon Matic, Matter Labs, Optimism) - Inter-operability (interchain bridges) - Privacy (zkp, StarkWare) - Decentralized internet (NuCypher, OasisLabs, Aragon)	- Payments (Flexa, Terra) - Remittances (Celo) - DeFi (MakerDAO, Compound, YFI) - Dec. exchanges (Ox, UniSwap, Serum, Curve) - Prediction markets (Augur, ChainLink, Polymarkets) - Storage/computation (Arweave, IPFS) - Digital identity (Civic) - Fundmgt (SET, Melonport) - Video (Stream, LPeer) - Music (Audius) - Telecom (Helium) - Social media (Brave)	- Digital blockchain art - Collectibles (NBA TopShot, SoRare, Sandbox) - Gaming (play-to-earn, Axie Infinity) - Metaverse - Social tokens - Tokenized royalties, music, IP - Tokenized stocks, loans, real estate - Stable coins (USDT, USDC)	- Private blockchains (Hyperledger, Ripple, R3 Corda, Stellar) - Supply chain mgt - Bank settlements - Trade finance - Authentication - KYC & compliance & digital identity - Insurance - Autonomous cars - Medical data - Distributed electricity - E-Government & voting - Digital central bank currencies	- Exchanges (Deribit, FTX, Coinbase, Binance, Kraken, Bakkt) - Brokerage/lending/short-selling (Amber, Copper, CryptoBroker) - Market making (Wintermute, Jump) - Storage & wallets (Coinbase, Anchorage, Ledger, BitGo) - Mining & ASICs (BitMain, BitFury) - Staking (Figment) - Fiat on-ramps - Asset mgmt. - Blockchain-as-a-Service - Tokenization - Staking - Chain analytics - Security tools - KYC & compliance
					
Payment coins	Utility Tokens	Utility tokens	Asset tokens & stable coins	Private tokens	Venture equity & hybrids

deren Hauptziele die Verbesserung der Geschwindigkeit, der Interoperabilität und des Datenschutzes sind, da die Transaktionen zwischen den Nutzern für alle sichtbar sind.

Die dritte Spalte von links umfasst dezentralisierte Applikationen oder neue Geschäftsmodelle für die Endnutzer. Diese Applikationen werden auf Smart Contract Blockchains programmiert, welche ihre Ausführung dezentral sicherstellen. Hier kann in Utility- und Governance-Tokens investiert werden, deren Wert direkt an das Umsatzwachstum gekoppelt ist, das die betreffenden Anwendungen generieren. Dieser Sektor hat seit Sommer 2020 ein starkes Wachstum verzeichnet bezüglich User Adoption und Aktivitäten. Insbesondere das Segment der dezentralen Finanzwirtschaft ("Decentralized Finance - DeFi") hat sich mit Applikationen im Versicherungswesen, dezentralen Börsen, Krediten, Vermögensverwaltung und insbesondere Stablecoins, die die Parität zum US-Dollar abbilden, rasant entwickelt. In Zahlen ausgedrückt: Auf diesen neuen DeFi-Applikationen sind derzeit über 200 Milliarden USD aktiv. Das ist zwanzigmal mehr als vor 18 Monaten². Auch wenn dieses Wachstum beeindruckend ist, hat die Masseakzeptanz noch nicht stattgefunden.

Es gibt jedoch erste Anzeichen von Mass User Adoption im Bereich der nicht fungiblen Token ("Non Fungible Token - NFTs"), die zur vierten Spalte gehören. Diese Token werden für das Metaversum, Gaming, digitale Kunst, digitale Sammlungen, Social Token und teilweise auch für die Tokenisierung von Vermögenswerten wie geistigem Eigentum, Aktien, Krediten usw. verwendet.

Private Blockchains (5. Spalte) sind Protokolle, die nicht für alle offen sind, bei denen die Beteiligten identifiziert und ausgewählt werden. Dieser Teilssektor entspricht dem Intranet, und das disruptive Potenzial ist geringer als das von Ökosystemen, die auf öffentlichen Layer 1-Blockchains beruhen.

Die letzte Spalte der Dienstleistungen und Infrastrukturen umfasst klassische Unternehmen, die dem Blockchain-Ökosystem und seinen dezentralen Netzwerken dienen. Beispielsweise finden sich hier Börsen, Banken die den Umtausch von digitalen Token gegen Fiat-Geld ermöglichen ("Fiat on-ramp"), Dienstleistungen zur Aufbewahrung digitaler Vermögenswerte, Zahlungs- oder Brokerdienste sowie Unternehmen, die dezentrale Anwendungen entwickeln.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die ersten vier Spalten in digitale Token investieren, um von Layer-1-Blockchains, dezentralen Applikationen und NFTs zu profitieren. Diese Investitionsmöglichkeiten sind per Definition liquide, da ohne einen gelisteten Token die Blockchains, dezentralen Applikationen und NFTs schlicht nicht funktionieren würden. Die Dienstleistungs- und Infrastrukturunternehmen in der letzten Spalte stellen eine weitere Investitionsmöglichkeit dar, jedoch handelt es sich hier um illiquides Venture Capital.

Wie sieht die Umsetzung aus?

Die digitale Anlageklasse ist noch jung und die Analyse der Token hochkomplex. Sie erfordert umfassendes Know How, welches von Mathematik und Informatik bis hin zu Volkswirtschaft, Venture Capital und Handel reicht. Daher besteht eine erhebliche Informations- und Zugangsasymmetrie zwischen den auf digitale Vermögenswerte spezialisierten Investmentteams und traditionellen Investoren und Asset Managers. Dieser Aspekt wird auch durch die folgende Grafik bestätigt, in der zwischen 2018 und 2021 eine Fluktuationsrate von 55% bei den 20 grössten Token zu beobachten ist.

Das Leben genießen: Ein neues Gleichgewicht für Europa?



Alex Lund
Associate Director :
Research und Strategie Europa

M&G Investments



Emma Grew
Associate Director : Research
und Strategie Global Alternatives

Als Millionen Europäer aufgefordert wurden, von zu Hause aus zu arbeiten, um zu helfen, die Covid-19-Infektionsraten unter Kontrolle zu bekommen, wurde letztendlich die langjährige Debatte um das optimale Verhältnis zwischen Arbeits- und Privatleben auf die Probe gestellt. Viele Menschen fragten sich, wie und wo sie leben möchten und dachten über die Qualität ihres Lebensraums nach. Wenn es zur Norm wird, mehr Zeit zu Hause zu verbringen, sollten wir uns fragen, wie gut unser Lebensraum unserem Lebensstil entspricht.

Wie alle starken Schocks hat auch diese Pandemie bei bestimmten Trends für eine Wende gesorgt und hat andere verstärkt. Mietentscheidungen, egal ob es um größeren Wohnraum oder einen neuen Wohnort geht, werden weiterhin durch persönliche

Umstände beeinflusst. Durch einen flexibleren Ansatz bezüglich der Arbeit im Home Office haben sich jedoch sowohl die Bedürfnisse der Verbraucher als auch die zeitliche Planung bestimmter Entscheidungen verändert.

Junge, sorglose Menschen bleiben jung und ,hauslos‘

Die europäischen Mieter werden nach wie vor durch zahlreiche vertraute Faktoren beeinflusst. ‚Unerschwingliche‘ Eigenheimpreise halten die jüngeren Generationen weiterhin vom Kauf ab. Insgesamt kann gesagt werden, dass nicht genug Wohnraum gebaut wurde. Es hilft Erstkäufern nicht, dass die Zinsen auf Hypothekenkredite Rekordtiefs erreicht haben, wenn immer noch eine Anzahlung von 20% des Kaufpreises nötig ist, damit die

monatlichen Raten nicht zu hoch werden. Bei einem typischen Kredit in Höhe des 4,5-fachen des Jahreseinkommens fehlen den meisten potenziellen Käufern immer noch zwischen 40.000 € und 300.000 €, um Eigentümer einer Wohnung mit zwei Schlafzimmern zu werden. Auch die zusätzliche Belastung durch die Anschaffungsnebenkosten, die in Finnland nur 4% betragen, aber in Deutschland 10% übersteigen, erhöht die Barrieren für den Eigenheimkauf immer weiter.

Diese Hürden bilden oft die Grundlage der Wohnkultur eines Landes. In Deutschland sind nur 45% der Bürger Eigenheimbesitzer; unter den 30-39-jährigen, der typischen Altersgruppe für Erstkäufer, liegt der Anteil lediglich bei 25%. Neben den Herausforderungen, die der Kauf mit sich bringt, wird in Deutschland eine Kapitalertragsteuer in Höhe von 25% fällig, wenn man ein Haus innerhalb der ersten zehn Jahre nach dem Kauf wieder verkauft. Hier erwirbt man ein Haus oft fürs Leben, und nicht nur als Einstieg in die Welt der Eigenheimbesitzer. (Vgl Abbildung 1)

Länger Mieter zu bleiben kann oft gleichbedeutend sein mit weniger Kompromissen

Die Mietkontrolle macht es in Deutschland auch interessanter, Mieter zu sein. Die Mietverhältnisse bestehen über längere Zeit, und für Mieterhöhungen gelten strenge Regeln, was dem Mieter mehr Sicherheit bietet. Im Vergleich hierzu bieten in Märkten wie Spanien, den Niederlanden und Finnland, wo der Anteil der Eigenheimbesitzer jeweils über 70% liegt, niedrigere Kosten, Steueranreize für Hypothekenkredite und die Kultur jeweils kleine, aber dennoch nützliche Anreize, Eigenheimbesitzer zu werden. Dass das Durchschnittsalter eines Erstkäufer in Deutschland mit 34 Jahren fünf Jahre höher ist als in Finnland, braucht wohl gar nicht mehr erwähnt zu werden.

Auch die Einstellung zum Mieten hat sich im letzten Jahrzehnt geändert. Während zahlreiche Europäer immer noch den Eigenheimbesitz anstreben, bleiben viele auch gern für längere Zeit Mieter; insbesondere, wenn das besser zu ihrem Lebensstil passt. Wie erwartet ist es verlockender geworden, in einer gut vernetzten, professionell verwalteten Wohnung mit moderner Ausstattung zu

Abbildung 1

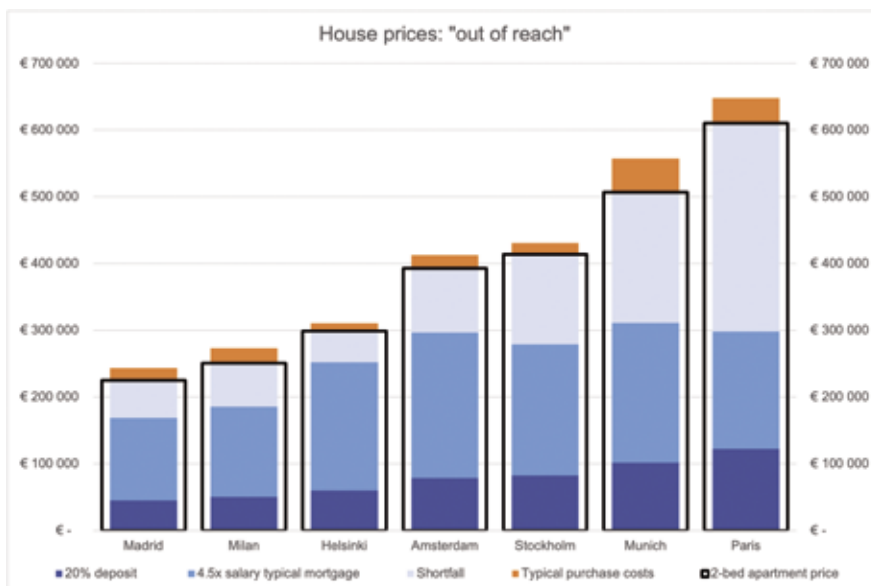


Abbildung 2 - Quelle M&G Real Estate



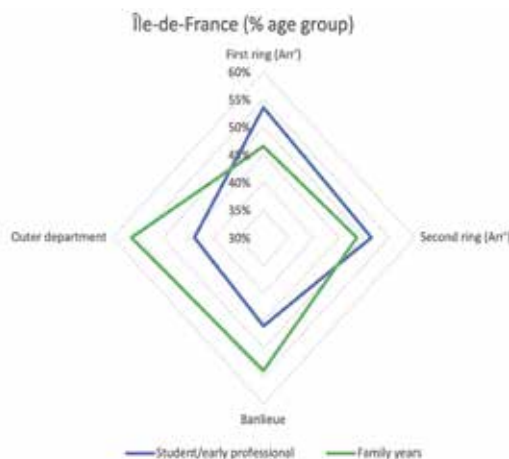
leben, als eine Wohnung von der Größe eines ‚Schuhkartons‘ mit Blick auf den Pariser Périphérique zu kaufen.

Der ‚Lebenszyklus‘ der Mieter ist in Europa relativ universell

Der Werdegang eines Mieters spiegelt im Allgemeinen wichtige Lebensabschnitte wider. Die meisten von uns verlassen das Elternhaus entweder, um zu studieren oder um ins Berufsleben einzusteigen. Diese beiden Untergruppen an Mietern weisen ähnliche Merkmale auf. Im Allgemeinen wollen sie zweierlei: Bildung und Kontakt zu Gleichgesinnten, entweder auf sozialer oder professioneller Ebene. In diesem Lebensabschnitt liegt der Schwerpunkt auf Nähe: man möchte möglichst nahe an der Universität, der Arbeit oder am Nachtleben wohnen. Später ändern sich unsere Bedürfnisse. Im weiteren Verlauf unseres Lebens gründen wir häufig eine Familie und legen Wert auf mehr Platz, Sicherheit und Schulen. Das Angebot an Kinderbetreuung und die lokale Gemeinschaft beginnen, unsere Wohnentscheidungen zu beeinflussen. (Vgl. Abbildung 2)

Demografische Trends zeigen das deutlich. Die Analyse der europäischen Hauptstädte zeigt, dass die Stadtviertel in unmittelbarer Nähe zu den Innenstädten ‚jung‘ sind und jünger werden. In Paris sind das 5. und das 11. Arrondissement – zwei Stadtteile, die direkt an das Zentrum grenzen – bei Studenten und jungen Erwerbstätigen am beliebtesten. Hier befindet sich eine der Pariser Universitäten, und die Stadtteile bieten viel Kultur, trendige Bars und Restaurants. Ein beträchtlicher Teil ihrer Einwohner besteht aus jungen Erwachsenen.

Abbildung 3



Dieser Anteil nimmt zu. In den Pariser Vororten findet man im Vergleich überwiegend Familien mit Kleinkindern. Diese Vororte sind grüner, weniger hektisch und die Wohnungen sind aufgrund ihrer Größe für Familien geeignet. Darüber hinaus gibt es dort zahlreiche Schulen. Diese Dynamik ist nicht typisch für Paris – sie wird vielmehr durch den von uns gewählten Lebensstil hervorgerufen, der sich mit zunehmendem Alter ändert. (Vgl. Abbildung 3)

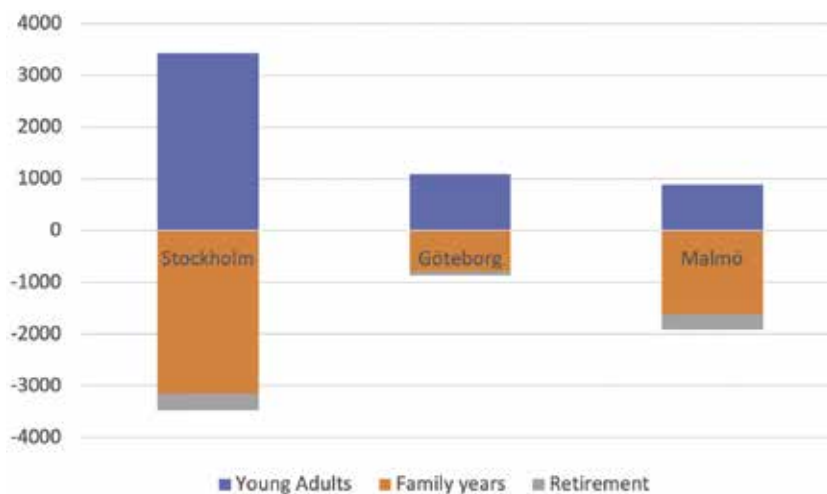
Durch Covid-19 hat sich der Kompromiss zwischen mehr Platz und Nähe noch beschleunigt

Bei den meisten Entscheidungen in Bezug auf die Wohnung kommt es typischerweise zu einem Kompromiss zwischen den Kosten für mehr Platz und der Nähe zur Arbeit, zur Gemeinschaft oder zum Bildungsangebot.

Aufgrund der geänderten Prioritäten wird der durchschnittliche Arbeitsweg länger, wenn die Menschen älter werden und Familien gründen. Wir sind allerdings davon überzeugt, dass durch COVID-19 bei diesem Kompromiss schneller eine entscheidende Wende eingetreten ist, für die die Möglichkeit ausschlaggebend war, flexibler arbeiten zu können. Das Pendeln zwischen Wohnort und Arbeitsplatz ist leichter zu ertragen, wenn es nicht jeden Tag nötig ist.

Das ist nicht unbedingt ein neuer Kompromiss. Jüngere Generationen und qualifizierte Zuwanderer sind weitgehend für das Wachstum der Stadtzentren im letzten Jahrzehnt verantwortlich. Sie konnten sogar die Abwanderung älterer Familien, die lieber in Vororten wohnen, wettmachen. In Schweden befinden sich einige der am schnellsten wachsenden Stadtzentren der Welt, aber dort sind auch zahlreiche Familien weggezogen. (Vgl. Abbildung 4)

Abbildung 4



Bei Familien stehen Vororte als Pendlerwohnorte auf der Wunschliste immer weiter oben

In Stockholm muss man länger als 10 Jahre auf eine Wohnung mit kontrollierter Miete warten, was die meisten Mieter zwingt, vorübergehend zur Untermiete zu wohnen und oft das Doppelte des geregelten Mietpreises zu zahlen. Darüber hinaus sind die Eigenheimpreise seit 2010 um 80% gestiegen, so dass Familien, die mehr Platz wünschen, kaum eine andere Wahl haben, als weiter außerhalb der Städte zu suchen. Das hat vor allem zur Folge, dass städtische Vororte für Pendler wie Sollentuna und Farsta jetzt auf der Wunschliste immer weiter oben stehen.

Umzüge wegen einer Änderung des Lebensstils haben in den meisten Städten die gleichen Gründe. Das verfügbare Einkommen ist seit der Krise im Jahr 2008 nicht im selben Maß gestiegen wie die Eigenheimpreise. Für diejenigen, die nicht aus der Stadt wegziehen wollen, wird es immer schwieriger, für weniger Geld mehr Wohnraum zu bekommen. Wer bereit ist, umzuziehen, kann im Durchschnitt monatlich überall 10% bis 40% Mietkosten sparen, wenn er bereit ist, einen Arbeitsweg von 30 Minuten in Kauf zu nehmen. Es ist keine große Überraschung, dass die Einwohnerzahl in Untermärkten wie Potsdam in Berlin oder Vantaa in Helsinki im letzten Jahrzehnt stark zugenommen hat. (Vgl. Abbildung 5)

Erschließungsqualität und Dichte beeinflussen die Wahl des neuen Wohnorts

Dichte und Erschließungsqualität einer Stadt können ausschlaggebend dafür sein, wo ein Mieter sich niederlässt. In Märkten mit hoher Dichte ist optimaler Wohnraum manchmal nur zu finden, wenn man einen wesentlich längeren Arbeitsweg akzeptiert. Während in Amsterdam Orte, die größere Wohnungen bieten, oft mit dem Fahrrad zu erreichen sind, streben in Barcelona – deren Stadtgebiet um fast 2.000 km² größer und deren Stadtzentrum dreimal so voll ist – viele in die ausgedehnten Teilmärkte der Stadt. Mataró und Sant Cugat in 20-30 km Entfernung vom Stadtzentrum sind beispielsweise beliebte Alternativen für diejenigen, die mehr Platz wünschen.

Der Anreiz muss aber auch größer sein, da es körperlich belastend ist, alle Kontakte abzubauen und umzuziehen. Für Investoren können sich so neue Gelegenheiten in weiterer Entfernung vom Stadtzentrum bieten, mit Schwerpunkt auf Wohnraum für größere Familien und der entsprechenden Ausstattung.

Wenn sich unsere Welt dahingehend wandelt, dass wir weniger Tage im Büro verbringen, könnte ein Trend zur allmählichen Entdichtung entstehen und die Nachfrage nach innerstädtischen Wohnungen könnte zurückgehen. Wir dürfen aber nicht vergessen, dass die meisten Menschen sehr gesellig sind. Sie genießen die

Energie des Stadtlebens, die Nähe von Theatern und Ausstellungen und die kulinarische Vielfalt, denn schließlich besteht das Leben nicht nur aus Arbeit.

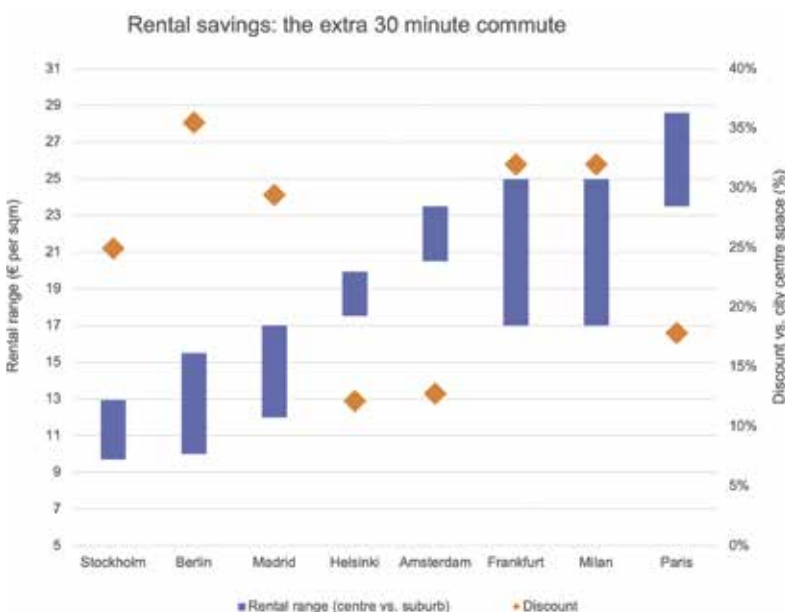
Städte verfügen auch über eine verblüffende Fähigkeit, sich zu regenerieren und neue Bewohner anzuziehen. Diejenigen, die in die Vororte ziehen, werden durch neue Generationen und neue Arbeitnehmer mit anderen Prioritäten ersetzt. In dieser Hinsicht befinden sich die Städte in einem ständigen Verjüngungsprozess und werden mit Sicherheit auch noch lange nach dem Ende der Pandemie relevant bleiben.

Ein Endprodukt, das von gemeinsamen Werten und kulturellen Nuancen definiert wird

Um eine erfolgreiche Anlagestrategie in den Wohnimmobiliensektoren zu entwickeln, ist es wichtig, Pendel- und Migrationsmuster zu verstehen. Das Mietverhalten basiert aber auf den Bedürfnissen der Verbraucher. Der Wohnraum – egal ob für Studenten, Berufstätige oder Rentner – ist nuancenreich und unterscheidet sich von einer Stadt zur anderen. Wie bei allen Verbraucherprodukten ist es wichtig, den Endnutzer zu kennen. Zu verstehen, wie unterschiedlich Kultur, die Nachfrage nach Dienstleistungen oder Energiestandards sein können, kann zu hoher Belegung und geringen Fluktuationskosten beitragen.

Natürlich verfügen die Europäer auch über viele gemeinsame Werte. Menschen streben von Natur aus nach denselben Dingen. Eine von M&G durchgeführte Umfrage zu den Vorlieben von Mietern zeigte, dass Helligkeit und Luftqualität bei der Wohnungssuche zu den wichtigsten Kriterien zählen. Lebensraum, der die körperliche und geistige Gesundheit fördert, steht bei unserem Lebensstil jetzt an erster Stelle. Während der Lockdowns wurde der Gemeinschaft eine größere Bedeutung beigemessen. Seit COVID-19 ist eine bleibende Verlagerung unseres Arbeitsverhaltens festzustellen, der nicht nur gewerblich vermietete Büroräume Rechnung tragen müssen. Eigentümer von Wohnimmobilien tragen ebenso große Verantwortung. Mieter von Wohnungen sind im Allgemeinen frei und ungebunden. Sollte die Lebensqualität nicht ihren Wünschen entsprechen, werden sie schnell wieder ausziehen.

Abbildung 5



Leistungen und Ausstattung müssen den Bedürfnissen der Mieter entsprechen

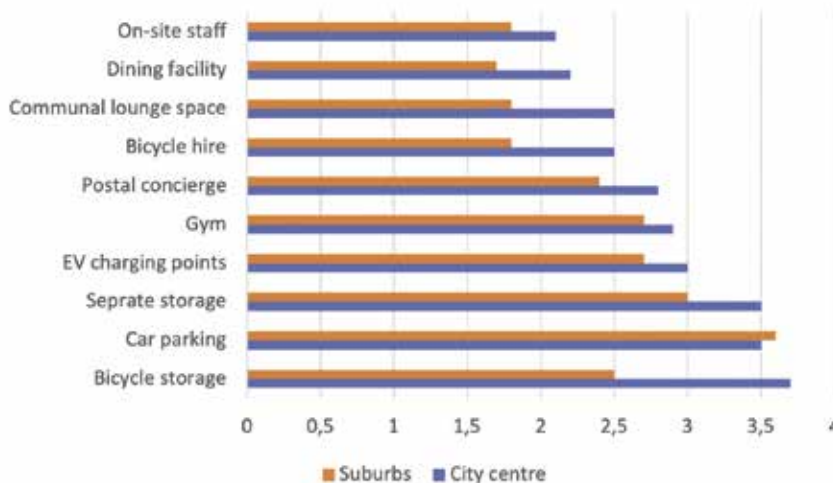
Zugang zu gemeinsamem oder persönlichem Außenraum kann für Mieter ein entscheidender Faktor sein. In dicht besiedelten Städten wie Mailand, Paris und Madrid kann ausreichend Balkonfläche oft ein Ausgleich für den Mangel an öffentlichem Grün sein. Bei Wohnraum in Vorstädten müssen Investoren erfinderischer sein. Private Gärten oder Dachflächen oder – innerhalb eines größeren Programms – ein städtischer Park können einen großen Unterschied machen.

Es kann auch die Aspekte der Gestaltung eines Programms beeinflussen, wie wir uns in unseren Städten fortbewegen. Der europäische Markt für Elektrofahrzeuge steht am Umsatz gemessen direkt hinter China an zweiter Stelle. Die Nachfrage der Verbraucher ändert sich, aber moderner Wohnraum muss dieser Tatsache Rechnung tragen. In Deutschland strebt man an, bis 2030 zehn Millionen Elektroautos auf die Straße zu bringen, was rund 20% aller Pkws entspräche. Ladestationen müssen bei der Konzipierung von Wohnprojekten aktiv berücksichtigt werden.

In kleineren Städten sind kürzere Wege und ‚grünere‘ Verkehrsmittel üblicher. Kopenhagen gilt als die fahrradfreundlichste Stadt der Welt. Im Jahr 2020 wurden dort etwa 62% der Arbeitswege mit dem Fahrrad zurückgelegt. Man findet sowohl Studenten mit Mietfahrrädern als auch Familien mit Lastenfahrrädern und Senioren mit E-Bikes. Unzureichende Abstellmöglichkeiten für Fahrräder im Innenraum – in unserer Umfrage die gefragteste Ausstattung – oder nicht genug Abstell- und Mietmöglichkeiten für Fahrräder könnten Vermietern teuer zu stehen kommen. (Vgl. Abbildung 6)

Je nach Kultur und Klima kann Wohnraum in Europa auch durch spezifischere Merkmale attraktiv werden. Diese reichen von kostengünstigen Einrichtungen bis zu anspruchsvolleren Angeboten. So können in nordischen Ländern elektrische Heizungsanschlüsse angeboten werden, um das Einfrieren von Fahrzeugmotoren zu verhindern, oder eingebaute private Saunas. Wichtig ist auch, zu verstehen, wie unterschiedlich die Bedürfnisse beim Home Office sein können. In Italien und Schweden ist der Anteil an flexiblem Arbeiten jeweils am niedrigsten bzw. höchsten. Unterschiedliche

Abbildung 6



Kulturen können auch zu unterschiedlichem Mieterverhalten führen. In Deutschland ist es nicht ungewöhnlich, dass man beim Umzug die ganze Küche einschließlich Spüle und allem Zubehör mitnimmt, da es üblicher ist, bis in ein höheres Alter Mieter zu bleiben. Diese Unterschiede müssen Eigentümer berücksichtigen. Es geht letztendlich nicht darum, über die ‚beste‘ Ausstattung zu verfügen, sondern diese optimal an die Bedürfnisse der Mieter, den Ort und Preis anzupassen.

Bei der Wahl von Mietobjekten spielt Nachhaltigkeit eine immer größere Rolle

In der Vergangenheit war es für durchschnittliche Mieter nicht immer prioritär, wie und wie viel Energie verbraucht wurde. Diese Haltung dürfte sich aber in den 2020er Jahren stark ändern. Der größte Katalysator für Veränderung in der Welt eines Verbrauchers sind die Kosten. Wer mehr von zu Hause aus arbeitet verbraucht mehr Strom und schaltet häufiger seine Heizung und Klimaanlage ein. Seit Beginn der COVID-19-Pandemie sind die Energierechnungen der Haushalte im Durchschnitt bereits um ein Drittel gestiegen und dürften in den kalten Wintermonaten weiter in die Höhe gehen. Entsprechend wird die Nachfrage nach Effizienz in unseren Wohnungen zwangsläufig zunehmen, um zur Senkung dieser Kosten beizutragen. Darüber hinaus haben sich die jüngeren Generationen an bestimmte Standards gewöhnt. Nachhaltigkeit ist fester Bestandteil ihres Vokabulars. In einem Jahrzehnt wird es diese Bevölkerungsgruppe sein, der die Investoren in erster Linie gerecht werden müssen.

In vielen Märkten werden entsprechende Änderungen stärker als durch die Verbraucher durch Regulierungsmaßnahmen der Regierungen bewirkt. Städte werden auch aus eigenem Antrieb umweltfreundlich. Helsinki strebt bis 2035 CO₂-Neutralität an. Ein zentrales Element dieses Plans ist energieeffizienter Wohnraum. Heizsysteme auf der Basis von Solarpanels oder Geothermie für neu gebaute Studentenwohnungen und Mehrfamilienhäuser stehen kurz davor, zur Norm zu werden. Helsinki ist hier nicht allein. Die EU strebt bis 2030 100 CO₂-neutrale Städte an. Um das zu erreichen, muss der Wohnungsbestand in Europa schnell aufgerüstet werden.

Die Institutionen sind gut aufgestellt, um die Innovation voranzutreiben

Sowohl in den Innenstädten als auch in von Pendlern bewohnten Vororten werden dringend bezahlbare Wohnungen von besserer Qualität gebraucht, um die Anforderungen in jedem Lebensabschnitt zu erfüllen. Das Potenzial im Wohnimmobiliensektor zu erschließen ist allerdings mit Herausforderungen verbunden. Um Wohnraum von guter Qualität zu schaffen, der auf die zukünftige Nachfrage zugeschnitten ist, ist es wesentlich, die Mieter – ihren optimalen Lebensstil, ihre Fortbewegungsweise in Städten und die für ihre Entscheidungen ausschlaggebenden Punkte – zu kennen.

ESG & Netto-Null-Emissionen in Private-Debt-Portfolios



Rafael Torres
Co-Head Private Debt Pan Europe

Muzinich & Co.

Umwelt-, Sozial- und Governance-Themen stehen im Mittelpunkt des Interesses der Gesellschaft, der politischen Entscheidungsträger und zunehmend auch der Vermögensverwalter als Anbieter von Investitionslösungen. Die Umsetzung der EU-Verordnung über die Offenlegung nachhaltiger Finanzierungen (SFDR) hat diesem Trend in den öffentlichen Märkten weiteren Auftrieb gegeben. Doch wie gehen private Märkte und Kreditgeber mit ESG-Faktoren um? Mit welchen besonderen Herausforderungen sind sie konfrontiert? In diesem Artikel wird erörtert, wie wir ESG-Faktoren in unsere privaten Kreditportfolios einbeziehen können.

Private Debt – ESG steht fest auf der Tagesordnung

Im Gegensatz zu Aktionären, die über Stimmrechte und Verwaltungsräte Einfluss auf Unternehmen nehmen können, können private Kapitalgeber keinen solchen direkten Einfluss ausüben. Die Covid-19-Pandemie hat die Aufmerksamkeit auf ESG-Themen gelenkt, von der Vergütung von Führungskräften bis zum Wohlergehen der Mitarbeitenden, und hat einen Wendepunkt für private Kreditgeber und deren Herangehensweise an ESG geschaffen. Letztlich glauben wir, dass dies ein weiterer Anstoss für private Kreditstrategien sein wird, mehr Bewusstsein für ESG zu entwickeln und potenziell nachhaltiger zu werden.

Betrachten wir die kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), d.h. die Unternehmen mit einem EBITDA zwischen EUR 5 und 25 Mio. Sie sind von zentraler Bedeutung für

die wirtschaftliche Wertschöpfung in den Volkswirtschaften, da sie Beschäftigung und Mehrwert schaffen und zur Innovation beitragen. In den Volkswirtschaften der OECD machen sie 50 bis 70% der Wertschöpfung aus, in den Schwellenländern beispielsweise tragen sie durchschnittlich 33% zum Bruttoinlandsprodukt bei.¹

Wir sind der Meinung, dass dieses Marktsegment aus der Sicht der Kreditvergabe schlecht bedient wird und eine Vielzahl an Möglichkeiten bietet. Privatinvestoren, die vor Ort präsent sind und über umfassende und lokale Fähigkeiten zur fundamentalen Kreditanalyse verfügen, die die Kultur, die Sprache und das Rechtssystem verstehen und gute Beziehungen zur Gewährleistung erfolgreicher Geschäftsanbahnungen aufgebaut haben, können sich aktiv mit diesen Kreditnehmern auseinandersetzen und dabei helfen, flexible Finanzierungsösungen anzubieten.

Eine sehr enge Zusammenarbeit mit den Kreditnehmern in diesem Segment ermöglicht die bedarfsgerechte Anpassung von Strukturen und Fonds, aber auch von ESG-Faktoren. So können beispielsweise einige Anreize in die Kreditbedingungen eingebaut werden, so dass die Kreditnehmer über Margen-Anpassungsklauseln echte finanzielle Anreize erhalten, um vorher festgelegte ESG-Ziele wie die Reduzierung von Kohlenstoffemissionen zu erreichen. Trotz des fehlenden Rückgriffs auf Eigenkapital haben Private-Debt-Investoren als Kapitalgeber die Möglichkeit, mit den Unternehmen, in die sie investieren, in Kontakt zu treten, um deren ESG-Management zu beeinflussen.

Die Wichtigkeit von Engagement

In privaten Märkten ist die Dynamik des Engagements anders als in den öffentlichen Märkten. Private Kreditgeber sind in der Regel "Buy and Hold"-Investoren. Die Einbindung von Kreditnehmern kann auf sehr unterschiedlichen Ebenen erfolgen. Dabei sollten wir das Interesse von KMU an einem Beitrag privater Investoren zu ESG- oder Klimafragen nicht unterschätzen. Ein weiterer Faktor, bei dem Investoren eine wichtige Rolle spielen können, ist die Interessenvertretung der verschiedenen Marktteilnehmer: Rechtsberater, Private-Equity-Sponsoren, Dealvermittler und andere Marktteilnehmer. Indem wir diese Organisationen zusammen mit unseren Kollegen in Gruppen wie der European Leveraged Finance Association² einbinden, können wir uns für bessere ESG-Offenlegungen einsetzen, so dass diese nicht mehr als "Nice-to-have", sondern als Markterwartung gelten.

ESG-Daten und -Ratings in Private Debt

Eine Umfrage der Alternative Investment Management Association (AIMA) zeigt, inwieweit ESG-Faktoren bei der privaten Kreditvergabe berücksichtigt werden.

Einer der offensichtlichsten Gegensätze zwischen öffentlichen und privaten Märkten, wenn es um verantwortungsbewusstes oder nachhaltiges Investieren geht, ist der Mangel an öffentlichen ESG-Daten von kleineren Privatunternehmen. Zwar haben viele Private-Equity- und Fremdkapitalinvestoren konzentrierte Anstrengungen unternommen, um die Offenlegung von ESG-Daten privater Unternehmen zu verbessern. Wir erwarten jedoch keine dramatischen Veränderungen in diesem Prozess, da die allgemeinen Erwartungen an die Offenlegung bei börsenkotierten Unternehmen immer deutlich höher sein werden. Infolgedessen sind wir stärker auf eine sorgfältige Due-Diligence-Prüfung angewiesen, um kreditrelevante ESG-Informationen von den Kreditnehmern (und zunehmend auch direkt von den Private-Equity-Sponsoren) zu erhalten, die uns als Grundlage für unsere Due-Diligence-Prüfung und die laufende Überwachung der Kreditnehmer dienen.

Daher ist es für Private-Debt-Investoren von **DD**

entscheidender Bedeutung, dass sie direkt mit den Kreditnehmern in Kontakt treten und sich mit ihnen austauschen können. Obwohl die von uns gesammelten Informationen im Vergleich zu börsenkotierten Unternehmen tendenziell weniger standardisiert sind, versuchen wir dennoch, diese mit einer subjektiveren eigenen ESG-Scorecard zu ergänzen, die in den Diskussionen unseres Investitionsausschusses berücksichtigt wird.

Die Einbeziehung von ESG-Faktoren in die Portfolioanalyse von Private Debt kann auf verschiedenen Ebenen erfolgen. Eine erste Ebene konzentriert sich auf branchen- und normenbasierte Ausschlüsse. Unternehmen, die in schwerwiegende Menschenrechtsverletzungen, Arbeitsrechte, Umweltschäden, Versäumnisse bei der Unternehmensintegrität (Korruption) verwickelt sind, sowie Unternehmen aus bestimmten Branchen (umstrittene Waffen, Tabak, thermische Kohle und andere fossile Brennstoffe) werden in der Regel ausgeschlossen. Eine zweite Phase findet während der Due-Diligence-Prüfung statt. In dieser Phase liegt der Schwerpunkt für private Kreditgeber auf einer soliden Unternehmensführung. Die Robustheit der internen Kontrollen einer potenziellen Investition sowie die Stärke der Berichtsfunktion sind in dieser Phase von zentraler Bedeutung. Bei gesponserten Geschäften kann der Private-Equity-Sponsor zusätzliche Führungs-Disziplin und ESG-Expertise einbringen. In der letzten Phase liegt der Schwerpunkt auf der laufenden Überwachung und Bericht-

erstattung an die Investoren sowie auf der kontinuierlichen Auseinandersetzung mit dem Kreditnehmer über wesentliche ESG-Risiken und -Chancen.

Als Teil des Due-Diligence-Prozesses kann die Entwicklung von Scoring-Systemen dazu beitragen, die derzeit bestehende Datenlücke zu schliessen. Das Scoring-System verfolgt ein dreifaches Ziel:

- Bewertung des ESG-Profiles von Zielunternehmen und tatsächlichen Beteiligungen
- Verbesserung des Investitionsprozesses durch systematische Berücksichtigung einer Reihe von ESG-Standardkriterien bei der Due-Diligence-Prüfung und der laufenden Überwachung der Portfoliounternehmen
- Jährliche ESG-Berichterstattung an die Anleger auf der Grundlage einheitlicher ESG-Kennzahlen

Bevor wir mit dem ESG-Scoring beginnen, bewerten wir alle relevanten Branchen- oder Produktausschlusskriterien (z. B. Tabakproduktion). Nach dieser ersten Bewertung werden weitere zehn gleich gewichtete ESG-Kriterien auf einer Skala bewertet. Null ist die schlechteste und fünf die beste Bewertung, so dass ein Gesamtergebnis von 50/50 die höchste verfügbare Punktzahl wäre. Zu den ESG-Bewertungskriterien gehören:

- Eine einzige Punktzahl für die ESG-Bonität des Private-Equity-Sponsors oder des wirtschaftlichen Eigentümers des Kreditnehmers,

- Drei Punkte für Umweltfaktoren, darunter: Klimawandel, Nutzung natürlicher Ressourcen und Umweltzerstörung,
- Drei Punkte für soziale Faktoren, darunter: Engagement und Wohlergehen der Mitarbeiter; Stakeholder sowie Vielfalt und Integration,
- Drei Punkte für Governance-Faktoren, darunter: ESG-Management, Transparenz und Rechenschaftspflicht, Bekämpfung von Bestechung und Korruption sowie Risikomanagement.

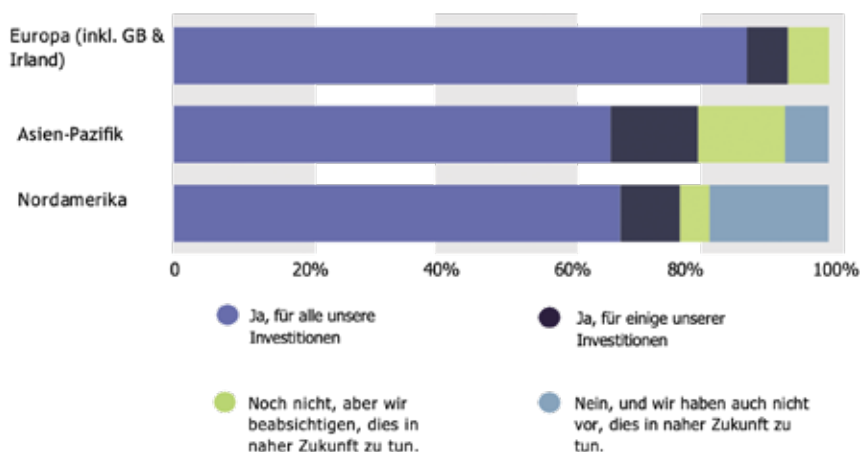
Netto-Null-Emission – Wichtige Überlegungen für Private Debt

Die Minderung der schlimmsten Risiken des Klimawandels ist eine äusserst ehrgeizige Aufgabe, die tatsächliche Massnahmen auf allen Ebenen der Gesellschaft, der politischen Entscheidungsträger und der Finanzmarktteilnehmer erfordert. Dies ist eine generationenübergreifende Herausforderung, die nicht von heute auf morgen verschwinden wird. Wie können sich also Private-Debt-Investoren vorbereiten? Welche Herausforderungen gibt es und welche Chancen bieten sich?

Es mag nicht überraschen, dass der Beitrag der KMU zu den weltweiten Treibhausgasemissionen im Vergleich zu den grössten Unternehmen der Welt sehr gering ist, wenn man bedenkt, wie sehr sich die Emissionen auf eine relativ kleine Zahl von Unternehmen verteilen.³ Betrachtet man die wichtigsten Sektoren, die diese Unternehmen vertreten, so konzentrieren sie sich auf die Bereiche Gesundheitswesen, Technologie, Dienstleistungen, Essen und Trinken. Gleichzeitig sind die Sektoren, die als starke Verursacher von Emissionen gelten, wie Energie, Versorgungsunternehmen oder Kraftfahrzeuge, vergleichsweise klein.

Obwohl wir der Meinung sind, dass die Kohlenstoffintensität privater Marktinvestitionen im Vergleich zu öffentlichen Emissionen absolut und relativ gesehen vernachlässigbar ist, glauben wir dennoch, dass die Bekämpfung von Kohlenstoffemissionen und die Suche nach Lösungen zur Behebung der Klimakrise für jeden Private-Debt-Investor aus zwei wesentlichen Gründen wichtig sind. Erstens stellen die mit dem Klimawandel verbundenen physischen und vorübergehenden

Inwieweit werden ESG-Faktoren bei der privaten Kreditvergabe berücksichtigt werden



Quelle: Report der Alternative Investment Management Association (AIMA) – Finanzierung der Wirtschaft 2021 – ESG und Privatkredite, November 2021. Nur zu Illustrationszwecken. Basierend auf einer Umfrage unter 57 privaten Kreditmanagern und -investoren, die schätzungsweise USD 600 Mrd. an privaten Kreditvermögenswerten verwalten.

den Risiken eine sehr reale Gefahr für den Wert der investierbaren Vermögenswerte dar. Zweitens konzentrieren sich sowohl institutionelle als auch Kleinanleger zunehmend auf dieses Thema und fordern von ihren Vermögensverwaltern mehr Massnahmen. Während die relative Kohlenstoffreduzierung ein offensichtlicher Ausgangspunkt für jede klimabewusste Strategie ist, sollte das ultimative Ziel hier die "Anpassung an Paris" sein. Das heisst sicherzustellen, dass sich die Unternehmen, in die wir investieren, auf einem stetigen Weg zu Netto-Null-Emissionen bis spätestens 2050 befinden, sowie zu gewährleisten, dass die Temperaturen im Einklang mit dem Ziel des Pariser Abkommens deutlich unter zwei Grad Celsius gehalten werden.

Auch hier sind die Offenlegung von Daten und ein gutes Verständnis der Problematik die wichtigsten Herausforderungen. Die Messung des CO₂-Fussabdrucks eines Unternehmens erfordert die Analyse einer Reihe von Metriken. Das ist im Falle von KMU oft nur begrenzt oder aufgrund der Verfügbarkeit von Ressourcen und Fachwissen innerhalb des Unternehmens nicht möglich. Bei den

meisten Unternehmen sind wir immer noch eher auf Modellrechnungen als auf geprüfte Daten angewiesen. Unserer Ansicht nach gibt es jedoch auch Chancen. Private-Debt-Investoren können mit den Portfoliounternehmen zusammenarbeiten und sie durch Schulungen dabei unterstützen, klare Pläne, eine angemessene Unternehmensführung und realistische Geschäftsziele aufzustellen, um Klimaüberlegungen in ihre strategischen Pläne einzubauen.

Der Wandel wird kommen. Als engagierte Investoren sollten wir unsere Rolle spielen und die Portfoliounternehmen unterstützen.

Dieses Material ist nicht als Prognose, Research oder Anlageberatung zu verstehen und stellt keine Empfehlung, kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder zur Anwendung einer Anlagestrategie dar. Die von Muzinich & Co. geäusserten Meinungen entsprechen dem Stand vom März 2022 und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. ■

Quellen:

OECD, Treffen des OECD-Rates im Juni 2017.

² Muzinich ist Gründungsmitglied der European Leveraged Finance Association, einer 2018 gegründeten Investorenorganisation zur Förderung von Best Practices für Offenlegung und Transparenz auf den Märkten für Leveraged Finance. Für weitere Informationen siehe <https://elfainvestors.com/>

³ Ekwurzel, B., Boneham, J., Dalton, M.W. et al. Der Anstieg des globalen atmosphärischen CO₂, der Oberflächentemperatur und des Meeresspiegels durch Emissionen, die auf wichtige Kohlenstoffproduzenten zurückzuführen sind. *Climatic Change* 144, 579-590 (2017). Nur 90 Unternehmen auf der ganzen Welt waren von 1880 bis 2010 für fast zwei Drittel der Treibhausgasemissionen (THG) verantwortlich. <https://doi.org/10.1007/s10584-017-1978-0>

Wichtige Informationen - Nur für professionelle Kunden und qualifizierte Anleger.

"Muzinich & Co.", "Muzinich" und/oder die "Firma", auf die hier Bezug genommen wird, ist definiert als Muzinich & Co. Inc. und ihre Tochtergesellschaften. Dieses Material wurde ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt und die hierin enthaltenen Ansichten sind nicht als Anlageberatung zu verstehen. Die Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ohne Hinweis oder Benachrichtigung ändern. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie nicht als einziger Faktor berücksichtigt werden. Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert, und Anleger erhalten möglicherweise nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Die Wechselkurse können dazu führen, dass der Wert der Anlagen steigt oder fällt. Schwelenländer können aus verschiedenen Gründen risikoreicher sein als entwickelte Märkte, u.a. wegen erhöhter politischer, sozialer und wirtschaftlicher Instabilität, erhöhter Preisvolatilität und geringerer Marktliquidität.

Alternative Anlagen können spekulativ sein und sind nicht für alle Anleger geeignet. Investitionen in alternative Anlagen sind nur für erfahrene und versierte Anleger gedacht, die bereit und in der Lage sind, die mit einer solchen Anlage verbundenen hohen wirtschaftlichen Risiken zu tragen. Anleger sollten mögliche Risiken sorgfältig prüfen und abwägen, bevor sie investieren. Zu diesen Risiken gehören unter anderem: (a) Verlust der gesamten Anlage oder eines wesentlichen Teils davon; (b) mangelnde Liquidität, da es möglicherweise keinen Sekundärmarkt für Anteile an dem Fonds gibt und sich vor einem Börsengang voraussichtlich auch keiner entwickeln wird; (c) Volatilität der Renditen; (d) Beschränkungen bei der Übertragung von Anteilen; und (e) potenzieller Mangel an Diversifizierung und daraus resultierendes höheres Risiko aufgrund der Konzentration in einem oder mehreren Sektoren, Branchen, Ländern oder Regionen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Forschungsergebnisse wurden von Muzinich für eigene Zwecke eingeholt und können von Muzinich verwendet werden. Die Ergebnisse dieser Untersuchungen werden zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und es wird keine Gewähr für ihre Richtigkeit übernommen. Meinungen und Aussagen zu Finanzmarktrends, die auf Marktbedingungen beruhen, stellen unsere Einschätzung dar; und diese Einschätzung kann sich als falsch erweisen. Die geäusserten Ansichten und Meinungen sind nicht als Kauf- oder Verkaufsangebot oder als Aufforderung zu einer Anlagetätigkeit zu verstehen, sondern dienen ausschliesslich Informationszwecken.

Dieses Diskussionsmaterial enthält zukunftsgerichtete Aussagen, die aktuelle Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Aktivitäten und der zukünftigen Performance des Fonds wiedergeben. Darüber hinaus übernimmt niemand die Verpflichtung, solche zukunftsgerichteten Aussagen zu revidieren, um Ereignisse oder Umstände nach dem Datum dieses Dokuments oder das Eintreten unvorhergesehener Ereignisse zu berücksichtigen. Muzinich gibt keine Zusicherungen oder Garantien (weder ausdrücklich noch stillschweigend) in Bezug auf die hierin enthaltenen Informationen (einschliesslich, ohne Einschränkung, der von Dritten erhaltenen Informationen) und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung auf der Grundlage oder in Bezug auf die in diesen Materialien enthaltenen Informationen oder auf Fehler, die in diesen Materialien nicht enthalten sind, oder auf der Grundlage oder in Bezug auf die Verwendung dieser Materialien durch den Empfänger (oder die Verwendung durch eines seiner verbundenen Unternehmen oder Vertreter oder eine andere Person) oder auf der Grundlage sonstiger schriftlicher oder mündlicher Mitteilungen ab, die dem Empfänger oder einem seiner verbundenen Unternehmen oder Vertreter im Rahmen seiner Bewertung von Muzinich übermittelt wurden.

NZAMI: Im Jahr 2021 wurde Muzinich & Co. zusammen mit seinen Tochtergesellschaften ein Unterzeichner der Net Zero Asset Managers Initiative. Diese Initiative umfasst eine internationale Gruppe von Vermögensverwaltern, die sich verpflichtet haben, das Ziel von Netto-Null-Treibhausgasemissionen bis 2050 oder früher zu unterstützen, in Übereinstimmung mit den globalen Bemühungen, die Erwärmung auf 1,5 Grad Celsius zu begrenzen, und Investitionen zu unterstützen, die auf Netto-Null-Emissionen bis 2050 oder früher ausgerichtet sind. Mit der Unterzeichnung dieser Initiative verpflichtet sich Muzinich, rollierende Fünf-Jahres-Ziele für die Dekarbonisierung unserer Anlageportfolios im Vergleich zu einem festgelegten Basisjahr zu veröffentlichen und den Prozentsatz unserer verwalteten Vermögenswerte offenzulegen, für den das Dekarbonisierungsziel gilt. Die Initiative wird von einer Gruppe von sechs Anlegernetzwerken geleitet, die sich auf Klimamassnahmen und nachhaltige Finanzen konzentrieren.

Ausgegeben in der Europäischen Union von Muzinich & Co. (Ireland) Limited, die von der Central Bank of Ireland zugelassen ist und reguliert wird. Eingetragen in Irland, Unternehmensregistrierung Nr. 307511. Eingetragene Anschrift: 32 Molesworth Street, Dublin 2, D02 Y512, Irland. Ausgestellt in der Schweiz von Muzinich & Co. (Schweiz) AG. Eingetragen in der Schweiz unter der Nr. CHE-389.422.108. Eingetragene Adresse: Tödistrasse 5, 8002 Zürich, Schweiz. Ausgestellt in Singapur und Hongkong von Muzinich & Co. (Singapore) Pte. Limited, die von der Monetary Authority of Singapore lizenziert und reguliert ist. Registriert in Singapur unter der Nr. 201624477K. Eingetragene Adresse: 6 Battery Road, #26-05, Singapur; 049909. In allen anderen Gerichtsbarkeiten (mit Ausnahme der USA) herausgegeben von Muzinich & Co. Limited, die von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und reguliert wird. Eingetragen in England und Wales unter der Nr. 3852444. Eingetragene Adresse: 8 Hanover Street, London W1S 1YQ, Vereinigtes Königreich. Aktenzeichen: 2022-03-23-8279

Private Equity hilft beim Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft



Pierre Stadler
Head of Thematics - Private Equity

Pictet Alternative Advisors

Die Kapitalallokation ist ein Motor für Veränderungen. Private Equity steht in direktem Zusammenhang mit einer Anlagepolitik, die sich den Zielen des Pariser Abkommens verpflichtet. Welche strategische Allokation sollten Anleger bevorzugen? Ist Private Equity eine spekulative Anlage? Welche Erträge kann man von einer Private-Equity-Allokation erwarten? Welche Wirtschaftssektoren verfügen über Wachstumspotenzial?

Warum dürfte Private Equity börsennotierte Aktien übertreffen?

Private Equity („PE“) hat sich mittlerweile als wichtige und reife Anlageklasse etabliert und ist zu einem immer zentraleren Bestandteil der Asset-Allokation institutioneller wie privater Anleger avanciert. Die Anlage in privaten Unternehmen ist mit einer Vielzahl von Vorteilen verbunden. In diesem Beitrag möchten wir einige Hypothesen über die wichtigsten Treiber der Outperformance von Private Equity nennen, einen Überblick über die von einem diversifizierten Private-Equity-Portfolio zu erwartenden Erträge geben und ein Rahmenwerk für den Portfolioaufbau vorschlagen. Da immer mehr Anleger bei der Zusammenstellung ihrer Portfolios sowohl finanzielle als auch nichtfinanzielle Ziele berücksichtigen, gehen wir nachfolgend auf das sich abzeichnende Thema der Anlage in Fonds und Unternehmen mit Fokus auf das Erreichen von Umweltzielen ein, wobei die Auswirkungen im Rahmen der „Planetary Boundaries“ beurteilt werden.

Anlagen in Private Equity sind mit Investitionen in die Realwirtschaft gleichzusetzen, denn sie lenken Kapital in Unternehmen und zu deren Gründern. Der Schwerpunkt dieses Beitrags soll auf der Beziehung zwischen einem Private-Equity-Investor (d. h. dem Manager eines Private-Equity- oder Venture-Capital-Fonds) und den zugrunde liegenden Anlageunternehmen (d. h. den „Portfoliounternehmen“) liegen. Im Mittelpunkt des Private-Equity-Anlagemodells steht die Beziehung zwischen einem Fondsmanager als „Principal“ und einem Unternehmensmanager als „Agent“. Private Equity zeichnet sich aus verschiedenen Gründen durch eine bessere Abstimmung der Interessen der einzelnen Anspruchsgruppen aus. Als Mehrheits- oder bedeutende Minderheitseigentümer von Unternehmen sind Private-Equity-Anleger meist unmittelbar an der Gestaltung der Unternehmen und deren Managementteams beteiligt und unterstützen deren Tätigkeiten durch zusätzliche strategische und operative Beratung. Dies ist nur durch eine vollständige Kontrolle über oder einen wesentlichen Einfluss auf den Verwaltungsrat eines Unternehmens möglich. Beispiele hierfür sind die Möglichkeit, leistungsschwache Managementteams rasch zu ersetzen oder zu ergänzen, sowie Vorstandsmitglieder zu ernennen, die in der Regel über einschlägige Branchenerfahrung und ein entsprechendes Netzwerk verfügen und so für Mehrwert sorgen können, und die Freiheit, sich nicht mit Störungen durch Minderheitsaktionäre oder dem Druck aktivistischer Anleger auseinandersetzen zu müssen. Private Unternehmen, die von professionellen privaten Investoren gehalten werden, sind überdies immun gegen

die übermässig strengen regulatorischen Anforderungen an den öffentlichen Märkten, die vor allem dem Schutz von Kleinanlegern dienen.

Manager von Private-Equity-Fonds sind ausserdem in der Lage, signifikante Synergien über ihre Portfolios hinweg zu erzielen, und eine wachsende Zahl an Fondsmanagern spezialisiert sich auf bestimmte Sektoren, in denen sie das meiste Expertenwissen gesammelt haben.

Ein weiterer Treiber der besseren Interessenabstimmung sind die längeren Anlagehorizonte von Private-Equity-Investoren. Private Investoren, insbesondere Manager von Venture Capital Fonds, können verlustbringende Unternehmen über mehrere Jahre hinweg unterstützen und es ihnen so ermöglichen, sich auf die Produkt- und Dienstleistungs-Entwicklung zu konzentrieren, was ein höheres Mass an Innovationen zur Folge hat. Unternehmen im Besitz von Private-Equity-Anlegern können sich für die Umsetzung ihrer strategischen Vorhaben mehr Zeit nehmen, da sie sich nicht demselben Druck durch Stakeholder gegenübersehen, die vierteljährlichen Gewinnprognosen zu erfüllen und zu übertreffen.

Darüber hinaus stellen auch die spezifischen Anreizmechanismen von Private Equity einen zusätzlichen Treiber der Outperformance gegenüber börsennotierten Aktien dar. Fondsmanager und die Managementteams ihrer Portfoliounternehmen werden hauptsächlich bei Eintreten eines erfolgreichen Liquiditätsereignisses vergütet, soll heissen, wenn ein Portfoliounternehmen veräussert wird oder an die Börse geht. Einem Liquiditätsereignis geht in der Regel eine umfassende Due-Diligence-Prüfung durch den Käufer sowie ein kompetitiver Auktionsprozess voraus, die eine gewisse Garantie bezüglich des fundamentalen Werts des zu übertragenden Unternehmens bieten. Diese Art von Performance Fee (oder „Carried Interest“) gewährleistet, dass die langfristige fundamentale Wertschöpfung vergütet wird. Es kann ebenfalls davon ausgegangen werden, dass die Anreizmechanismen bei Private Equity talentiertere Managementteams anziehen. Manager und Gründer von Unternehmen, die sich in Besitz von Private-Equity-Investoren befinden, werden in der Regel an den Erlösen aus einer erfolgreichen Veräusserung beteiligt, oft in Form umfangreicher Aktienpakete.

Schneiden Private-Equity-Unternehmen besser ab als vergleichbare börsennotierte Firmen?

Bei den meisten alternativen Anlageklassen werden spezifische Instrumente für die Performancemessung benötigt. Private Equity stellt hier keine Ausnahme dar; am häufigsten werden die drei nachstehend genannten Performanceindikatoren verwendet. Das Verhältnis von Gesamtwert zum eingezahlten Kapital (Total Value to Paid-In, TVPI) ergibt sich aus der Summe der erhaltenen Ausschüttungen und dem Restwert einer Anlage, geteilt durch das investierte Kapital. Das Verhältnis von ausgeschüttetem zu eingezahltem Kapital (Distributed to Paid-In, DPI) misst das „Realisierungsniveau“ einer Anlage, indem die Ausschüttungen dem investierten Kapital gegenübergestellt werden. Die DPI Ratio gibt an, wie weit unter oder über der Rückzahlung (DPI = 1,0x) eine bestimmte Private-Equity-Anlage derzeit liegt. Schliesslich eignet sich der interne Zinsfuss (Internal Rate of Return, IRR) als geldgewichtete Performance-Kennzahl am besten für Private-Equity-Anlagen, da der Zeitpunkt und die Höhe der Cashflows bei der Beurteilung der Performance eines Fondsmanagers berücksichtigt werden müssen.

Um die Erträge von Anlagen in Private-Equity-Fonds mit jenen traditioneller Anlagen vergleichen zu können, mussten schon immer auf einer der beiden Seiten Anpassun-

gen an den Instrumenten zur Messung der Anlageklassenperformance vorgenommen werden. Als Folge müssen bei diesen Vergleichen zahlreiche Hypothesen angestellt werden, weshalb sämtliche Performancevergleiche zwischen privaten und öffentlichen Anlagen kritisch hinterfragt werden können. Einer dieser Ansätze ist die Public-Market-Equivalent-Methode („PME“-Methode). Sie bietet mehrere Vorteile und wird trotz ihrer Einschränkungen allgemein von Branchenexperten anerkannt. Da Anleger von Private-Equity-Fonds den Zeitpunkt der Cashflows (Kapitalabrufe und Ausschüttungen) nicht kontrollieren können, wird grundsätzlich so vorgegangen, dass diese Cashflows bei einem vergleichbaren Börsenindex nachgebildet werden, um identische Ein- und Ausstiegspunkte als Ausgangsbasis zu haben. Dies bedeutet, dass für jeden Kapitalabruf/jede Ausschüttung im Rahmen von Private-Equity-Anlagen eine entsprechende Zahl an Aktien des Börsenindex anteilig erworben oder veräussert wird. Diese Methode ermöglicht eine IRR-Berechnung für alle Cashflows, die dann als gemeinsame Grundlage für den Performancevergleich zwischen privaten und öffentlichen Indizes dienen kann.

Wendet man die PME-Methode auf die langfristigen Medianerträge von Private-Equity-Anlagen an, ist eine anhaltende und langfristige Outperformance der Anlageklasse ersichtlich. Das Private-Equity-Portfolio übertrifft vergleichbare öffentliche Anlagen in jedem der nachfolgend dargestellten Jahre. Die Jahre

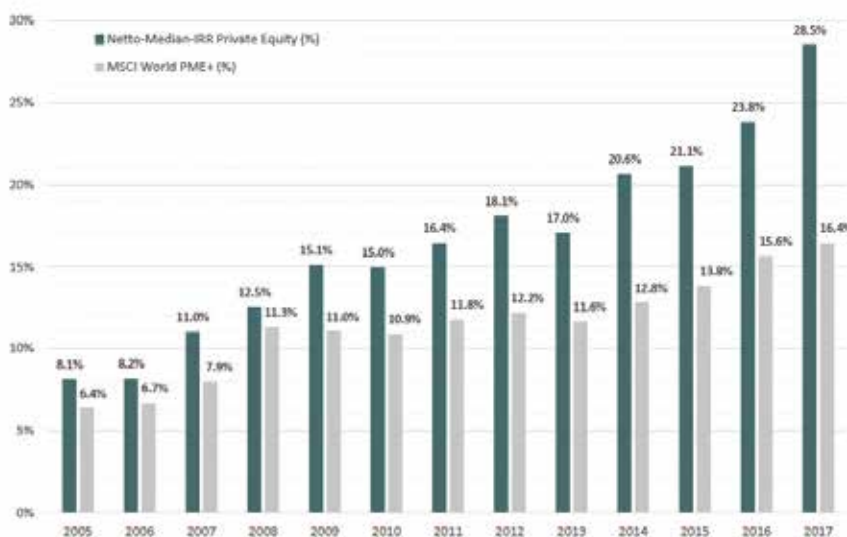
nach 2017 sind in der untenstehenden Analyse nicht berücksichtigt, da es in der Regel drei bis vier Jahre dauert, bis Private Equity eine nennenswerte Performance erzielt. Es muss darauf hingewiesen werden, dass die Analyse zwar auf eine anhaltende Outperformance der Anlageklasse hindeutet, die richtige Auswahl bei Anlagen in Private Equity aber nach wie vor entscheidend ist, da die Ertragsstreuung unter den Fondsmanagern (d. h. die Spanne zwischen dem untersten und dem obersten Performance-Quartil) extrem hoch ausfällt. (Vgl. Abbildung 1)

Welche Allokation sollte innerhalb eines globalen Portfolios in Erwägung gezogen werden?

Die moderne Portfoliotheorie ist oft unzureichend, wenn es darum geht, Portfolioallokationen im Bereich Private Equity präzise zu bestimmen und zu optimieren. Wie erwähnt erschweren die für Private-Equity-Anlagen spezifischen Performance-Kennzahlen die Festlegung von Allokationszielen für alternative Private-Equity-Anlagen in traditionellen Portfolios. Ein pragmatischer Ansatz besteht darin, nach empirischen Belegen für Private-Equity-Allokationen (einschliesslich Venture Capital) bei US-Stiftungsfonds zu suchen. Die National Association of Colleges and Universities Business Officers (NACUBO) hat jüngst eine Studie veröffentlicht, aus der hervorgeht, dass US-Institutionen insgesamt 27,2% ihres Vermögens in Private Equity anlegen. Es erstaunt kaum, dass die Studie eine starke Korrelation zwischen der prozentualen Allokation und dem verwalteten Vermögen zeigt.

Bei einem traditionellen 60/40-Portfolio würden wir Private Equity im Rahmen der allgemeinen Aktienallokation berücksichtigen, da Private Equity ein im Wesentlichen ähnliches wirtschaftliches Risiko birgt wie traditionelle Aktienanlagen. Private-Equity-Unternehmen können zusätzlichen strukturellen Risiken unterliegen, insbesondere in Bezug auf Leveraged-Buyout-Transaktionen, deren Bilanzstrukturen im Vergleich zu traditionellen Aktienanlagen als risikoreicher erachtet werden könnten. Die inhärente Illiquidität von Private-Equity-Anlagen ist nicht direkt quantifizierbar und sollte nicht als Risikofaktor betrachtet, aber durchaus in Verlustanalysen und Stressszenarien berücksichtigt werden.

Abbildung 1



Quelle: Preqin, Performance-Daten nach Vintage-Jahr per 30.09.2021

Bei der Planung einer Private-Equity-Allokation ist eine angemessene Portfoliozusammenstellung von allergrösster Bedeutung. Es ist ein Verständnis der Muster und der erwarteten Fälligkeit der Cashflows erforderlich, um Fondsverpflichtungen in der richtigen Höhe einzugehen, damit das gewünschte Exposure gegenüber der Anlageklasse (gemessen am Nettoinventarwert und nicht am zugesagten Kapital) erreicht wird. Letztendliches Ziel bei der Portfoliokonstruktion sollte sein, ein reifes Portfolio an Private-Equity-Anlagen zusammenzustellen, das sich selbst finanziert und Cash-Erträge abwirft. Dieses Ziel kann nur mittels eines konstanten Exposures gegenüber der Anlageklasse erreicht werden, d. h. es muss über mehrere Zyklen (oder Vintage-Jahre) hinweg laufend Kapital in die Anlageklasse investiert werden.

Thematische Private-Equity-Anlagen: Ein Beispiel für ökologische Anlagen durch Anwendung des Rahmens der „Planetaren Belastbarkeitsgrenzen“ oder «Planetary Boundaries».

Vermögensverwalter rund um den Globus sind zunehmend bestrebt, ihre monetären Performanceziele um eine zusätzliche, nicht-finanzielle Dimension zu ergänzen. Dies kann durch verschiedene Formen des Engagements für gesellschaftliche, ökologische oder auch philanthropische Ziele zum Ausdruck gebracht werden. Auf der Angebotsseite haben die Fondsmanager rasch reagiert, um Lösungen zur Erreichung dieser Ziele zu bieten, wodurch eine Vielzahl von „nachhaltigen“, „Impact-“, „verantwortungsbewussten“ oder „Netto-Null“-Strategien entstanden sind.

Es besteht derzeit kein Konsens darüber, welches der zahlreichen Rahmenwerke mit Bezug zu ökologischen, sozialen und Governance-Faktoren („ESG-Faktoren“) anzuwenden ist, und einige Anleger hoffen darauf, dass die Regulierungsbehörden diesbezüglich für mehr Klarheit sorgen werden. Die Verordnung der Europäischen Kommission über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (SFDR) ist ein Beispiel für eine solche regulatorische Massnahme, steckt aber noch in den Kinderschuhen. Dem von der EU vorgeschlagenen Offenlegungs-Rahmenwerk mangelt es offen-

kundig an Pragmatismus, den Vermögensverwalter benötigen, um einen „zweigleisigen“ Anlageansatz umzusetzen, d. h. einen oder mehrere ESG-Faktoren bei ihren Anlagen zu berücksichtigen und letztendlich sowohl finanzielle als auch nichtfinanzielle Ziele zu erreichen.

Ein nützliches Rahmenwerk, das den Fokus vor allem auf die ökologische Dimension (das „E“) von ESG-Belangen legt, ist jenes der „Planetary Boundaries“. Dieser Rahmen definiert einen „sicheren Handlungsspielraum“ für die Menschheit auf Grundlage der intrinsischen biophysikalischen Prozesse, welche die Stabilität des Systems unseres Planeten steuern. Dieser Rahmen nimmt Bezug auf neun globale Umweltdimensionen und deren jeweilige Grenzen innerhalb ihrer entsprechenden sicheren Handlungsspielräume. Vier der neun Planetare Belastbarkeitsgrenzen – Verluste in der Biosphäre, biogeochemische Ströme, Klimawandel und Landnutzungsänderungen – wurden mittlerweile durchbrochen. Um eine weitere Überschreitung solcher Grenzen zu vermeiden, müssen wir verstehen, wie unsere Kapitalallokationen an diese neue Realität

angepasst werden können. (Vgl. Abbildung 2)

In diesem Rahmen kommen mehrere objektive Kriterien zum Einsatz, so etwa die Konzentration von Treibhausgasen oder der Verlust der Artenvielfalt. Im Anschluss wird versucht herauszufinden, wie stark sich diese Kriterien verändern können, ohne irreversible Schäden für die Umwelt zu verursachen. Pictet hat ein proprietäres Modell entwickelt, das die Umweltauswirkungen je USD 1 Mio. an Jahresumsatz quantifiziert, die Unternehmen innerhalb des Rahmens der „Planetaren Belastbarkeitsgrenzen“ erwirtschaften. Bewegt sich das Unternehmen mit seiner Tätigkeit über die ganze Produkt-Wertschöpfungskette hinweg innerhalb des sicheren Handlungsspielraums der neun einzelnen Dimensionen, so kann es als ökologisch nachhaltig erachtet werden. Ist dies nicht der Fall, so trägt das Unternehmen zur globalen Umweltzerstörung bei.

Unseres Erachtens lässt sich mit diesem Rahmen das wesentliche Problem der Datenerfassung lösen, da es eine bessere Nachverfolgbarkeit der ökologischen Nachhaltigkeit

Abbildung 2

- (1) Biodiversity Intactness Index (BII)
(2) Ausrottung pro Million Artenjahre (E/MSY).



Quelle: Stockholm Resilience Center; Pictet Asset Management

von Unternehmen ermöglicht. Er trägt dazu bei, jene Firmen hervorzuheben, die aktiv zur Lösung von Umweltproblemen beitragen und anderen helfen, ein Bewusstsein für ihren eigenen ökologischen Fussabdruck zu erlangen und diesen potenziell zu verringern.

Anlagen in Private Equity sind Investitionen in die Realwirtschaft, und in Unternehmen, die unsere Welt tagtäglich mitgestalten. Da es sich um eine langfristig orientierte Anlageklasse handelt, steht die fundamentale und nachhaltige Wertschöpfung im Zentrum der Bemüh-

ungen der Manager von Private-Equity- und Venture Capital Fonds, überdurchschnittliche Erträge zu erzielen. Die Anreizmechanismen für Investoren und Manager stellen einen Katalysator für Innovationen und starke Erträge dar: Private-Equity-Anleger können neue Trends mitgestalten und an Volkswirtschaften der nächsten Generation teilhaben, indem sie Kapital in thematisch orientierte Fonds lenken. Diese spezialisierten Fonds legen den Fokus in ihrem Anlageuniversum auf von hoher Überzeugung geprägte Segmente. Jüngst haben sich nachhaltige und wirkungsorientierte

Strategien entwickelt, die nicht zwangsläufig mit einem Verzicht auf Erträge einhergehen, sondern das doppelte Anliegen verfolgen, ihren Anlegern sowohl finanzielle als auch nichtfinanzielle Ziele zu bieten. ■



Cécile Goffart, 100x100cm

Portraits de sociétés / Gesellschaftsporträts

Page / Seite



75



76



77



78



79



80



81



82



83



84



Candriam est un gestionnaire d'actifs multi-spécialiste européen, présent sur le marché depuis 20 ans, fort d'une équipe de plus de 550 professionnels expérimentés. Avec environ CHF 166 milliards d'actifs sous gestion à fin août 2021, Candriam est l'un des principaux acteurs de la gestion d'actifs en Europe, offrant des solutions d'investissement de grande qualité aux investisseurs de tout le continent. En plus de nos équipes d'investissement basées à Bruxelles, Paris, Luxembourg et Londres, nous avons des équipes commerciales dans neuf pays européens, à proximité des clients que nous servons. Depuis février 2014, Candriam est une filiale de New York Life Investments, dont la maison mère est New York Life Insurance Company (New York Life), une des plus importantes sociétés d'assurance-vie aux États-Unis, notée AAA3. Kartesia est un gestionnaire d'actifs privés établi depuis 2009 et spécialisé dans le financement des petites et moyennes entreprises européennes. Avec plus de CHF 4.2 mil-

liards d'actifs sous gestion en septembre 2021, la société est aujourd'hui un investisseur européen de premier plan dans les prêts à effet de levier, solutions de liquidité et de crédit. Fort de bureaux à Amsterdam, Bruxelles, Francfort, Londres, Luxembourg, Madrid, Milan, Munich et Paris, Kartesia tire parti de sa présence locale pour construire un solide réseau de contreparties. Investisseur long terme et axé sur les relations, la firme a de l'expérience dans un grand nombre de secteurs et se concentre sur les entreprises ayant une exposition internationale, des positions de leader sur leurs marchés, des marques fortes ou d'autres facteurs uniques et différenciateurs. Kartesia s'engage à proposer à ses investisseurs des rendements ajustés du risque attractifs et stables en construisant un portefeuille diversifié avec de solides protections.

Candriam

Rue du 31 décembre 40-42

1207 Genève

Gauthier de La Rochefoucauld

Senior Client Relationship Manager

T +41 22 707 90 01

F +41 22 707 90 09

gauthier.delarochefoucauld@candriam.com

www.candriam.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Candriam ist ein europäischer Multi-Asset-Vermögensverwalter, der seit 20 Jahren auf dem Markt ist und über ein Team von mehr als 550 erfahrenen Fachleuten verfügt. Mit einem verwalteten Vermögen von rund CHF 166 Milliarden per Ende August 2021 ist Candriam einer der führenden Vermögensverwalter in Europa und bietet Anlegern auf dem gesamten Kontinent hochwertige Anlagelösungen. Neben unseren Investmentteams in Brüssel, Paris, Luxemburg und London verfügen wir über Vertriebsteams in neun europäischen Ländern, die in der Nähe der von uns betreuten Kunden angesiedelt sind. Seit Februar 2014 ist Candriam eine Tochtergesellschaft von New York Life Investments, deren Muttergesellschaft die New York Life Insurance Company (New York Life) ist, eine der größten Lebensversicherungsgesellschaften in den USA mit einem AAA-Rating. Kartesia ist ein seit 2009 etablierter privater Vermögensverwalter, der sich auf die Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen in Europa speziali-

siert hat. Mit einem verwalteten Vermögen von über CHF 4,2 Milliarden im September 2021 ist das Unternehmen heute ein führender europäischer Investor in Leveraged Loans, Liquiditäts- und Kreditlösungen. Mit Büros in Amsterdam, Brüssel, Frankfurt, London, Luxemburg, Madrid, Mailand, München und Paris nutzt Kartesia seine lokale Präsenz, um ein starkes Netzwerk von Geschäftspartnern aufzubauen. Als langfristiger und beziehungsorientierter Investor hat die Firma Erfahrung in einer Vielzahl von Branchen und konzentriert sich auf Unternehmen mit internationaler Präsenz, Marktführerschaft, starken Marken oder anderen einzigartigen und differenzierenden Faktoren. Kartesia ist bestrebt, seinen Anlegern attraktive und stabile risikobereinigte Renditen zu bieten, indem es ein diversifiziertes Portfolio mit starken Absicherungen aufbaut.

Candriam

Rue du 31 décembre 40-42

1207 Genève

Gauthier de La Rochefoucauld

Senior Client Relationship Manager

T +41 22 707 90 01

F +41 22 707 90 09

gauthier.delarochefoucauld@candriam.com

www.candriam.ch



Des millions d'investisseurs de par le monde font confiance à Columbia Threadneedle Investments pour gérer leurs fonds. Nous supervisons les investissements des investisseurs particuliers, des conseillers financiers, des gestionnaires de fortune ainsi que des compagnies d'assurance, des fonds de pension et d'autres institutions. Au total, ces clients nous confient 663 milliards d'EUR¹.

Une présence internationale. Grâce à une équipe mondiale de 2.500 collaborateurs travaillant main dans la main, notre société est expressément structurée pour contribuer à votre succès. Grâce à nos 650 professionnels de l'investissement qui partagent des perspectives mondiales sur l'ensemble des principales classes d'actifs et des grands marchés, nous pouvons mettre en œuvre une expertise diversifiée. Nos clients ont accès à un large éventail de stratégies d'investissement et nous sommes en mesure de créer des solutions personnalisées adaptées à leurs exigences spécifiques.

L'intensité de la recherche. La trame de fond de notre philosophie d'investissement s'appuie sur les recherches intenses menées par 130 analystes qui s'efforcent de trouver des idées originales et exploitables qu'ils partagent avec nos gérants de portefeuille. Nous attachons une grande importance aux principes de l'investissement responsable (IR) et utilisons des outils exclusifs pour construire un cadre IR robuste soutenu par une meilleure analyse. Nous exploitons ces connaissances afin de prendre des décisions d'investissement plus éclairées dans l'intérêt de nos clients.

Une vision tournée vers l'avenir. Notre équipe indépendante Conseils et surveillance des investissements a recours à une approche "5P"^{**} pour garantir l'intégrité de nos stratégies d'investissement et favoriser leur amélioration continue. L'équipe travaille en partenariat avec nos gérants de portefeuille afin de garantir que les stratégies sont mises en œuvre conformément aux objectifs et à

l'approche convenue, en cohérence avec les attentes du client. À tous nos clients, nous adressons un seul et même message : votre succès est notre priorité.

I - Toutes les données sont en date du 31/12/2021.

*Les actifs de 663 milliards € incluent tous les actifs gérés par le groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.

**5P : Product, Philosophy, People, Process, Performance Expectations.

Columbia Threadneedle Investments

Rue du Commerce 4

1204 Genève

Benjamin Boyer

Sales Directeur

T +41 43 502 03 04

[benjamin.boyer](mailto:benjamin.boyer@columbiathreadneedle.com)

[@columbiathreadneedle.com](mailto:benjamin.boyer@columbiathreadneedle.com)

Eva-Maria Hintner

Country Head Switzerland

T +41 43 502 03 01

[evamaria.hintner](mailto:evamaria.hintner@columbiathreadneedle.com)

[@columbiathreadneedle.com](mailto:evamaria.hintner@columbiathreadneedle.com)

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Millionen von Menschen in aller Welt haben Columbia Threadneedle Investments ihr Anlagevermögen anvertraut. Wir betreuen Gelder für private Investoren, Finanzberater, Vermögensverwalter und Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und andere Institutionen. Zusammen haben sie uns ein Anlagevermögen von 663 Milliarden EUR anvertraut¹.

Globale Präsenz. Der Erfolg unserer Kunden ist unser Anspruch und das Ziel, auf das unser globales Team von 2.500 engagierten Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern gemeinsam hinarbeitet. Wir verfügen über eine breitgefächerte Expertise und globale Perspektive mit mehr als 650 Investmentexperten für alle bedeutenden Anlageklassen und Märkte. Unsere Kunden haben Zugang zu einem breiten Spektrum von Anlagestrategien sowie die Möglichkeit, von uns individuelle, auf ihre speziellen Anforderungen zugeschnittene Investmentlösungen zu erhalten.

Researchintensität. Jede unserer Anlageentscheidungen beruht auf den fundierten Analysen von 130 erfahrenen Analysten, die permanent Ausschau nach neuen performancerelevanten Einblicken halten und diese mit unseren Fondsmanagern diskutieren. Wir befolgen die Grundsätze des verantwortungsvollen Investierens (Responsible Investment, RI) und nutzen haus-eigene Instrumente zur Bereitstellung einer robusten RI-Rahmenstruktur und fundierter Analysen. Mit diesem Wissen können wir bessere Anlageentscheidungen für unsere Kunden treffen.

Vorausschauend. Unser unabhängiges Investment Consultancy & Oversight Team verfolgt einen „5P“-Ansatz zur Sicherstellung der Integrität von Anlagestrategien und Förderung kontinuierlicher Verbesserungen. Das Team arbeitet eng mit unseren Fondsmanagern zusammen, um sicherzustellen, dass alle Strategien im Einklang mit den formulierten Zielen, dem gewählten

Ansatz, den Kundenerwartungen und den angestrebten Zielen gemanagt werden. Wir haben eine Botschaft für alle unsere Kunden: Ihr Erfolg ist unsere Priorität.

I - Stand: 31. Dezember 2021

*Das verwaltete Vermögen umfasst die kombinierten verwalteten Vermögen der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.

**5P: Product, Philosophy, People, Process, Performance Expectations.

Columbia Threadneedle Investments

Rue du Commerce 4

1204 Genève

Benjamin Boyer

Sales Directeur

T +41 43 502 03 04

[benjamin.boyer](mailto:benjamin.boyer@columbiathreadneedle.com)

[@columbiathreadneedle.com](mailto:benjamin.boyer@columbiathreadneedle.com)

Eva-Maria Hintner

Country Head Switzerland

T +41 43 502 03 01

[evamaria.hintner](mailto:evamaria.hintner@columbiathreadneedle.com)

[@columbiathreadneedle.com](mailto:evamaria.hintner@columbiathreadneedle.com)



CONINCO est une compagnie financière, agréée FINMA depuis 2012, spécialisée depuis 1990 dans le conseil, la gestion de fonds de pensions, de fondations philanthropiques, Family offices. Elle est également active depuis 2007 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 durables propres, ainsi que la surveillance et le suivi de portefeuilles.

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

l'impact de ses actes sur le développement de l'économie. Cette caractéristique nous permet de 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 confié en surveillance, conseil et gestion.

Toutes nos procédures sont certifiées ISO 9001:2015. CONINCO est engagée dans la gestion sociétale et d'impact en lien avec un développement économique industriel durable. Nous sommes dès lors certifiés ISO 14001:2015 pour nos processus et au bénéfice du label B Corp.

CONINCO propose ses propres thématiques d'investissement au travers des produits suivants: ONE Sustainable Fund – Global Environment, ONE Sustainable Fund – Europe Dividend, ainsi qu'au travers d'OR phy-sique Responsable & Durable et d'un Certificat BCV Tracker AMC EcoCircularity qui a gagné en 2021 le prix du meilleur

produit pour la protection du climat et dont CONINCO Explorers in finance est l'investment manager.

Nous sommes également le gestionnaire depuis 2007 de la société d'investissement suisse ONE CREATION qui renforce l'essor des technologies de l'environnement dans une approche globale et multisectorielle. www.onecreation.org, entité également B Corp.

CONINCO Explorers in finance SA

Quai Perdonnet 5
1800 Vevey

Olivier Ferrari, Directeur général
Adrien Koehli, Gestion institutionnelle
Sabine Giammarresi-Mabillard,
Placements collectifs

Leila Khammari, CAIA, Gestionnaire
Thierry Cherf, Développement commercial
T +41 21 925 00 33
coninco@coninco.ch
www.coninco.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



CONINCO ist eine von der FINMA anerkannte Finanzdienstleisterin, die seit über 30 Jahren auf die Vermögensverwaltung und -beratung und von Pensionskassen, Stiftungen mit philanthropischen Zielsetzungen und Family Offices spezialisiert ist. Sie ist seit 2007 auch bei nachhaltigen Investitionen aktiv.

CONINCO verfolgt das Ziel, eine optimale Beziehung zwischen dem Anleger und den Märkten 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, saubere nachhaltige 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 dauerhaften Rendite. Unsere Forschung auf dem Gebiet der Finanzanalyse basiert 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 verstehen. 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 Überwachung, Beratung und Verwaltung anvertrauten Vermögens bzw. Teilvermögens.

All unsere Prozesse sind ISO 9001:2015 zertifiziert. CONINCO engagiert sich zugunsten einer gesellschaftlich verantwortlichen und wirkungsorientierten Verwaltung in Verbindung mit einer nachhaltigen Entwicklung der Industrie. Daher sind unsere Prozesse nach ISO 14001:2015 zertifiziert und zugunsten des Labels B Corp.

CONINCO bietet eigene, thematische Investitionen mit den folgenden Produkten an: ONE Sustainable Fund – Global Environment, ONE Sustainable Fund – Europe

Dividend sowie verantwortungs-volles und nachhaltiges physisches Gold und einem Zertifikat BCV Tracker AMC EcoCircularity, das 2021 den Preis für das beste Produkt für den Klimaschutz gewonnen hat und bei welchem CONINCO Investment Manager ist. Wir sind seit 2007 Verwalter der Schweizer Investmentgesellschaft ONE CREATION, welche die Entwicklung von Umwelttechnologien in einem globalen und multisektoralen Ansatz stärkt und ebenfalls B Corp zertifiziert ist. www.onecreation.org.

CONINCO Explorers in finance SA

Quai Perdonnet 5
1800 Vevey

Olivier Ferrari, Generaldirektor
Adrien Koehli, Direktor Institutionelle
Sabine Giammarresi-Mabillard,
Investitionslösungen Vermögensverwaltung
Leila Khammari, CAIA, Manager
Thierry Cherf, Geschäftsentwicklung
T +41 21 925 00 33
coninco@coninco.ch
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 178 milliards de CHF d'actifs sous gestion, 2'500 collaborateurs et 29 implantations dans le monde à fin 2021.

Edmond de Rothschild (Suisse) SA 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 indicée 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 (Suisse) SA

Rue de Hesse 18

1204 Genève

Hendrik Steenbergen

Directeur adjoint

Clientèle institutionnelle

T +41 58 818 75 92

h.steenbergen@edr.com

www.edmond-de-rothschild.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



**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.

Im Jahre 1953 gegründet, verfügt die Gruppe über CHF 178 Milliarden an verwalteten Vermögen und insgesamt 2.500 Mitarbeiter an 29 Standorten weltweit. (Stand Ende 2021).

Edmond de Rothschild (Suisse) SA 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 Bedürfnisse 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 Auswirkung.

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

Rue de Hesse 18

1204 Genève

Hendrik Steenbergen

Directeur adjoint

Clientèle institutionnelle

T +41 58 818 75 92

h.steenbergen@edr.com

www.edmond-de-rothschild.com



Dépositaires d'une tradition de plus de 35 ans, nous investissons le capital de nos clients en utilisant des stratégies actives au travers de solutions discrétionnaires, systématiques et spécialisées. Attentifs à l'évolution de notre secteur d'activité, nous développons des produits à vocation globale et aux rendements attractifs susceptibles d'attirer de nouveaux groupes de clients et de répondre à l'évolution de leurs besoins.

Nous gérons 100 milliard¹ CHF d'actifs pour le compte d'institutions, de conseillers financiers et d'investisseurs privés. Notre équipe de professionnels de l'investissement, qui bénéficie d'une expérience dans le secteur de plus 14 ans en moyenne, gère 31,9 milliards¹ CHF d'actifs. Outre nos prestations de gestion d'actifs, nous proposons des solutions de Fund Management Services telles que des services pour les sociétés de gestion et autres services de support; un secteur qui a progressé à 68,0 milliards¹ CHF d'actifs

au cours de ces deux dernières décennies.

Nous cherchons à générer une croissance durable pour l'ensemble des parties prenantes, en nous focalisant sur des rendements de placement supérieurs, une offre de produits différenciée, une force de vente globale et des processus opérationnels efficaces.

¹ Au 31 décembre 2021.

GAM Investment Management (Switzerland) AG

Route de Florissant 13

1206 Genève

Christian Lorenz

Head Institutional Clients Switzerland

T +41 (0) 58 426 65 10

christian.lorenz@gam.com

www.gam.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Seit über 35 Jahren investieren wir das Kapital unserer Kunden mit aktiven Strategien in diskretionäre, systematische und spezialisierte Lösungen. Da sich unsere Branche ständig wandelt, entwickeln wir neue Produkte mit globaler Zugkraft und attraktiven Renditen, um neue Kundenvermögen zu erschliessen und uns an die sich ändernden Bedürfnisse unserer Kunden anzupassen.

Insgesamt verwalten wir ein Vermögen von 100 Milliarden CHF¹ für Institutionen, Anlageberater und Privatanleger. Unsere Anlageexperten, die im Durchschnitt über mehr als 14 Jahre Branchenerfahrung verfügen, verwalten Kundenvermögen in Höhe von CHF 31.9 Milliarden¹. Neben der Anlageverwaltung bieten wir Dritten auch Fondsmanagement-Dienstleistungen an, wie z.B. Verwaltungsgesellschaften und andere unterstützende Dienstleistungen - ein Geschäft, das in den letzten drei Jahrzehnten auf CHF 68.0 Milliarden¹ an Vermögenswerten angewachsen ist.

Wir konzentrieren uns auf überdurchschnittliche Anlagerenditen, ein differenziertes Produktangebot, globale Vertriebsstärke und operative Effizienz, um nachhaltiges Wachstum für alle Beteiligten zu erzielen.

¹ Per 31. Dezember 2021

GAM Investment Management (Switzerland) AG

Route de Florissant 13

1206 Genève

Christian Lorenz

Head Institutional Clients Switzerland

T +41 (0) 58 426 65 10

christian.lorenz@gam.com

www.gam.com



Invesco est l'une des sociétés d'investissement indépendantes leaders dans le monde. Avec un actif sous gestion de 1.610,9 milliards de dollars américains (situation au : 31.12.2021), plus de 8.000 collaborateurs et un réseau opérationnel couvrant 25 pays, Invesco permet aux investisseurs d'accéder à des opportunités d'investissement intéressantes dans le monde entier.

Notre réseau mondial nous donne une longueur d'avance en matière d'information et une portée que les concurrents exclusivement locaux ne sont souvent pas en mesure d'offrir. Notre forte présence locale nous donne la flexibilité nécessaire pour répondre aux besoins individuels de nos clients.

Invesco a été fondée sous sa forme actuelle en 1978 et s'est développée en rachetant d'autres gestionnaires d'actifs performants. Le maintien de l'expertise respective des gestionnaires d'investissement a été et est

toujours d'une importance capitale. C'est ainsi qu'Invesco est devenu un acteur mondial qui, grâce à l'étendue de son expertise en matière d'investissement, offre à ses clients du monde entier la liberté de choisir parmi une multitude de classes d'actifs, de styles d'investissement et de produits différents.

Notre large gamme de produits couvre tous les principaux marchés d'actions et d'obligations, mais aussi les produits à valeur garantie et les fonds mixtes, ainsi que les investissements alternatifs tels que le crédit privé, l'immobilier et les FNB au niveau régional et mondial.

Invesco est profondément enracinée sur le marché suisse et propose une offre complète de compétences en matière d'investissement avec une qualité d'investissement exceptionnelle. Nos sites suisses sont les places financières de Zurich et de Genève.

Avertissements concernant les risques :

Cette communication publicitaire est destinée à être utilisée en Suisse. Les investisseurs devraient lire les documents légaux avant d'investir. Éditeur en Suisse : Invesco Asset Management (Suisse) SA.

Invesco

Ali Apaydin

Sales Director Switzerland

T +41 44 287 90 53

Ali.Apaydin@invesco.com

www.invesco.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Invesco ist eine der weltweit führenden unabhängigen Investmentgesellschaften. Mit einem verwalteten Vermögen von 1.610,9 Mrd. US-Dollar (Stand: 31.12.2021), über 8.000 Mitarbeitern und einem 25 Länder umfassenden operativen Netzwerk ermöglicht Invesco Anlegern Zugang zu attraktiven Anlagechancen weltweit.

Unser globales Netzwerk sorgt für einen Informationsvorsprung und eine Reichweite, die ausschließlich lokale Wettbewerber oft nicht vorweisen können. Unsere starke lokale Präsenz gibt die nötige Flexibilität, um die individuellen Erfordernisse unserer Kunden zu erfüllen.

Invesco wurde 1978 in seiner jetzigen Form gegründet und wuchs stetig durch die Übernahme von anderen erfolgreichen Vermögensverwaltern. Die Beibehaltung der jeweiligen Expertise der Investment-Manager war und ist dabei von zentraler Bedeutung. Auf diese Weise wurde Invesco

zu einem Global Player, der aufgrund der Breite seiner Investment-Expertise seinen Kunden weltweit die Freiheit gibt, aus einer Vielzahl unterschiedlicher Anlageklassen, Anlagestilen und Produkten zu wählen.

Unser breit gefächertes Produktangebot deckt alle wichtigen Aktien- und Rentenmärkte, aber auch Wertsicherungsprodukte und Mischfonds sowie alternative Investments wie Private Credit, Real Estate und ETFs auf regionaler und globaler Ebene ab.

Invesco ist tief im Schweizer Markt verwurzelt und offeriert ein umfassendes Angebot an Anlagekompetenzen in herausragender Invest-mentqualität. Unsere Schweizer Standorte sind die Finanzplätze Zürich und Genf.

Herausgeber in der Schweiz: Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, CH-8001 Zürich, welche als Vertreter für die in der Schweiz vertriebenen Fonds agiert. Zahlstelle in der Schweiz: Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1/am Bellevue, CH-8024 Zürich.

Invesco

Ali Apaydin

Sales Director Switzerland

T +41 44 287 90 53

Ali.Apaydin@invesco.com

www.invesco.com

L1D

L1 Digital

L1 Digital AG est une société agréée FINMA et un des plus importants spécialistes d'investissement dans le secteur des actifs digitaux en Europe. L1 Digital gère un fonds AIF domicilié au Liechtenstein ainsi que deux fonds de capital-risque luxembourgeois totalisant plus de USD 500 millions d'actifs provenant de clients professionnels et institutionnels tels que des caisses de pensions suisses, des family offices, des gérants indépendants et des banques. L1 Digital a été fondée avec l'ambition de procurer un accès institutionnel au secteur de la blockchain et des actifs digitaux.

La révolution digitale déclenchée par la technologie blockchain évolue à grande vitesse. Le secteur de la blockchain se distingue de plus en plus des actifs digitaux de première génération tel que le bitcoin et donne naissance à des cas d'utilisations tels que la finance décentralisée ou autres applications du Web 3.0 qui sont soutenues

par une infrastructure sécurisée et rapide comme Ethereum, Solana et Flow. Ces applications ont attiré des millions d'utilisateurs et L1 Digital anticipe la poursuite de cette progression rapide de la technologie blockchain et de son adoption.

L1 Digital AG

Limmatquai 1

8001 Zürich

Julien Godat, CFA

Managing Partner

T +41 44 515 00 27

M +41 79 504 47 67

julien@l1.digital

www.l1.digital

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

L1D

L1 Digital

L1 Digital ist ein FINMA regulierter Asset Manager und einer der grössten Spezialisten für digitale Assets in Europa. Die Firma verwaltet einen liechtensteinischen AIF-Fonds sowie zwei luxemburgische Venture-Capital-Fonds mit einem Gesamtvermögen von über USD 500 Mio. von institutionellen Kunden wie Schweizer Pensionskassen, Family Offices, unabhängigen Vermögensverwaltern und Banken. L1 Digital wurde mit der Vision gegründet, institutionelle Produkte für den Zugang zu Blockchain und digitalen Assets zu entwickeln.

Die nächste digitale Revolution, die von der Blockchain-Technologie angetrieben wird, schreitet mit grosser Geschwindigkeit voran. Die Blockchain-Branche koppelt sich zunehmend ab von Krypto Assets der ersten Generation wie Bitcoin hin zu realen Anwendungsfällen wie DeFi (dezentrale Finanzindustrie) oder anderen Web-3.0-Applikationen die von sicheren und schnellen Layer-1-Infrastrukturen wie Ethereum, So-

lana und Flow unterstützt werden. Sogenannte dApps haben schon Millionen von Nutzern in den dezentralisierten Raum gebracht und L1 Digital geht davon aus, dass sich der rasante Fortschritt der Technologie und die Akzeptanz durch die Nutzer fortsetzen werden.

L1 Digital AG

Limmatquai 1

8001 Zürich

Julien Godat, CFA

Managing Partner

T +41 44 515 00 27

M +41 79 504 47 67

julien@l1.digital

www.l1.digital



M&G Investments est un gestionnaire d'actifs mondial qui investit et innove depuis longtemps sur les marchés publics et privés. Notre maison mère M&G plc est une entreprise internationale d'épargne et d'investissement dont l'ambition est de créer de la valeur à long terme pour nos investisseurs, tout en travaillant ensemble pour créer un avenir plus positif.

Un partenariat proactif avec nos clients

En tant que gestionnaire actif, nous élaborons des solutions autour de ce qui compte le plus pour nos clients, qu'il s'agisse d'investir pour la croissance ou le rendement, pour faire face à des engagements futurs, pour protéger le capital ou pour investir de manière responsable. Ensemble, grâce à un sens aigu du partenariat et de la collaboration, nous soutenons une culture d'innovation continue afin d'établir des relations à long terme à mesure que les besoins évoluent dans le temps.

Au niveau mondial, nous gérons plus de 386 milliards EUR (31.12.2021) pour le compte d'investisseurs particuliers et institutionnels, notamment des fonds de pension, des fonds de dotation et des fondations, des assureurs, des fonds souverains, des banques et des family offices.

Créer un avenir plus positif

Nous sommes conscients que les clients cherchent de plus en plus à aligner leurs investissements sur leurs valeurs environnementales et sociales. C'est pourquoi nos décisions d'investissement sont sous-tendues par notre engagement à investir de manière responsable.

La prise en compte des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) fait partie intégrante de notre approche d'investissement. En combinant les recherches de pointe du marché avec nos propres données exclusives, nous pensons que cela nous aide à prendre des

décisions d'investissement plus éclairées.

M&G s'est engagé à réduire ses propres émissions de carbone à zéro d'ici 2030 et à atteindre des portefeuilles d'investissement à carbone zéro d'ici 2050.

M&G International Investments Switzerland AG

Talstrasse 66

8001 Zurich

Mersiha Jans

Institutional Sales Director

T 41 43 443 82 17

mersiha.jans@mandg.com

www.mandg.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



M&G Investments ist ein globaler Asset Manager mit einer langen Tradition an Investitionen und Innovationen in öffentlichen und privaten Märkten. Wir sind Teil von M&G plc, einem internationalen Spar- und Investmentunternehmen mit dem Anspruch, langfristig Mehrwert für unsere Investoren zu schaffen und gleichzeitig gemeinsam an einer positiven Zukunft zu arbeiten.

Eine proaktive Partnerschaft mit unseren Kunden

Als aktiver Asset Manager entwickeln wir Lösungen, die sich an den Bedürfnissen unserer Kunden orientieren, unabhängig, ob der Fokus Growth oder Income, zukünftige Liabilities, Kapitalerhalt oder Responsible Investments sind. Durch ein starkes Gefühl der Partnerschaft und Zusammenarbeit unterstützen wir eine Kultur der kontinuierlichen Innovation, um langfristige Beziehungen aufzubauen, wenn sich die Bedürfnisse im Laufe der Zeit weiterentwickeln. Weltweit verwalten wir 386 Milliarden Euro (Stand:

Dezember 2021) im Auftrag von private und institutionelle Anleger, darunter Pensionskassen, Stiftungen, Versicherungen, Sovereign Wealth Funds, Banken und Family Offices.

Strategien für eine bessere Zukunft

Wir wissen, dass unsere Kunden ihre Investitionen zunehmend mit ihren ökologischen und sozialen Werten in Einklang bringen wollen. Aus diesem Grund werden unsere Anlageentscheidungen durch unsere Verpflichtung zu verantwortungsbewussten Investitionen untermauert.

Die Berücksichtigung wesentlicher ökologischer, sozialer und Governance-Faktoren (ESG) ist ein integraler Bestandteil unseres Anlageansatzes. Wir sind davon überzeugt, dass wir durch die Kombination von marktführendem Research mit unseren eigenen Daten fundiertere Anlageentscheidungen treffen können. Darüber hinaus engagieren wir uns proak-

tiv direkt bei den Unternehmen, in die wir investieren, um einen positiven Wandel voranzutreiben.

M&G hat sich verpflichtet, seine eigenen Kohlenstoffemissionen bis 2030 auf Null zu reduzieren und bis 2050 kohlenstofffreie Anlageportfolios zu schaffen.

M&G International Investments Switzerland AG

Talstrasse 66

8001 Zurich

Mersiha Jans

Institutional Sales Director

T 41 43 443 82 17

mersiha.jans@mandg.com

www.mandg.ch

Muzinich & Co

Muzinich & Co. est une société d'investissement privée, à vocation institutionnelle, spécialisée dans le crédit aux entreprises sur les marchés publics et privés. Fort de plus de 30 ans d'expérience de gestion, nous avons démontré notre capacité à fournir ce que nous croyons être de meilleurs rendements ajustés du risque, quelles que soient les conditions de marché, sans biais de style.

La société a été fondée à New York par George Muzinich, en 1988. Elle dispose de 14 bureaux répartis aux États-Unis, en Europe et en Asie. En Suisse, nous sommes implantés à Genève et à Zurich. Muzinich propose de nombreuses solutions d'investissement dans le crédit aux entreprises, aussi bien dans les marchés développés que dans les marchés émergents, et gère plus de 41,3 milliards de dollars d'actifs. Elle emploie 243 collaborateurs, dont 108 professionnels de l'investissement. Nos équipes d'investissement dédiées de dette

privée et publique sont basées aux États-Unis, en Europe et en Asie et combinent perspective globale et connaissance locale.

En 2014, nous avons lancé notre plateforme de dette privée. Nous avons en premier lieu mis en place des équipes locales d'investissement en Europe, puis aux États-Unis et finalement en 2020, en Asie. Nous employons actuellement 39 professionnels de l'investissement dédiés à la dette privée, dont 28 en Europe, répartis dans sept pays. Le 28 février 2022, le capital engagé total dans nos stratégies de dette privée s'élevait à 3,8 milliards de dollars*. Nous gérons en Europe, quatre fonds spécifiquement dédiés à des pays et une stratégie pan-européenne. En outre, nous sommes en phase de levée d'actif pour une autre stratégie de prêt en direct pan-européenne, une stratégie américaine de même typologie, un fonds sur la région Asie-Pacifique et finalement un véhicule de dette privée globale.

Muzinich & Co. est un gestionnaire d'actifs signataire depuis 2010, des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) soutenus par l'ONU. Les PRI sont le plus grand promoteur mondial de l'investissement responsable. Nous croyons que l'investissement responsable est conforme à notre engagement fiduciaire et qu'il peut être ajusté pour s'adapter à différentes classes d'actifs, stratégies d'investissement et aux besoins de nos clients.

*Le capital engagé total représente le capital engagé brut total pour toutes les stratégies actives. Toutes les données correspondent à la situation du 28 février 2022.

Muzinich & Co

Passage des Lions 6

1204 Genève

Peter Stiefel

Director - Marketing & Client Relations

T + 41 22 545 17 05

pstiefel@muzinich.com

www.muzinich.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

Muzinich & Co

Muzinich & Co. ist ein unabhängiger, institutioneller globaler Asset Manager mit ausschliesslicher Spezialisierung auf Public- und Private-Corporate Credit. Unsere etablierte Erfolgsbilanz reicht über 30 Jahre zurück und unterstreicht unsere Fähigkeit, unter verschiedenen Marktbedingungen und ohne Style Drift überdurchschnittliche risikobereinigte Renditen zu erzielen.

Die Firma wurde 1988 von George Muzinich in New York gegründet. Sie verfügt über 14 Niederlassungen in den USA, Europa und Asien. In der Schweiz haben wir eine lokale Präsenz in Genf und Zürich. Muzinich & Co. bietet eine breite Palette von Kreditlösungen an, in Industrie- und Schwellenländern, und verwaltet ein Vermögen von über 41,3 Mrd. US-Dollar. Das Unternehmen beschäftigt 243 Mitarbeiter, von denen 108 Investmentexperten sind. Unsere Investmentteams in den USA, Europa und Asien, im Bereich Private Debt als auch Public Debt, kombinieren eine globale Perspektive mit lokalem Wissen.

Im Jahr 2014 haben wir unsere Private-Debt-Plattform lanciert. Wir bauten zuerst in Europa lokale Investmentteams auf, gefolgt von den USA. Im Jahr 2020 haben wir unsere Private-Debt-Kapazitäten auf Asien erweitert. Derzeit beschäftigen wir 39 Private-Debt-Anlageexperten, davon 28 in Europa in sieben Ländern. Am 28. Februar 2022 betrug das gesamte zugesagte Kapital für unsere Private-Debt-Strategien 3,8 Milliarden US-Dollar*. Wir verwalten vier länderspezifische Strategien und eine paneuropäische Strategie. Derzeit betreiben wir Fundraising für eine zusätzliche paneuropäische, eine amerikanische, eine asiatisch-pazifische sowie eine globale Strategie.

Muzinich & Co. ist seit 2010 ein Investmentmanager, der die von der UN unterstützten Principles for Responsible Investment (PRI) unterzeichnet hat. Die PRI sind der weltweit führende Befürworter von verantwortungsvollem Investment. Wir sind überzeugt, dass verantwortungsbewusstes Investieren mit

unserer treuhänderischen Pflicht in Einklang steht und auf verschiedene Anlageklassen, Anlagestrategien und Kundenbedürfnisse zugeschnitten werden kann.

*Das gebundene Gesamtkapital entspricht dem gebundenen Bruttogesamtkapital für alle aktiven Konten. Alle Daten Stand 28. Februar 2022

Muzinich & Co

Passage des Lions 6

1204 Genève

Peter Stiefel

Director - Marketing & Client Relations

T + 41 22 545 17 05

pstiefel@muzinich.com

www.muzinich.com



Fondé à Genève en 1805, Pictet est dirigé par huit associés qui en sont à la fois propriétaires et gérants. Acteur incontournable de la gestion institutionnelle en Suisse, Pictet Asset Management propose un large choix de solutions d'investissements en actions et en obligations, ainsi que différentes stratégies d'investissements alternatives allant des hedge funds au private equity, en passant par l'immobilier international direct et indirect.

Nous concentrons nos ressources sur quelques expertises stratégiques comme la gestion Multi Asset, les marchés émergents, la gestion à performance absolue et les investissements thématiques. Fort de nos convictions sociales et environnementales, nous avons développé une gamme de stratégies innovantes parmi les plus anciennes et les plus importantes du marché, à l'instar de la stratégie Water, lancée en 2000.

Convaincus que les considérations envi-

ronnementales, sociales et de gouvernance peuvent nous aider à prendre de meilleures décisions d'investissement à long terme, nous nous engageons à intégrer ces critères dans nos processus d'investissement et notre pratique d'actionnariat afin d'améliorer les rendements et/ou d'atténuer les risques à long terme.

Notre ambition est de construire une relation durable avec nos clients, en offrant des solutions d'investissement allant au-delà de leurs attentes en termes de prestations et de performance.

Parmi nos clients institutionnels figurent des fonds de pension privés et publics, des compagnies d'assurances, des fondations, des family offices ainsi que des fonds souverains reconnus à l'échelle internationale. À fin décembre 2021, Pictet Asset Management gère plus de CHF 259 milliards sous forme de mandats discrétionnaires ou de fonds de placement.

Pictet Asset Management

Route des Acacias 60
1211 Genève 73

Luc Markwalder

Head of Client Relationship Managers -
Romandie

T +41 58 323 1196

lmarkwalder@pictet.com

www.group.pictet

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Die Pictet-Gruppe wurde 1805 in Genf gegründet, befindet sich im Privateigentum und wird von acht Partnern geführt.

Pictet Asset Management ist ein wichtiger Akteur im Bereich der institutionellen Vermögensverwaltung in der Schweiz und bietet eine breite Palette von Anlagelösungen für Aktien und Obligationen sowie verschiedene alternative Anlagestrategien, die von Hedge Funds über Private Equity bis hin zu direkten und indirekten internationalen Immobilien reichen.

Wir konzentrieren unsere Ressourcen auf einige strategische Fachgebiete wie Multi Asset-Verwaltung, Emerging Markets, Absolute Return Strategien und thematische Aktienanlagen. Aufgrund unserer sozialen und ökologischen Überzeugungen haben wir eine Reihe innovativer Strategien entwickelt, die zu den ältesten und wichtigsten auf dem Markt gehören, wie z. B. die im Jahr 2000 eingeführte Wasserstrategie.

Wir sind davon überzeugt, dass Umwelt-, Soziale- und Governance-Erwägungen uns dabei helfen können, bessere langfristige Anlageentscheidungen zu treffen, und wir verpflichten uns, diese Kriterien in unsere Anlageprozesse und unsere Rolle als aktive Aktionäre zu integrieren, um langfristig die Renditen zu steigern und/oder die Risiken zu mindern.

Unser Ziel ist es, eine langfristige Beziehung zu unseren Kunden aufzubauen, indem wir Anlagelösungen anbieten, die ihre Erwartungen in Bezug auf Dienstleistungen und Performance übertreffen.

Zu unseren institutionellen Kunden zählen private und öffentliche Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften, Stiftungen, Family Offices und international anerkannte Staatsfonds. Per Ende Dezember 2021 verwaltet Pictet Asset Management über CHF 259 Milliarden in Form von diskretionären Mandaten oder Anlagefonds.

Pictet Asset Management

Route des Acacias 60
1211 Genève 73

Luc Markwalder

Head of Client Relationship Managers -
Romandie

T +41 58 323 1196

lmarkwalder@pictet.com

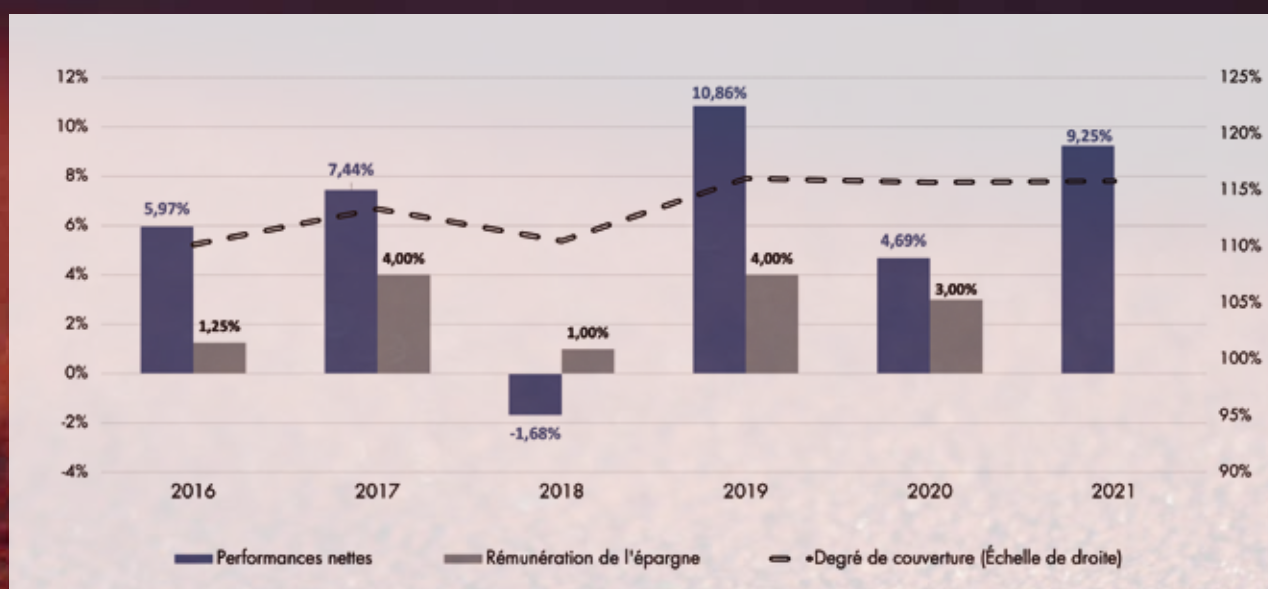
www.group.pictet

UN CORDONNIER BIEN CHAUSSÉ...

Caisse de pensions semi-autonomes

... LE CHOIX DE LA PERFORMANCE

Fondation de prévoyance CONINCO





EDMOND
DE ROTHSCHILD

WE DON'T SPECULATE ON THE FUTURE.
WE BUILD IT.

EDMOND DE ROTHSCHILD, BOLD BUILDERS OF THE FUTURE.

INVESTMENT HOUSE | edmond-de-rothschild.com