



2026 REVOLUTION OU/ODER RESOLUTION ?

Peut-on vraiment demander aux caisses
de pensions de sauver la planète ? Page 79

Dans l'inflation des contenus IA,
l'humain reste l'actif rare. Page 81

Kann man von den Pensionskassen wirklich
verlangen, den Planeten zu retten? Seite 89

Inmitten der Flut von KI-Inhalten bleibt
der Mensch das seltene Gut. Seite 91

CONSEIL AUX INSTITUTIONNELS

Pour une gestion optimale, CONINCO vous soutient dans chacune des étapes du processus d'investissement.



CF

Conseil financier
Comment faire mieux ?

MG

Mandat de gestion
Dormez-vous sur vos deux oreilles ?

QG

Qualification gestionnaires
Qui sont les plus efficaces ?

DII

Durabilité et impact investing
Quel est votre score en durabilité ?

CONINCO 
Institutional finance



www.coninco.ch

coninco@coninco.ch

DISCLAIMER

<https://www.coninco.ch/mentions-legales/>

Supervisé
par la FINMA
depuis 2012

Entreprise



Certifiée

Editorial • Leitartikel

L'économie mondiale entre dans une zone de re-composition. Après des décennies de taux artificiellement bas et d'endettement sans précédent, les équilibres se déplacent. Les politiques monétaires tentent de retrouver une forme de normalité, les actifs réels regagnent de la valeur, et la géopolitique réaffirme sa primauté. Dans ce monde où l'énergie, les matières premières et la souveraineté deviennent stratégiques, les investisseurs doivent consolider leurs repères.



Olivier Ferrari

Fondateur de / Gründer von

CONINCO 
Explorers in finance

Les matières premières demeurent le socle du développement économique dans un contexte mondial toujours plus demandeur. Le crédit privé, à travers le fund financing, incarne une nouvelle frontière combinant innovation financière et discipline du risque. Les actions suisses, longtemps synonymes de sécurité, exigent désormais une approche proactive tournée vers l'avenir, tandis que les obligations hybrides d'entreprise cherchent leur légitimité dans les portefeuilles institutionnels.

Le retour de la puissance politique façonne désormais les flux économiques mondiaux. L'immobilier international, de son côté, interroge : constitue-t-il une véritable diversification pour l'investisseur suisse ? Le cas français illustre des spécificités réglementaires, économiques et fiscales qui peuvent être perçues comme des contraintes... ou des opportunités. Les obligations convertibles, quant à elles, retrouvent une place stratégique dans la diversification et invitent à reconsidérer leur rôle dans des marchés de plus en plus sélectifs.

Parallèlement, l'investissement à impact et la prise en compte de la biodiversité redéfinissent la notion de performance durable. Les insurance-linked securities (ILS) illustrent la capacité de la finance à intégrer des risques alternatifs dans une logique de rendement ajusté. Tout cela s'inscrit dans une révolution silencieuse où l'intelligence artificielle, désormais omniprésente, impose une nouvelle hiérarchie : entre intelligence numérique et discernement humain, il s'agit moins d'opposer que de conjuguer — comprendre, modéliser, décider autrement.

En 2025, le fil rouge s'impose : retrouver le long terme. Ni rupture idéologique ni nostalgie du passé, mais une résolution lucide : ancrer la finance dans le réel, mesurer la valeur à l'aune du temps et replacer l'investissement au service de l'économie.

2026 ne sera pas une révolution de plus : ce sera, peut-être, le début d'une résolution nécessaire.

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer Phase der Umgestaltung. Nach Jahrzehnten künstlich niedriger Zinsen und beispielloser Verschuldung verschiebt sich das Gleichgewicht. Die Geldpolitik versucht, zu einer gewissen Normalität zurückzufinden, reale Vermögenswerte gewinnen wieder an Wert und die Geopolitik bekräftigt ihre Vorrangstellung. In einer Welt, in der Energie, Rohstoffe und Souveränität strategische Bedeutung erlangen, müssen Anleger ihre Orientierungspunkte festigen.

Rohstoffe bleiben das Fundament der wirtschaftlichen Entwicklung in einem Umfeld, in dem die weltweite Nachfrage stetig steigt. Privatkredite in Form von Fondsfinauzierungen stellen eine neue Grenze dar, die Finanzinnovation und Risikodisziplin miteinander verbindet. Schweizer Aktien, lange Zeit ein Synonym für Sicherheit, erfordern nun einen proaktiven, zukunftsorientierten Ansatz, während hybride Unternehmensanleihen ihre Legitimität in institutionellen Portfolios suchen.

Die Rückkehr der politischen Macht prägt nun die globalen Wirtschaftsströme. Der internationale Immobilienmarkt wirft seinerseits die Frage auf: Stellt er für den Schweizer Anleger eine echte Diversifizierung dar? Der Fall Frankreichs veranschaulicht regulatorische, wirtschaftliche und steuerliche Besonderheiten, die als Einschränkungen oder aber als Chancen wahrgenommen werden können. Wandelanleihen hingegen finden wieder einen strategischen Platz in der Diversifizierung und laden dazu ein, ihre Rolle in zunehmend selektiven Märkten zu überdenken.

Gleichzeitig definieren Impact Investing und die Berücksichtigung der Biodiversität den Begriff der nachhaltigen Performance neu. Insurance-Linked Securities (ILS) veranschaulichen die Fähigkeit der Finanzwelt, alternative Risiken in eine renditebereinigte Logik zu integrieren. All dies ist Teil einer stillen Revolution, in der die mittlerweile allgegenwärtige künstliche Intelligenz eine neue Hierarchie durchsetzt: Zwischen digitaler Intelligenz und menschlichem Urteilsvermögen geht es weniger um Gegensätze als um Kombinationen – verstehen, modellieren, anders entscheiden.

Im Jahr 2025 wird sich ein roter Faden abzeichnen: die Rückkehr zur Langfristigkeit. Weder ideologischer Bruch noch Nostalgie für die Vergangenheit, sondern eine klare Entschlossenheit: die Finanzwelt in der Realität verankern, den Wert im Laufe der Zeit messen und Investitionen wieder in den Dienst der Wirtschaft stellen.

2026 wird keine weitere Revolution sein: Es wird vielleicht der Beginn einer notwendigen Entschlossenheit sein.



CCE

Nous construisons des projets exemplaires
en matière de durabilité et de qualité de vie

www.cche.com

Isabelle de Montolieu (Lausanne)
*Transformation respectueuse d'un bâtiment des années septante alliant
structure en bois, préservation du parc existant et zéro émission en exploitation*



Les sociétés participant au
Beteiligten Unternehmen in der

CONINCO MASTER CLASS

se présentent en pages 67 à 76
sind auf Seiten 67 bis 76 vorgestellt



J. Safra Sarasin



SGF N° 20

SOMMAIRE / INHALTSVERZEICHNIS

NOVEMBRE 2025

2026 : Révolution ou résolution ?

- 4 **Fund Financing - Des options de financement variées**
Aberdeen Investments
- 7 **Obligations corporate hybrides : en route vers le nouveau monde**
Edmond de Rothschild (Suisse) SA
- 10 **Les obligations convertibles : un levier pour dynamiser l'allocation obligataire dans un contexte de rendements en baisse**
Ellipsis AM
- 14 **La résilience des consommateurs à l'échelle mondiale soutient les titres de créance mondiaux**
MFS Investment Management
- 18 **Immobilier international : tirer parti des spécificités nationales – le cas de la promotion en France**
Mirabaud Asset Management
- 22 **Actions suisses et plus : une gestion du risque tournée vers l'avenir**
OLZ AG
- 25 **Diversifier son portefeuille avec les matières premières : une opportunité dans un contexte mondial en mutation**
Banque J. Safra Sarasin SA
- 29 **Quels sont les avantages des insurance-linked securities (ILS) et comment les intégrer efficacement dans un portefeuille d'investissement ?**
SCOR Investment Partners
- 31 **« Impact investing » : des stratégies en actions répondant aux enjeux de demain**
Union Bancaire Privée

Spécial 35 ans CONINCO Explorers in finance SA

- 77 **La « Fondation de prévoyance propre » Un centre de profit(s) à visage humain**
- 78 **Les dividendes comme bouclier : nuances entre marchés mondiaux et européens**
- 79 **Peut-on vraiment demander aux caisses de pensions de sauver la planète ?**
- 80 **Construire la performance de demain entre tradition et innovation**
- 81 **Dans l'inflation des contenus IA, l'humain reste l'actif rare**
- 82 **Le Private Equity ou la diversification du risque à l'heure des 7 magnifiques**
- 83 **Est-ce qu'on peut (presque) se passer d'obligations ?**
- 85 **De la restauration à la finance : une même leçon, la confiance**
- 86 **Former l'esprit critique à l'ère du Big Data**

2026 : Revolution oder resolution?

- 36 **Fund Financing - Vielfältige Finanzierungsoptionen**
Aberdeen Investments
- 39 **Corporate Hybrid Bonds: Auf dem Weg in die neue Welt**
Edmond de Rothschild (Suisse) SA
- 42 **Wandelanleihen: Ein Hebel zur Ankurbelung der Anleiheallokation vor dem Hintergrund sinkender Renditen**
Ellipsis AM
- 46 **Ein weltweit stabiler Konsum hilft internationalen Credits**
MFS Investment Management
- 50 **Immobilienentwicklung in Frankreich - der Aufstieg der regenerativen Immobilien**
Mirabaud Asset Management
- 54 **Schweizer Aktien und mehr: Ein zukunftsorientiertes Risikomanagement**
OLZ AG
- 57 **Das Portfolio mit Rohstoffen diversifizieren: Eine Chance in einem sich wandelnden globalen Kontext**
Banque J. Safra Sarasin SA
- 61 **Welche Vorteile bieten Insurance-Linked Securities (ILS) und wie können sie effizient in ein Portfolio integriert werden?**
SCOR Investment Partners
- 63 **Impact-Anlagen gestalten die Zukunft der Aktienallokationen**
Union Bancaire Privée

Spécial 35 Jahre CONINCO Explorers in finance SA

- 87 **Die „eigene Vorsorgestiftung“ Ein Profitcenter mit menschlichem Antlitz**
- 88 **Dividenden als Schutzschild: Unterschiede zwischen den globalen und europäischen Märkten**
- 89 **Kann man von den Pensionskassen wirklich verlangen, den Planeten zu retten?**
- 90 **Die Performance von morgen zwischen Tradition und Innovation gestalten**
- 91 **Inmitten der Flut von KI-Inhalten bleibt der Mensch das seltene Gut**
- 92 **Private Equity oder Risikostreuung in Zeiten der „Magnificent Seven“**
- 93 **Kann man (fast) ganz auf Obligationen verzichten?**
- 95 **Von der Gastronomie bis zur Finanzwelt: eine gemeinsame Lektion, Vertrauen**
- 96 **Kritisches Denken im Zeitalter von Big Data schulen**



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 : Olivier Ferrari
Tirage : 2'500 ex.

Fund Financing - Des options de financement variées



Sana Murphy
Private Credit Investment Specialist

Aberdeen Investments

Le Fund Financing qui consiste à financer par le biais de crédits relais de court terme des fonds de marché privé comme le Private Equity, le Crédit, l'Infrastructure ou l'Immobilier à divers stades de leur cycle de vie reste dominé par les banques. Historiquement, le capital institutionnel n'a joué qu'un rôle limité, mais cette situation est en train d'évoluer.

L'année 2025 présente une opportunité pour les prêteurs non bancaires pour s'exposer à cette classe d'actifs stable à des rendements historiquement élevés. D'autant que l'accès à cette stratégie est facilité par la création d'un véhicule luxembourgeois accessible, offrant une certaine liquidité et un investissement bien moindre que pour les mandats dédiés.

Pourquoi maintenant pour cette classe d'actifs ? Une classe d'actifs qui n'est plus niche

L'une des conséquences durables de la crise financière mondiale de 2007–2008 a été le rôle croissant des prêteurs non bancaires pour fournir de la liquidité, y compris à travers le Fund Financing. Les General Partners (GPs) l'utilisant de plus en plus, ce dernier devrait atteindre des niveaux records en 2025.

Le Fund Financing a non seulement augmenté en volume, mais aussi dans sa capacité à fournir des solutions de plus en plus sophistiquées, offrant aux GPs une série d'options de financement. Il offre désormais une liquidité précieuse pour les gérants à des étapes clés du cycle de vie du fonds. En tant que tel, il est devenu un outil standard dans la boîte à

outils des GPs à travers tout le spectre des marchés privés, car les prêteurs peuvent désormais adapter des facilités individuelles à des stratégies d'investissement sur mesure ou de niche.

La stratégie est divisée en deux grandes catégories :

Subscription line ou LP-backed capital call financing

Financement accordé pendant la phase initiale d'investissement d'un fonds (en général 2–3 ans) et adossé à un recours prioritaire sur les engagements non tirés des Limited Partners (LPs) solidaires entre eux. Ceux-ci sont généralement des investisseurs de premier ordre, assureurs, fonds de pension et fonds souverains.

NAV financing

Financement accordé sur un portefeuille existant qui sert de garantie grâce à ses actifs et son cashflow, à un stade plus avancé donc du cycle de vie du fonds.

Il existe plusieurs raisons opérationnelles et financières pour lesquelles ces facilités peuvent être bénéfiques à la fois aux investisseurs (LPs) et aux gérants (GPs) de fonds. Celles-ci incluent :

- Une plus grande réactivité offerte aux GPs car ils peuvent financer un investissement en quelques jours, plutôt que d'appeler des capitaux des investisseurs, ce qui nécessite une période de préavis de tirage beaucoup plus longue.
- Donner une plus grande lisibilité sur le timing sur les appels de fonds pour aider les investisseurs à gérer leurs propres cashflows.

- Permettre de consolider ou de regrouper les appels de fonds pour mieux les organiser.

Le Fund Financing impliquera de plus en plus les prêteurs non bancaires

Les fonds de marché privé ou « alternatifs » deviennent de plus en plus importants en termes de taille. Ces dernières années, plusieurs fonds ont levé plus de 100 milliards de dollars en engagements et le fundraising est estimée à près de 1,2 trillion de dollars en 2024. La demande annuelle mondiale de Fund Financing dépasse le trillion de dollars. Nous nous attendons à ce que cela augmente considérablement dans les années à venir à mesure que la taille des fonds de marché privé augmente.

D'autre part, les banques – traditionnelles sources de financement, sont de plus en plus contraintes au niveau de leurs bilans, elles ne peuvent donc plus répondre à la demande. Il y a maintenant une reconnaissance généralisée parmi les participants à la classe d'actifs qu'il existe un « gap » croissant entre le besoin de financement et la capacité bancaire. La demande de Fund Financing continue de croître et les tailles de fonds plus importantes nécessitent des facilités de crédit accrues, trop importantes pour un seul prêteur. Les banques recherchent donc de plus en plus de partenaires pour pouvoir continuer à soutenir leurs clients stratégiques.

Les principaux acteurs sont les banques d'importance systémique mondiale (GSIB) qui, en raison de leur nature procyclique, sont tenues de maintenir des réserves de capital accrues entraînant un resserrement de leur capacité de prêt.

Beaucoup ont maintenant atteint leurs limites et, du fait de leur forte croissance, les allocations en Fund Financing dépassent souvent les autres prêts commerciaux, créant des portefeuilles de créances déséquilibrés. Les responsables des risques bancaires corrigent ce déséquilibre en redistribuant le risque afin de libérer des capacités de prêt pour maintenir la croissance de leur établissement et rééquilibrer leur bilan. De ce fait, certaines banques vendent une partie de leur exposition en Fund Financing, tandis que d'autres optent pour la syndication des nouveaux prêts.

Cela offre un ensemble croissant d'opportunités d'investissements attractifs pour les investisseurs institutionnels.

Le retrait des banques a entraîné une contraction durable de l'offre.

Cela a un impact positif important pour les investisseurs institutionnels: les marges de prêt pour les transactions de courte durée et de qualité sont restées élevées par rapport aux niveaux historiques. En tant que tels, les prêteurs en Fund Financing peuvent continuer à capturer des primes d'illiquidité attractives. Les GPs sont également plus sensibles au risque de contrepartie bancaire depuis la Crise Financière Globale (GFC) et les chocs ultérieurs tels que les turbulences des banques régionales américaines en 2023. Ils prennent donc continuellement des mesures pour élargir et diversifier leurs groupes de prêteurs, cherchant à éliminer la dépendance à un ou deux créanciers clés.

De plus en plus de banques et de sponsors choisissent de travailler avec les investisseurs institutionnels dans le but de combler l'écart de financement, et ils sont prêts à répondre à leurs exigences particulières pour débloquer cette nouvelle source de liquidités.

En résumé, la volatilité plus large du marché est positive pour les institutionnels, non seulement l'ensemble des opportunités s'est élargi, mais les rendements ajustés au risque sont également plus intéressants.

Impact des facilités de prêt de souscription sur le TRI du fonds

L'utilisation de lignes de souscription pourrait être perçue comme un moyen pour les GP d'augmenter artificiellement le TRI des fonds et d'augmenter l'effet de levier.

Il convient de noter que le financement par ligne de souscription ne vise pas à :

- Modifier ou augmenter le capital engagé ou investi d'un fonds
- Augmenter le ratio de distribution aux LP – aucune augmentation du MOCC ou au MOC
- Créer un effet de levier sur un fonds
- Augmenter les bénéfices to- taux en espèces qu'un fonds tirera de ses investissements

Les GP bénéficient des avantages suivants lors de l'utilisation des lignes de financement :

- Organisation des appels de fonds des LP
- Réduire ou éliminer la courbe en J
- Engager des frais d'emprunt qui peuvent être compensés ou non
- Réduire le fardeau administratif des GPs et des LPs
- Fournir aux GPs plus de flexibilité et de certitude en matière de financement
- Permettre aux GP d'offrir plus de visibilité des calendriers d'appels de capitaux, ce qui permet aux investisseurs de mieux gérer leurs propres liquidités.

Montana Capital Partners a effectué deux analyses en 2019, l'une sur 491 fonds de capital-investissement avec des millésimes de 1990 à 2007, et une autre analyse sur 212 fonds de capital-investissement avec des millésimes de 2010 à 2014. Les principaux points à retenir de ces analyses démontrent que :

- La plupart des fonds n'obtiennent pas une augmentation significative du TRI sur leur durée de vie totale en utilisant des lignes de souscription
- Seul le TRI intermédiaire est plus sensible à l'utilisation des lignes de crédit
- Seuls les meilleurs fonds ont réalisé une augmentation du TRI – ceux qui seraient de toute façon les moins motivés à « gonfler » leur performance par des artifices.

Fund Financing - dans une compression de liquidité

Comme nous l'avons vu, ce mécanisme offre une certitude de financement, un accès à la liquidité à court terme et réduit la complexité administrative : les GPs utilisent ce financement pour « regrouper » les appels de capitaux afin d'éviter de tirer trop souvent sur les investisseurs, en « lissant » efficacement le processus d'appel de capitaux.

Une compression de liquidité est une préoccupation croissante pour les LP dans l'environnement actuel. Si les LP n'ont pas une compréhension claire et détaillée de la manière et du moment où le capital sera appelé, cela augmente l'incertitude quant à l'équilibre optimal entre les actifs illiquides et liquides pour répondre aux besoins de liquidité futurs.

En période d'incertitude sur les marchés, cet équilibre est encore plus impératif car les in-

vestisseurs peuvent être contraints de vendre des titres liquides à un rabais significatif pour répondre aux appels de capitaux. De plus, une volatilité accrue des transactions pour les GPs peut produire une plus grande incertitude quant au nombre et à la taille des futurs appels de capitaux.

L'utilisation des souscriptions line financing aide à fournir une plus grande clarté sur la régularité des appels de capitaux pour aider les investisseurs à gérer leurs propres cashflows. Un outil utile pour éviter les compressions de liquidité ou au moins pouvoir mieux planifier à l'avance.

Les prêts de Fund Financing offrent stabilité et protection contre le risque de crédit dans un environnement macroéconomique incertain

Malgré des conditions macroéconomiques volatiles, le profil de risque crédit du Fund Financing reste stable et sûr; généralement de qualité investment grade, le bilan reste exceptionnel pour ces prêts : il n'y a eu aucun défaut de crédit connu. De plus, les souscriptions line financing sont des actifs à court terme où le risque de crédit est réparti sur un grand pool de LP institutionnels de haute qualité engagés avec des niveaux substantiels de surgarantie et une sécurité senior de premier rang intégrée dans la structure. Être créateur de rang prioritaire en cas de problème est l'une des meilleures défenses qu'un investisseur en dette puisse avoir.

Les moteurs de risque uniques et la structuration du Fund Financing signifient qu'ils ont à la fois : une faible corrélation avec les autres grandes classes d'actifs, offrant une diversification importante ; et une volatilité plus faible par rapport à d'autres actifs risqués et de longue durée, tout en offrant un rendement attractif, de l'ordre du taux sans risque + 260 points de base.

Points importants à considérer chez un gérant de Fund Financing

À notre avis, pour choisir un gestionnaire d'investissement en Fund Financing, il est prudent de considérer ceux ayant des capacités étendues, y compris la gestion du crédit et de

la liquidité, la couverture de change et, bien sûr, l'expertise opérationnelle, juridique et de structuration.

Il est également utile que votre gestionnaire de Fund Financing effectue déjà une due diligence raisonnable approfondie et continue des fonds des différentes stratégies de marché privés, des GPs et de leurs investisseurs. L'accès aux programmes de prêt auprès de toutes les principales banques actives sur ce marché est également essentiel.

Enfin, la capacité du gérant d'identifier ex

ante les GP ayant les plus forts tirages de leur ligne de crédit en fonction de la stratégie, du secteur, de ses pratiques est essentiel pour atteindre l'objectif de gestion. Par exemple chez Aberdeen nous avons un tirage historique de 79 % contre 50 % dans le secteur.

Une combinaison clé pour un gérant en Fund Financing est la capacité de sourcer des transactions avec des primes de complexité attractives, un taux d'utilisation élevé et de construire un pipeline d'origination riche, associé à un historique de performance éprouvé et étendu.

Avertissement : Réservé aux investisseurs qualifiés.

La valeur des investissements et les rendements générés peuvent fluctuer à la hausse ou à la baisse, et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant initialement investi. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les informations contenues dans le présent document ne constituent pas un conseil en investissement, fiscal, juridique ou autre et ne doivent pas être interprétées comme une offre de vente de titres dans toute juridiction où une telle offre ou sollicitation est illégale ou où la personne qui fait cette offre n'est pas autorisée à le faire. Publié par abrdn Investments Switzerland AG. Enregistrée en Suisse (CHE-114.943.983) à Schweizergasse 14, 8001 Zurich. Aberdeen Investments Global est un nom commercial de l'entité susmentionnée.



Obligations corporate hybrides : en route vers le nouveau monde



Marc Lacraz
Gérant de Dette Hybride d'Entreprises

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

Les obligations corporate hybrides offrent une solution ingénieuse aux entreprises qui cherchent à renforcer leur bilan sans diluer leur capital. Apparues comme une réponse innovante à des besoins de financement spécifiques, ces obligations allient pour les émetteurs flexibilité, avantage fiscal et optimisation du coût du capital. Du fait de certaines caractéristiques comme la subordination, la possibilité de différer le paiement du coupon et des échéances longues (voire perpétuelles), ces instruments sont assimilés à hauteur de 50 % à des fonds propres par les principales agences de notation (S&P, Moody's, Fitch). En conséquence, les ratios de crédit sont améliorés ce qui soutient la note et permet donc d'emprunter à des taux plus favorables.

De niche à incontournable dans une allocation

Le marché, autrefois concentré sur le continent européen, s'étend désormais rapidement à travers le monde, offrant ainsi de multiples opportunités pour les émetteurs et les investisseurs. Depuis son envol en 2012, c'est un des segments du marché du crédit avec la croissance la plus rapide. Dans les faits, ce type d'instrument répond à un besoin fondamental des émetteurs : obtenir des quasi-fonds propres non dilutifs à un coût compétitif, essentiellement grâce à la déductibilité fiscale des coupons offerte dans la plupart des juridictions.

Croissance et expansion mondiale

2024 a marqué un véritable tournant. En effet, les entreprises américaines ont émis plus de dette hybride que leurs homologues européennes pour la première fois en une décennie, marquant ainsi le début d'une nouvelle ère de mondialisation pour cette classe d'actifs. Le marché des obligations corporate hybrides a atteint un total de 350 milliards d'euros, ce qui le positionne à un niveau comparable au marché européen du High Yield, ou encore presque deux fois supérieur à celui des « Cocos » (obligations subordonnées financières). Voir graphique 1.

Cette extension géographique ne représente pas simplement une révolution éphémère mais semble préfigurer une tendance durable. Elle devrait en effet perdurer et même s'intensifier, offrant à cette classe d'actifs une nouvelle phase de croissance dynamique.

Le changement de méthodologie de Moody's : un événement majeur outre Atlantique

L'année dernière, Moody's a substantiellement modifié sa méthodologie de traitement des obligations corporate hybrides, initiant ainsi un changement radical dans l'évaluation de ces instruments. Les émetteurs américains bénéficient désormais d'un traitement en quasi fonds propre (« equity credit ») de 50 %, sans compromettre la déductibilité fiscale des coupons, une avancée majeure par rapport à la précédente méthodologie. En conséquence, les obligations corporate hybrides sont désormais aussi attractives aux US qu'en Europe.

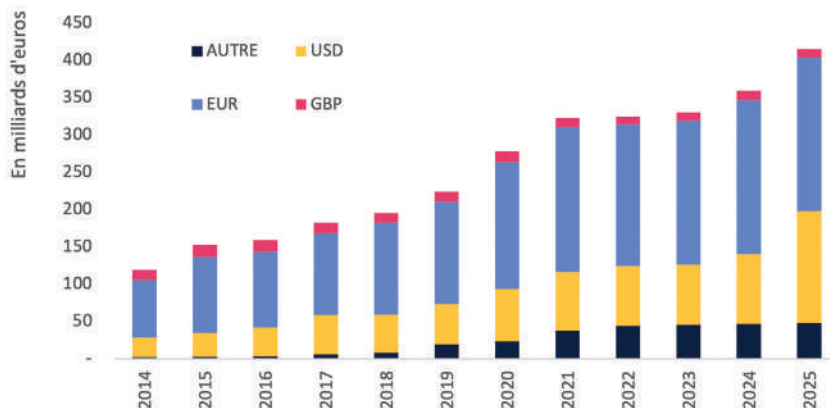
Dès lors, l'usage de ce type d'instrument devrait augmenter considérablement et ce pour plusieurs raisons.

I. Cannibalisation du marché des actions préférentielles aux US

Le marché des actions préférentielles trouve ses racines au début du 19^e siècle, florissant notamment lors de l'expansion des réseaux ferroviaires aux États-Unis. Même si les hybrides et les actions préférentielles partagent certaines caractéristiques, ce sont des instruments intrinsèquement différents. Alors que les obligations hybrides peuvent être considérées comme des obligations d'entreprises

Graphique 1 : Croissance du marché mondial des obligations hybrides de 2014 à 2024

Encours des obligations hybrides d'entreprises par année et par devise



avec certaines caractéristiques similaires à des fonds propres, les actions préférentielles ressemblent davantage à des actions ordinaires avec des caractéristiques proches de la dette. Or, les obligations hybrides sont désormais plus attrayantes à la fois pour les investisseurs et les émetteurs après le changement de méthodologie de Moody's. Bien que les actions préférentielles bénéficient également d'un equity credit de 50 % par les agences, les paiements sont traités comme des dividendes et ne sont donc pas déductibles de l'impôt sur les sociétés. De plus, il existe une retenue à la source sur le dividende, ce qui les rend peu attrayantes pour les investisseurs non-américains. Par conséquent, nous estimons que les obligations corporate hybrides devraient prendre des parts de marché aux actions préférentielles.

Le marché des actions préférentielles non-financières est actuellement de 83 milliards de dollars (source : Bloomberg, Ice Merrill Lynch au 31 janvier 2025). En matière de secteurs, la composition est relativement similaire au marché des obligations corporate hybrides.

2. Optimisation du Bilan

L'émission d'obligations corporate hybrides joue un rôle crucial dans l'optimisation de la structure de financement des entreprises, en contribuant directement à la défense de leur notation crédit. Ces titres hybrides, grâce à

leur traitement de 50 % d'equity credit par les agences de notation, améliorent significativement les indicateurs financiers des compagnies tout en leur offrant l'avantage fiscal de la déductibilité des coupons. En conséquence, les entreprises affichant une notation Investment Grade basse (BBB ou BBB-) peuvent renforcer leur signature de crédit en émettant des obligations corporate hybrides.

Pour cerner les profils d'émetteurs les plus prometteurs sur le marché Investment Grade américain, nous avons établi une grille de critères incluant une notation senior S&P de BBB ou BBB-, une perspective de notation négative, et un minimum d'encours de 250 millions USD. En excluant les valeurs financières et en se concentrant sur le risque relatif aux États-Unis, cette analyse révèle un potentiel de nouvelles émissions pouvant atteindre environ 30 milliards de dollars, soit 10 % d'un encours dépassant les 300 milliards de dollars dans l'univers BBB et BBB- (Source : Bloomberg, janvier 2025).

3. Croissance de la demande énergétique aux États-Unis

La demande d'électricité aux États-Unis est sur le point de connaître une croissance significative estimée à environ 20 % d'ici 2034 (cf. graphique 2), après avoir stagné depuis le début du siècle. Cette transformation du paysage énergétique américain est alimen-

tée par divers facteurs incluant l'augmentation de la consommation résidentielle et commerciale, l'adoption croissante de technologies énergivores, et la nécessité d'améliorer les infrastructures énergétiques pour répondre à de nouveaux besoins. Voir graphique 2.

Dans ce cadre, les obligations corporate hybrides s'imposent comme des outils financiers essentiels pour les entreprises du secteur énergétique cherchant à optimiser leur structure de bilan tout en finançant des investissements stratégiques. Les ressources ainsi mobilisées pourront être alors investies dans des projets innovants d'énergie renouvelable, dans la modernisation des réseaux pour améliorer leur efficacité, et dans la diversification des sources pour intégrer de manière appropriée les énergies vertes.

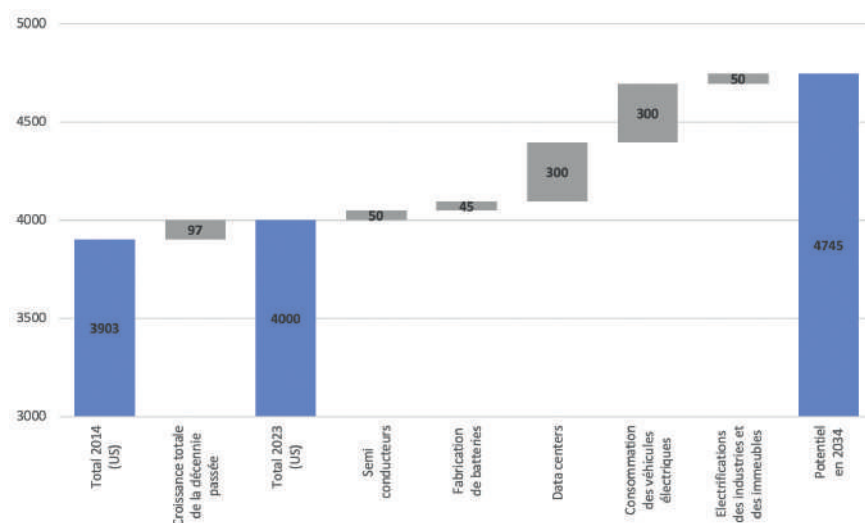
Quel intérêt pour les investisseurs ?

Pour les investisseurs, les obligations corporate hybrides présentent une opportunité d'accéder à des rendements comparables à ceux des obligations high yield, tout en bénéficiant d'un risque de défaut semblable à celui des obligations investment grade. En effet, contrairement aux obligations subordonnées financières, un émetteur ne peut pas faire défaut sur sa dette hybride sans faire défaut également sur sa dette senior. Autrement dit, un accident de type Credit Suisse dans lequel un émetteur fait défaut sur sa dette subordonnée en continuant de payer sa dette senior est impossible. Il est important de noter que les obligations subordonnées financières sont émises à la demande des régulateurs locaux et que les mécanismes de perte en capital sont prévus au prospectus. Les obligations corporate hybrides sont pour leur part émises sur base volontaire par les entreprises.

Sur le graphique ci-après, on peut également remarquer que sur le long terme, la performance des obligations hybrides est supérieure à celle des obligations investment grade tout en ayant un drawdown moyen assez similaire.

À noter toutefois que la volatilité historique est un peu plus élevée pour les obligations hybrides. Voir graphique 3.

Graphique 2 : Principales sources de croissance de la demande d'électricité



Ce document doit être interprété comme une étude non exhaustive des sources de croissance de la demande, et non comme une prévision. Source : SCRS. Estimations de l'auteur, « Annual Energy Review », US Energy Information Administration (EIA), 2024, <https://www.eia.gov/totalenergy/data/annual/>.

De plus, la diversification sectorielle des obligations corporate hybrides représente un autre avantage pour les investisseurs. Avec une composition riche qui inclut les télécommunications et les services aux collectivités, les obligations corporate hybrides permettent aux investisseurs de répartir leur exposition à travers différentes industries non-cycliques.

Conclusion

Les obligations corporate hybrides entrent dans une deuxième phase de croissance et de diversification, offrant ainsi de nouvelles perspectives. Comme en 2012 avec S&P, une nouvelle méthodologie est à l'origine de ce

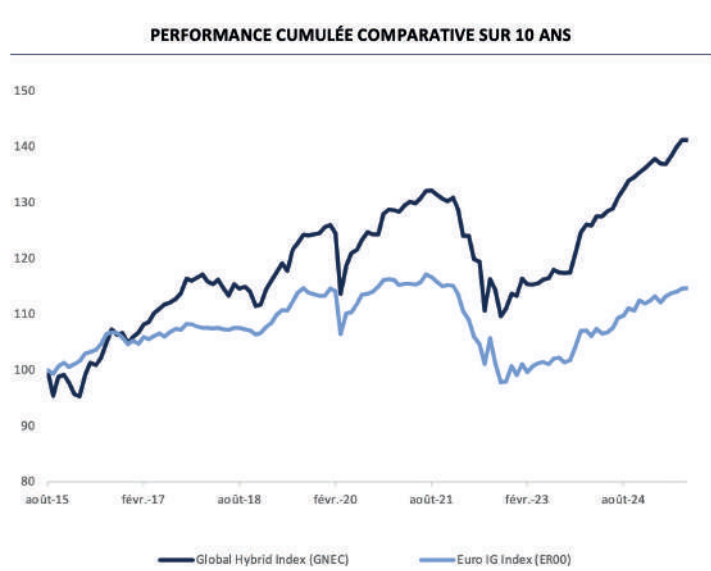
changement de paradigme, mais cette fois-ci chez Moody's. Cette expansion du marché des obligations corporate hybrides en USD suscite l'enthousiasme des émetteurs et des investisseurs. Les émetteurs y voient un nouvel outil de financement efficace et les investisseurs s'intéressent à la possibilité d'obtenir de meilleurs rendements tout en maintenant un risque de crédit limité.

Il est intéressant de noter que ce nouveau marché américain fait preuve d'une forme de singularité par rapport au marché européen sur plusieurs aspects : base d'investisseurs, univers des émetteurs et, dans une moindre mesure, diversification sectorielle et profil ESG.

La convergence de ces deux marchés est possible mais elle n'est pas encore évidente. Du point de vue d'un investisseur qui a la capacité d'investir sur ce segment avec une approche globale, une nouvelle source d'opportunités se dessine.

La croissance de ce marché ainsi que l'intégration des instruments dans les indices corporate Investment Grade font des obligations corporate hybrides un segment du marché de la dette de plus en plus incontournable pour les investisseurs.

Graphique et tableau 3 : Performance cumulée comparative sur 10 ans



Sur 10 ans	Global Hybrid Index (GNEC) EUR	Euro IG Index (ER00)
Performance annualisée	3.5%	1.4%
Volatilité annualisée	6.5%	4.7%
Pertes Maximales	-17.0%	-16.5%
2024	9.2%	4.7%
2023	10.0%	8.0%
2022	-13.4%	-13.9%
2021	1.7%	-1.0%
2020	2.6%	2.6%
2019	12.4%	6.3%
2018	-4.1%	-1.1%
2017	10.1%	2.4%
2016	8.3%	4.7%

Les performances et les volatilités passées ne présagent pas des performances et des volatilités futures qui ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Les chiffres se réfèrent aux années passées et ne préjugent pas des résultats futurs. Source: Bloomberg, données au 29/08/2025 - Indices BofA GNEC, ER00.

AVERTISSEMENT

Ceci est une communication marketing. Septembre 2025. Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés. Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses. Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild. Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Copyright © groupe Edmond de Rothschild – Tous droits réservés.

Les obligations convertibles : un levier pour dynamiser l'allocation obligataire dans un contexte de rendements en baisse



Nicolas Schrameck
Responsable de la gestion
Convertibles & Credit

Ellipsis AM

Dans un environnement où les rendements obligataires s'érodent, les obligations convertibles offrent une alternative attractive pour diversifier une poche obligataire. Cette classe d'actifs combine des performances proches de celles des actions, mais avec un risque nettement inférieur.

Rendements en francs suisses : un casse-tête pour les allocataires

Les rendements des obligations suisses retombent vers zéro (0,24 % pour l'indice ICE BofA Switzerland Government au 12/09/2025), après une remontée amorcée fin 2021 et culminant à 1,5 % en 2023. Cette normalisation rapide ravive la problématique centrale des caisses de pension : comment dynamiser la poche obligataire pour répondre aux engagements de passif ?

Historiquement, certains segments obligataires couverts en francs suisses ont permis de générer un surplus de rendement. Sur les dix dernières années, les obligations High Yield (HY) et les obligations subordonnées financières euros ont offert des performances positives, alors que les obligations gouvernementales suisses restaient proches de zéro. À l'inverse, les obligations Investment Grade (IG) et les obligations émergentes couvertes n'ont guère fait mieux.

Parmi les segments obligataires couverts en francs suisses, un acteur se distingue sur toutes les périodes récentes (1 an, 3 ans, 5 ans, 10 ans) : **les obligations convertibles**. Voir graphique 1.

L'avantage des convertibles est particulièrement marqué sur un an, mais il reste significatif sur dix ans : **+2,5 % par an par rapport au High Yield et +5,2 % par rapport aux obligations gouvernementales suisses**. Et cela sans prise de risque de crédit excessive : le profil de crédit des convertibles s'est maintenu entre **BBB** et **BB** sur la période. Voir graphique 2.

Une supériorité confirmée sur le long terme

Depuis 1998 (création des indices convertibles), la tendance se confirme : les convertibles offrent un couple rendement/risque attractif. Avec une volatilité comparable à celle des obligations émergentes et légèrement supérieure à celle du High Yield, elles délivrent une performance annualisée nettement supérieure. Dans la quête de rendement au sein de la poche obligataire, les obligations convertibles s'imposent comme un actif de diversification incontournable : elles permettent d'améliorer sensiblement les rendements avec un risque mesuré. Voir graphique 3 et 4.

Comment fonctionne une obligation convertible ?

Une obligation convertible conserve les caractéristiques d'une obligation classique : maturité (souvent 5 ans), coupon, nominal élevé (1 000 à 100 000 \$), et cotation sur des marchés de gré à gré. Sa spécificité : **le droit de convertir en actions à un prix fixé à l'avance**, généralement 20 à 40 % au-dessus du cours actuel.

- **Si l'action stagne** : l'investisseur conserve l'obligation et récupère son nominal à maturité.
- **Si l'action progresse** : il peut convertir et capter la hausse, ou revendre la convertible sur le marché secondaire.

Grâce à ce mécanisme, le porteur bénéficie d'une indexation partielle à la croissance des bénéfices, contrairement à une obligation classique qui ne rémunère que via le coupon.

Ainsi, face à l'inflation, on observe un comportement différent entre une obligation classique et une obligation convertible.

Pour une obligation traditionnelle, le porteur perçoit un rendement nominal fixe. Si l'inflation augmente, ce rendement réel s'érode mécaniquement, car les coupons ne s'ajustent pas à la hausse des prix.

Pour une obligation convertible, la situation est différente : l'inflation se traduit généralement par une hausse des revenus et des profits des entreprises (plus ou moins élevée selon leur «pricing power»), la valeur de l'action progresse, et donc la valeur de la convertible également. Cette caractéristique confère aux convertibles **un potentiel de protection contre l'inflation**, grâce à une source de rendement réel, ce que ne peut offrir une obligation classique.

Les obligations convertibles sont donc un instrument particulièrement pertinent dans un environnement où les taux réels sont faibles, voire négatifs. Nous sommes actuellement dans une telle situation où les taux nominaux sans risque peinent à rémunérer à la hauteur de l'inflation.

Les convertibles ne sont pas les seules obligations à présenter une corrélation avec les marchés actions. Les principes de base de la finance d'entreprise nous rappellent que

Graphique 1. Performances historiques des différents segments obligataires couverts contre CHF

	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Govies Suisses	0.5%	2.3%	-1.3%	0.0%
Crédit IG	0.3%	0.7%	-2.5%	0.3%
Obligations émergentes	2.6%	3.3%	-2.3%	0.3%
High Yield	4.0%	5.1%	1.5%	2.7%
Subordonnées Financières	3.4%	3.7%	0.3%	2.0%
Obligations Convertibles	14.7%	7.1%	3.1%	5.2%

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Sources : Bloomberg et Refinitiv au 29/08/2025.
Govies Suisse Ticker : G0S0 / Crédit IG Ticker : G0BC / Obligations émergentes Ticker : EMGB / High Yield Ticker : HW00 / Subordonnées Financières Ticker : EBSU / Obligations Convertibles Ticker : UCBIABU Index

Graphique 2. Avantage de performance : Obligations convertibles vs autres segments obligataires couverts contre CHF

	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
OCs vs Govies Suisses	14.2%	4.8%	4.4%	5.2%
OCs vs Crédit IG	14.3%	6.4%	5.6%	4.8%
OCs vs Obligations émergentes	12.0%	3.8%	5.3%	4.8%
OCs vs High Yield	10.7%	2.1%	1.6%	2.5%
OCs vs Subordonnées Financières	11.2%	3.4%	2.7%	3.2%

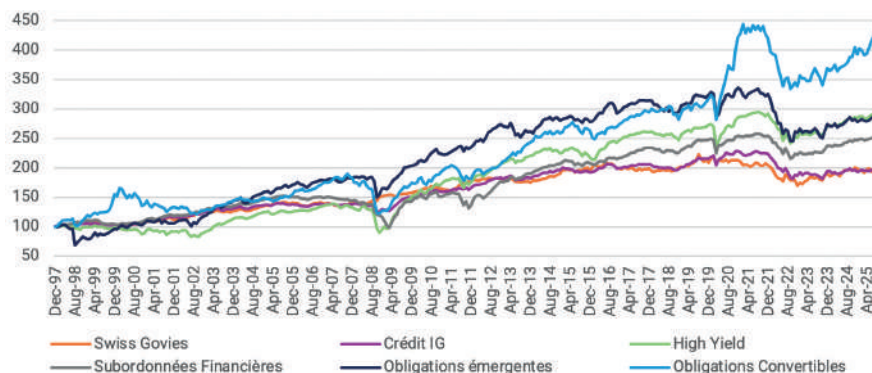
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. OCs = Obligations Convertibles
Sources : Bloomberg et Refinitiv au 29/08/2025. Govies Suisse Ticker : G0S0 / Crédit IG Ticker : G0BC / Obligations émergentes Ticker : EMGB / High Yield Ticker : HW00 / Subordonnées Financières Ticker : EBSU / Obligations Convertibles Ticker : UCBIABU Index

Graphique 3. Tableau de performance/risque historique des différents segments obligataires couverts contre CHF

	Performance	Volatilité
Swiss Govies	2.46%	5.0%
Crédit IG	2.47%	4.7%
Obligations émergentes	3.91%	10.3%
High Yield	3.95%	8.8%
Subordonnées Financières	3.38%	7.1%
Obligations Convertibles	5.44%	10.3%

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Sources : Bloomberg et Refinitiv au 29/08/2025.
Govies Suisse Ticker : G0S0 / Crédit IG Ticker : G0BC / Obligations émergentes Ticker : EMGB / High Yield Ticker : HW00 / Subordonnées Financières Ticker : EBSU / Obligations Convertibles Ticker : UCBIABU Index

Graphique 4. Performances historiques des différents segments obligataires



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Sources : Bloomberg et Refinitiv entre le 31/12/1997 et le 29/08/2025. Govies Suisse Ticker : G0S0 / Crédit IG Ticker : G0BC / Obligations émergentes Ticker : EMGB / High Yield Ticker : HW00 / Subordonnées Financières Ticker : EBSU / Obligations Convertibles Ticker : UCBIABU Index

la valeur d'une action influence le risque de crédit : une baisse marquée du cours d'une action accroît la probabilité de défaut de l'émetteur. C'est pourquoi le **High Yield** présente naturellement une composante de risque action.

Cependant, cette corrélation dans le High Yield se limite **au risque de défaut** : elle ne procure aucun rendement additionnel lié à la croissance des bénéfices. À l'inverse, les obligations convertibles offrent une participation asymétrique à la hausse des actions, tout en conservant une protection obligataire en cas de scénario défavorable. Voir graphique 5.

Les obligations convertibles, un instrument d'allocation en soi

Les obligations convertibles ne sont pas seulement un instrument hybride entre actions et obligations : elles constituent **une véritable classe d'actifs autonome**, avec trois moteurs de performance complémentaires :

- 1. La contribution obligataire** (versement du coupon et retour au pair),
- 2. La contribution action** (via l'option de conversion),
- 3. L'alpha technique** propre à la structure optionnelle des convertibles.

Cette combinaison unique explique pourquoi, sur le long terme, les obligations convertibles couvertes en CHF ont historiquement **surperformé une allocation mixte 50/50 obligations et actions** couvertes en CHF, tout en offrant un profil de risque plus équilibré. Voir graphique 6.

L'analyse des performances montre que, sur longue période, la contribution des convertibles se répartit en moyenne **à parts égales** entre les trois moteurs de performances : **obligataire, action et alpha technique**. Voir graphique 7.

Ces trois sources principales de performance des obligations convertibles peuvent être associées à trois grandes familles de profils d'obligations convertibles.

Le profil obligataire : lorsque le prix de conversion est très éloigné du cours actuel, l'obligation convertible se comporte comme une obligation classique. La majorité de la performance se fera à travers les coupons

et le retour au pair. L'intérêt de ce profil est d'offrir une performance « assurée » hors cas de défaut. L'intervalle de confiance des performances attendues sur ce type de profil est très resserré et dépendra du nombre de défauts réalisés. A la différence des obligations classiques, il existe une petite probabilité que certains sous-jacents parviennent à revenir dans la monnaie avant la maturité permettant un gain supplémentaire. Pour l'allocataire, les obligations convertibles au profil obligataire présentent **un potentiel de diversification important** : plus de 70 % des émetteurs n'existent pas dans le monde obligataire classique. L'absence de notation officielle pour ces émetteurs propres aux convertibles ainsi que le manque de perméabilité entre investisseurs obligataires et convertibles créent **une décote à risque de défaut équivalent**. Cet avantage est très marqué pour les émetteurs de notation équivalente B avec un avantage de presque 110bp par rapport aux souches obligataires classiques. Voir graphique 8.

Le profil dit « mixte » : lorsque le prix de conversion est relativement proche, la probabilité de finir dans la zone de conversion devient élevée. **Ces obligations convertibles présentent un profil « asymétrique » qui permet d'être indexé à la hausse de l'action tout en désensibilisant à la baisse**. Ici les deux principaux moteurs de performance seront la performance de l'action, mais aussi « l'alpha technique » propre à la classe d'actifs. Grâce à la convexité, la performance d'un portefeuille de convertibles peut être positive même si les actions sous-jacentes affichent une performance nulle. On peut l'illustrer à travers un exemple concret : entre le 31 décembre 2024 et le 08 avril 2025, le portefeuille action équilibré sur les titres MP Materials, Nordex, Parsons et Coinbase a réalisé une performance de -2 % quand le portefeuille de convertibles équilibré émises par les mêmes sous-jacents a obtenu une performance de +5 %.

Cet écart provient de la non-linéarité du profil de rendement des convertibles : **elles profitent de la volatilité et de la dispersion des performances**, caractéristique qui n'existe pas dans les autres segments obligataires. Voir graphique 9.

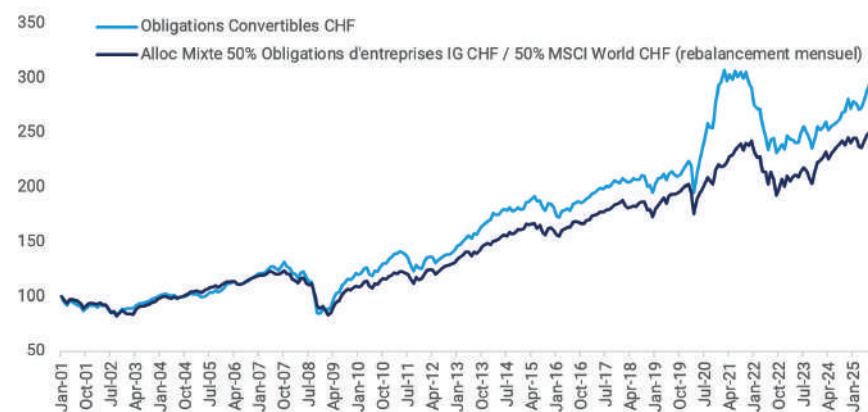
Le profil action : lorsque le cours de l'action dépasse le prix de conversion, l'obligation convertible se rapproche d'un profil

Graphique 5. Corrélation entre les différents segments obligataires et les actions

Variable	Govies Suisse	Crédit IG	Obligations Émergentes	High Yield	Subordonnées Financières	Obligations Convertibles	SMI
Govies Suisse	1.0	0.6	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.1
Crédit IG	0.6	1.0	0.6	0.6	0.7	0.5	0.2
Obligations Émergentes	0.2	0.6	1.0	0.6	0.4	0.6	0.5
High Yield	0.1	0.6	0.6	1.0	0.6	0.7	0.6
Subordonnées Financières	0.2	0.7	0.4	0.6	1.0	0.5	0.4
Obligations Convertibles	0.0	0.5	0.6	0.7	0.5	1.0	0.7
SMI	-0.1	0.2	0.5	0.6	0.4	0.7	1.0

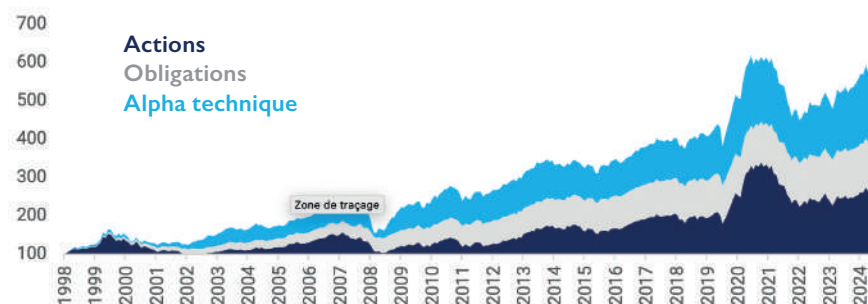
Sources : Ellipsis AM au 29/08/2025

Graphique 6. Performance Obligations Convertibles vs 50/50 Crédit IG et MSCI world (rebalancement mensuel)



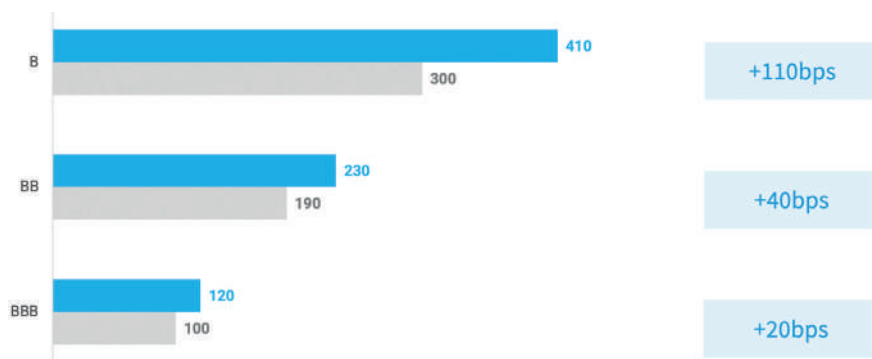
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Sources : Bloomberg entre le 31/01/2001 et le 29/08/2025. Obligations convertibles hedgées en CHF Ticker : UCBIEABU Index / MSCI World hedgées en CHF Ticker : M0WOHCHF Index / Obligations d'entreprises IG hedgées en CHF Ticker : LGCPTRCH Index

Graphique 7. Répartition des facteurs de performance Actions / Obligations / Alpha technique



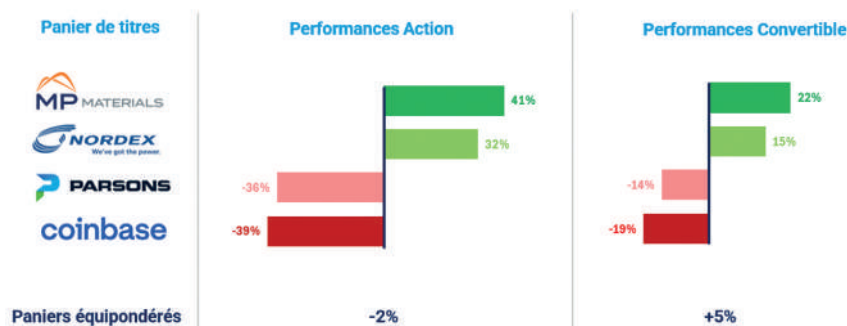
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Sources : Ellipsis AM & Bloomberg avril 2025.

Graphique 8. Spreads convertibles vs straights (en bp)



Source : Ellipsis AM 29/08/2025

Graphique 9.



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les noms et valeurs sont donnés à titre indicatif et ne constituent pas une recommandation d'investissement. Sources : Ellipsis AM 08/04/2025

Graphique 10.

	Croissance des bénéfices 25-26	P/E
MSCI World	11.20%	19.4
S&P 500	12.40%	21.5
Sous-Jacents Convertibles	15.36%	20.7

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Source : Ellipsis, Refinitiv, 29/08/2025

action. Le potentiel de gain est élevé sur ce type de profils, proche de celui de l'actionnaire, mais avec une protection résiduelle. Il existe un effet vertueux pour l'émetteur : l'émission d'obligations convertibles permet à la fois de réduire la charge d'intérêt par rapport à une émission d'obligation classique, et de réduire le coût lié à la dilution par rapport à une augmentation de capital. Cet effet vertueux peut expliquer pourquoi il existe un « effet de sélection » positif sur les émetteurs d'obligations convertibles, ces derniers surperformant le marché des actions sur le long terme. Une deuxième raison de cette surperformance est que ce mode de financement attire des entreprises au profil de croissance élevé, avec des valorisations raisonnables. Les profils actions doivent toutefois rester minoritaires dans un portefeuille d'obligations convertibles, car ils ont tendance à augmenter le risque global du portefeuille et une mauvaise sélection peut effacer les gains accumulés. Voir graphique 10.

Pourquoi intégrer les convertibles dans une allocation stratégique ?

Dans un contexte de compression des rendements obligataires, les caisses de pension se doivent de trouver des solutions pour faire face à leurs exigences de passif. Plusieurs solutions s'ouvrent à elles. Revoir les allocations stratégiques afin de réduire la part des obligations et d'augmenter la part des actions ou des actifs illiquides en est une. Il en existe également une autre qui permet d'obtenir de meilleurs résultats sur le long terme sans réduire la proportion des obligations en portefeuille : allouer une partie de sa poche obligataire en obligations convertibles.

SOCIÉTÉ : Avec plus de 20 ans d'expertise de gestion et 5,2 milliards d'euros gérés (au 29/08/2025), Ellipsis AM cible des actifs spécialisés à valeur ajoutée. Ellipsis AM est une société de gestion reconnue qui spécialisée sur les obligations convertibles, le crédit ainsi que sur des stratégies Alternatives & Risk Mitigation (overlay). Le groupe développe également des solutions de placements sur-mesure sous format fonds.

Principaux Risques liés aux Obligations Convertibles :

L'OPC est plus particulièrement exposé à un risque lié à l'évolution de la valeur des obligations convertibles détenues en portefeuille, qui dépend de plusieurs facteurs : niveau des taux d'intérêt, évolution du prix des actions sous-jacentes, ou évolution du prix du dérivé intégré dans l'obligation convertible.

Par ailleurs, l'OPC est exposé notamment à un risque de crédit, de liquidité, de contrepartie, ainsi qu'à un risque lié à l'utilisation d'instruments financiers à terme.

Ces différents éléments peuvent entraîner une baisse de la valeur liquidative de l'OPC, qui ne fait l'objet d'aucune garantie ni protection.

Ce document publicitaire est exclusivement conçu à des fins d'information et ne constitue pas un conseil en investissement de produits financiers. Du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document peuvent n'être que partielles. Elles peuvent être subjectives et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Toutes ces données ont été établies de bonne foi sur la base d'informations de marché. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information externes, leur exactitude ne saurait être garantie. Les noms et les valeurs sont cités à titre indicatif.

Ce document ne peut être reproduit sous quelque forme que ce soit ou transmis à une personne autre que celle à qui il est adressé sans l'accord écrit préalable d'Ellipsis AM. Les noms et valeurs sont donnés à titre indicatif.

La résilience des consommateurs à l'échelle mondiale soutient les titres de créance mondiaux



Evelynne Assamoi
Head of Investment Grade
Credit Research

MFS Investment Management

Que s'est-il passé? Les investisseurs sont préoccupés par un choc important sur la croissance.

Les perspectives mondiales sont sou-
mises à des risques importants. En par-
ticulier, l'incertitude entourant la politique
monétaire demeure élevée pendant que la
guerre commerciale se poursuit, et il est peu
probable que la situation se normalisera. De
plus, les investisseurs mondiaux se sont in-
quiétés des risques liés aux politiques, en

particulier de l'augmentation des déficits
budgétaires et de l'endettement accru des
gouvernements. Les prévisions relatives à la
dette publique dans de nombreux pays ne
sont pas encourageantes, car il est possible
que les taux du marché demeurent élevés
plus longtemps, ce qui pourrait avoir des
répercussions défavorables sur la demande
mondiale. Face à ces risques importants, un
seul acteur économique détient la clé des
perspectives macroéconomiques mondiales :
la consommation.

Les consommateurs à l'échelle mondiale
semblent venir à la rescousse, apaisant les
craintes que l'économie mondiale subisse un
ralentissement important. Compte tenu de la
grande incertitude politique et de la guerre
commerciale en cours, il est compréhensible
de craindre une détérioration considérable
des perspectives mondiales. Toutefois, la vi-
gueur de la consommation mondiale nous
permet de croire que les perspectives de
l'économie mondiale demeurent solides.

Aux États-Unis, la consommation demeure
résiliente. Cette situation témoigne principa-
lement de la vigueur du marché de l'emploi,
qui ne montre aucun signe de détérioration
grave. De plus, le bilan des consommateurs
est particulièrement robuste, comme en
témoigne le ratio de la valeur nette des
ménages sur le revenu disponible, qui s'ap-
proche de son sommet historique de 760 %.
Par ailleurs, la situation de l'endettement des
consommateurs américains est également
assez favorable, avec un ratio d'endettement
sur valeur nette de 11,8 %, son plus bas niveau
depuis 1972. Ces données portent à croire
que les consommateurs américains sont bien
outillés pour résister à un choc potentiel sur
la croissance au cours de la période à venir.
Nous avons conçu un indicateur pour évaluer

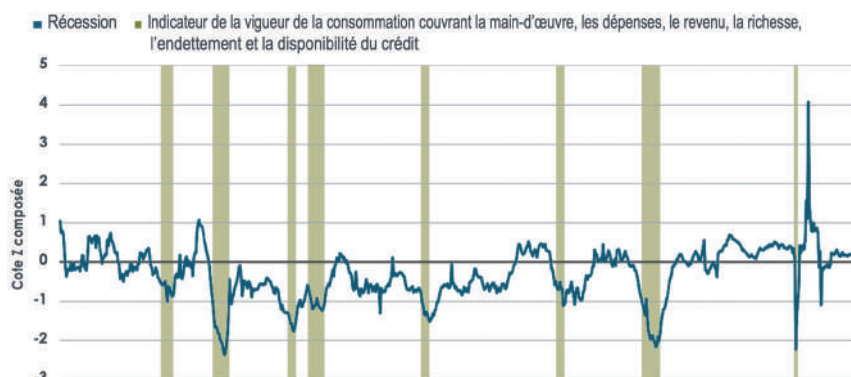
la vigueur de la consommation aux États-Unis
qui couvre la main-d'œuvre, les dépenses, le
revenu, la richesse, l'endettement et la dispo-
nibilité du crédit, selon 16 variables.

Dans l'ensemble, nous croyons que les ré-
sultats sont assez encourageants. À l'heure
actuelle, la vigueur de la consommation est
nettement supérieure à sa moyenne histo-
rique et ne semble pas envoyer de signal de
récession (figure 1).

Notre évaluation de la vigueur de la consom-
mation européenne est également généra-
lement positive. Les résultats pourraient ne
pas être aussi convaincants qu'aux États-Unis,
mais il ne semble y avoir aucune raison de
s'inquiéter. En particulier, la consommation
européenne demeure soutenue par une si-
tuation favorable du marché de l'emploi, le
taux de chômage se rapprochant des creux
historiques, et de faibles ratios du service de
la dette. Bien que la confiance des consom-
mateurs ait été plutôt faible au cours des
derniers mois, elle commence à montrer des
signes de redressement. (Figure 2)

Nous affichons un optimisme prudent à
l'égard de la consommation en Chine. Les
consommateurs semblent être devenus
beaucoup plus prudents en faisant preuve
d'une certaine retenue dans leurs dépenses.
Essentiellement, les ménages chinois conti-
nuent de profiter d'une importante épargne
excédentaire. Les autorités chinoises sont
fermement déterminées à assouplir leurs
politiques, à l'aide de leviers budgétaires et

Figure 1 : La vigueur de la consommation aux États-Unis demeure nettement supérieure à sa moyenne historique



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, département du Travail, Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, Goldman Sachs, US Census Bureau. L'indicateur de la vigueur de la consommation regroupe six sous-cotes couvrant la main-d'œuvre, les dépenses, le revenu, le patrimoine, l'endettement et la disponibilité du crédit et comprend 16 variables au total. Données mensuelles en date d'avril 2025.

monétaires, ce qui devrait ultimement renforcer la confiance des consommateurs locaux. Même si l'épargne demeure élevée, nous avons observé une légère baisse dans les intentions des consommateurs d'épargner davantage, ce qui laisse entrevoir des signes précurseurs d'une amélioration de la confiance des consommateurs (figure 3).

Dans les marchés émergents, les consommateurs ne semblent pas subir de fortes pressions. Par exemple, au Brésil, le revenu réel des consommateurs a augmenté d'environ 6 % sur 12 mois pendant quelques mois. Par ailleurs, en Indonésie, les dépenses de consommation ont dépassé 4 % en termes réels au cours des derniers trimestres. Dans l'ensemble, le faible taux de chômage est un signe encourageant pour les consommateurs des marchés émergents (figure 4).

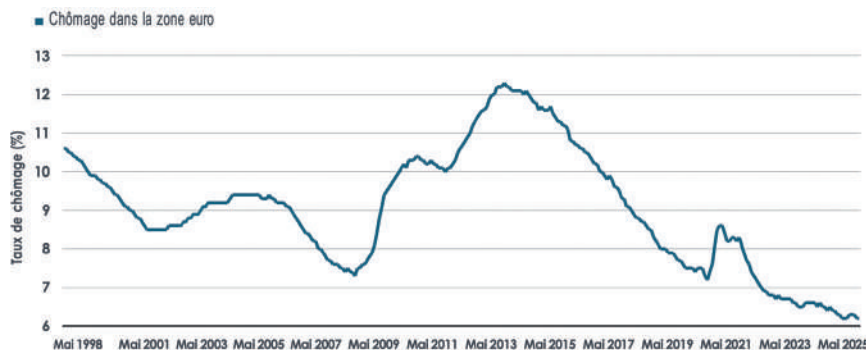
Dans ce contexte, les investisseurs devraient rechercher des sociétés résilientes qui peuvent composer avec l'incertitude. Les évaluations, qui sont le moteur des flux de trésorerie et des risques qui y sont associés, prennent une importance accrue. Tout cela entraîne une dispersion accrue entre les secteurs et les régions, ce qui devrait être avantageux pour les gestionnaires actifs, car ils ciblent les gagnants et évitent les perdants. Les indices généraux pourraient être surexposés aux sociétés et aux régions plus à risque.

Pourquoi est-ce important ? La consommation continuera de contribuer à la croissance.

Aux États-Unis, l'économie ne devrait pas basculer en récession. Certes, l'incidence macroéconomique de la hausse des tarifs douaniers demeure nébuleuse, mais l'économie américaine devrait être en mesure de résister à tout choc potentiel sur la croissance, compte tenu des conditions initiales solides et de la résilience de la consommation. Soyons clairs, les risques pour la croissance sont orientés à la baisse, mais nous qualifierions de ralentissement modéré la phase actuelle du cycle économique aux États-Unis.

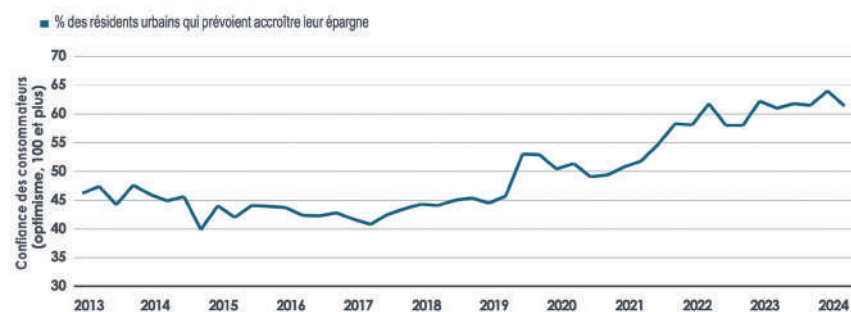
En Europe, les perspectives de croissance de la région se sont améliorées. Cette situation est principalement attribuable à la mise en œuvre prévue de vastes mesures de relance

Figure 2 : Le taux de chômage de la zone euro frôle son creux historique



Sources : Bloomberg et Eurostat, données mensuelles jusqu'en mai 2025.

Figure 3 : Les consommateurs chinois pourraient commencer à montrer moins de prudence



Sources : Haver et Banque populaire de Chine. Données jusqu'en décembre 2024.

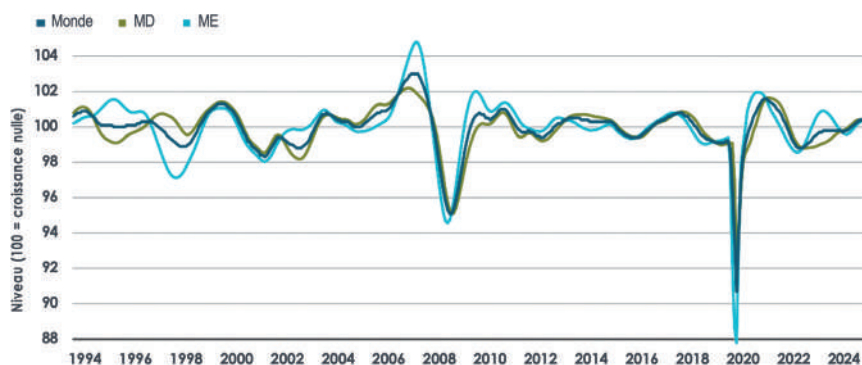
Figure 4 : Le taux de chômage dans les marchés émergents demeure historiquement bas



Sources : Bloomberg et National Statistics Authorities. L'échantillon de pays du GI-EM comprend la Chine, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, la Thaïlande, la Pologne, l'Afrique du Sud, le Brésil, la République tchèque, la Colombie, la Roumanie et la Hongrie. Données mensuelles.

Figure 5 : Les perspectives pour la zone euro s'améliorent

Source : Bloomberg. Prévisions économiques de l'IFO en Allemagne, indice général Sentix (sentiment à l'égard de l'économie de la zone euro, indice de la confiance des consommateurs français, commandes manufacturières allemandes, Zentrum fuer Europaeische Wirtschaftsforschung (ZEW), indicateur de confiance économique de la Commission européenne zone euro, indice composé des directeurs d'achats de la zone euro et taux de rotation des biens d'équipement en Espagne. Données mensuelles de novembre 1975 à mai 2025. L'indicateur composé est fondé sur la moyenne des cotes z de ces huit variables.

Figure 6 : Les indicateurs avancés de l'OCDE laissent entrevoir des perspectives de croissance mondiale positives

Sources : Bloomberg et OCDE. Les indicateurs avancés composés sont conçus pour prévoir les points de retournement de l'activité économique par rapport à la tendance des six à neuf prochains mois. Un indicateur avancé composé indique pour un mois donné si les niveaux du PIB devraient être supérieurs ou inférieurs aux tendances à long terme. Les estimations des tendances du PIB sont établies à 100 dans le système pour toutes les économies et tous les mois. Un indicateur avancé composé supérieur à 100 prévoit que les niveaux du PIB seront supérieurs aux niveaux tendanciels dans six à neuf mois, tandis qu'un indicateur avancé composé inférieur à 100 prévoit que les niveaux du PIB seront inférieurs aux niveaux tendanciels à long terme dans six à neuf mois. Une mesure au-dessus de 100 et en hausse annonce une expansion; au-dessus de 100 et en baisse, une contraction; au-dessous de 100 et en baisse, un ralentissement; et au-dessous de 100 et en hausse, une reprise. Données mensuelles d'avril 1994 à mai 2025.

budgétaire au cours de la période à venir, en particulier en Allemagne. L'indicateur du cycle économique de Points de vue sur les marchés pour la zone euro laisse entrevoir une amélioration marquée des perspectives par rapport à il y a quelques mois. (Figure 5)

Dans l'ensemble, les indicateurs avancés mondiaux sont orientés vers une résilience de la croissance, malgré les risques mondiaux. En particulier, l'indicateur avancé composé de l'OCDE semble indiquer que l'économie mondiale continuera de croître à un rythme supérieur à sa tendance à long terme au cours de la période à venir, en raison de la contribution de la croissance des marchés émergents. Facteur important à prendre en compte pour les perspectives de croissance : les politiques devraient soutenir la croissance. Aux États-Unis et, surtout, en Europe, nous prévoyons des politiques budgétaires expansionnistes. Par ailleurs, la Banque centrale européenne pourrait poursuivre son assouplissement de la politique monétaire, même s'il semble maintenant que le cycle d'assouplissement pourrait bientôt prendre fin. En Chine, les autorités sont fermement déterminées à utiliser des leviers budgétaires et monétaires pour stimuler l'économie. (Figure 6)

Quel sera l'effet sur les investisseurs? Pareille situation sera favorable aux actifs risqués, y compris aux titres de créance mondiaux.

La résilience de la consommation devrait favoriser les actifs risqués mondiaux. Si l'économie mondiale évite un scénario de ralentissement important, grâce surtout à la contribution de la consommation mondiale, les actifs de croissance devraient continuer d'être soutenus par les perspectives économiques positives. Cela vaut pour les titres de créance mondiaux et les actions.

Dans ce contexte, nous croyons que les titres de créance mondiaux sont bien placés pour enregistrer des rendements supérieurs au cours de la période à venir. Cela s'explique principalement par le fait que les titres de créance mondiaux peuvent offrir des caractéristiques défensives intéressantes, une diversification régionale et des occasions d'alpha intéressantes. Certaines perturbations récentes face à une anticipation accrue de

récession mondiale pourraient offrir des occasions intéressantes de sélection des titres, par exemple dans le secteur automobile. De plus, certains sous-secteurs de la consommation, comme les jeux, sont moins exposés au choc tarifaire et peuvent présenter des caractéristiques défensives intéressantes.

La dispersion des écarts de taux demeure étroite, ce qui incite à mettre l'accent sur la sélection des titres. Le resserrement de la dispersion des écarts de taux est souvent un symptôme de données fondamentales mal évaluées au niveau des sous-indices. L'analyse fondamentale joue donc un rôle encore plus important en raison de l'incertitude élevée sur le marché, car la réévaluation des placements en titres de créance devient un élément de base de la gestion active des portefeuilles et des risques. Plus les perturbations et les mauvaises évaluations des données fondamentales des titres de créance sont importantes, plus grande est la possibilité de générer de l'alpha au moyen d'un processus de sélection des titres judicieux.

RÉSUMÉ

- **Nous croyons que les inquiétudes des investisseurs mondiaux concernant un choc grave sur la croissance ne sont pas justifiées, car la consommation mondiale demeure résiliente.**
- **Dans ce contexte, nous croyons que les titres de créance mondiaux sont bien placés pour enregistrer des rendements supérieurs au cours de la période à venir.** ■

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERGMD est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni n'endosse ce document, n'offre de garantie quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements qu'il contient ou n'offre de garantie, expresse ou implicite, relativement aux résultats pouvant être obtenus par suite de leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des préjudices ou dommages pouvant en découler.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles du Groupe des stratégies et analyses de MFS au sein de l'unité de distribution de MFS et peuvent différer de celles des gestionnaires de portefeuille ainsi que des analystes de recherche de MFS. Ces opinions peuvent changer sans préavis et ne doivent pas être interprétées comme des conseils de placement, des recommandations de titres ou une indication d'intention de placement du conseiller au nom de MFS. Les prévisions ne sont pas garanties.

La diversification ne garantit pas un gain ou une protection contre les pertes. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

RENSEIGNEMENTS MONDIAUX

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFSMD et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par :

États-Unis – MFS Institutional Advisors, Inc. (« MFSI »), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc., membre de la SIPC; Amérique latine – MFS International Ltd; Canada –

MFS Gestion de Placements Canada Limitée. Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse :

Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited

(« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority.

Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFSMD, se trouve au One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER; Note

à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse) : Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r.l. (MFS Lux), une entreprise autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg, qui offre des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; Singapour – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); Australie/Nouvelle-Zélande – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie.

MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; Hong Kong – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), entreprise

privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la Securities and Futures Ordinance (« SFO »);

pour les investisseurs professionnels en Chine – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; Japon – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FBO) No 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la Financial Instruments and Exchange Act. Pour les lecteurs en Arabie Saoudite, au Koweït, à Oman et aux Émirats arabes unis (à l'exclusion du centre financier international de Dubaï et du centre financier international d'Abou Dhabi). Au Qatar, réservé aux investisseurs avertis et aux particuliers fortunés. À Bahreïn, pour les investisseurs institutionnels seulement : Les renseignements contenus dans le présent document sont strictement destinés aux investisseurs professionnels. Les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas et ne doivent pas être interprétés comme une offre, une invitation ou une proposition de faire une offre ou une recommandation de demander un produit, un service ou une stratégie de nature financière, ou

un avis ou des conseils à cet égard. Même si nous avons pris grand soin de nous assurer que les renseignements contenus dans le présent document sont exacts, aucune responsabilité ne peut être assumée à l'égard de toute erreur ou omission ou de toute mesure prise sur la foi de ces renseignements. Vous ne pouvez reproduire, diffuser et utiliser le présent document (ou une partie de celui-ci) qu'avec le consentement de MFS International U.K. Ltd (« MIL UK »). Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils ne sont pas destinés au public et ne doivent pas être diffusés au public ni utilisés par celui-ci. Les renseignements contenus dans le présent document peuvent contenir des énoncés qui ne sont pas de nature purement historique, mais qui sont des énoncés prospectifs. Ceux-ci comprennent, entre autres, des projections, des prévisions ou des estimations de revenu. Ces énoncés prospectifs sont fondés sur des hypothèses, dont certaines sont décrites dans d'autres documents pertinents. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé. Veuillez noter que tous les documents envoyés par l'émetteur (MIL UK) ont été envoyés par voie électronique à partir de l'étranger. Afrique du Sud – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas une offre publique de titres en Afrique du Sud et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Ce document ne doit pas être largement diffusé au public en Afrique du Sud. Le présent document n'a pas été approuvé par la Financial Sector Conduct Authority et ni MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés à des fins de vente au public en Afrique du Sud.

Immobilier international : tirer parti des spécificités nationales – le cas de la promotion en France



Olivier Seux
Responsable Immobilier

Mirabaud Asset Management

Pour les caisses de pension suisses en quête de diversification à l'international, l'immobilier reste l'une des classes d'actifs les plus fiables à long terme. Toutefois, dans un marché mondial où chaque juridiction connaît ses propres règles, incitations et contraintes, il est indispensable de comprendre l'environnement local pour obtenir des rendements durables.

La France est un cas d'étude riche en enseignements. Son marché immobilier s'appuie sur des fondamentaux solides, une législation climatique ambitieuse, et un écosystème de développement arrivé à maturité. Plus important encore, la dynamique sous-tendant son développement immobilier a changé : la France est passée d'une politique d'expansion à une politique de régénération. Ce modèle est davantage en adéquation avec les priorités institutionnelles en matière de développement durable, de résilience des rendements et de création de valeur à long terme.

Qu'est-ce qui fait de la France une cible stratégique ?

Quand stabilité économique et transition urbaine vont de pair

Mi-2025, le marché immobilier français s'est stabilisé, après deux années de volatilité. Les taux immobiliers pour les prêts à 20 ans oscillent désormais entre 3 % et 3,35 %. Les prêts bancaires ont fortement rebondi et les ventes de logements résidentiels aux pri-

mo-accédants ont bondi, grâce à la prolongation des prêts à taux zéro, et aux exonérations fiscales temporaires.

Les investisseurs affichent toujours un vif intérêt pour les secteurs de l'hôtellerie, des logements étudiants et du résidentiel, tandis que le marché des bureaux continue de lutter contre une offre supérieure à la demande, et contre l'obsolescence fonctionnelle des bâtiments. Cette divergence est en train de remodeler les pipelines d'acquisitions, car les capitaux se concentrent dans les classes d'actifs bénéficiant d'incitations politiques et de la demande démographique.

Les tendances structurelles créent des opportunités

1. Demande croissante vs offre limitée

La France urbaine est confrontée à une pénurie chronique de logements (estimée à 500 000 unités par an) et à un nombre insuffisant d'achèvements. L'évolution des modes de vie, notamment l'émergence du travail hybride et l'augmentation du nombre de ménages à occupant unique, concourent à fragmenter encore plus la demande. Les écarts les plus marqués concernent les logements abordables, le stock de logements pour les primo-accédants et les résidences étudiantes. Voir graphique 1.

2. L'obsolescence comme opportunité

Plus de 60 % des bureaux parisiens ont plus de 30 ans et ne répondent souvent pas aux normes énergétiques ou fonctionnelles.

Cette obsolescence est l'occasion d'une réutilisation adaptative : conversion de bureaux en logements, en hôtels ou en programmes immobiliers à usage mixte, et transformations similaires de commerces, d'infrastructures hôtelières et de parkings vieillissants. Voir graphique 2.

3. Un cadre réglementaire qui récompense la durabilité

Trois politiques fondamentales remodelent l'économie du développement :

- Décret Tertiaire : impose une réduction de la consommation d'énergie dans l'immobilier commercial d'ici 2050. Voir graphique 3.
- Loi ZAN : tout nouveau terrain pavé, construit ou rendu « artificiel » doit être compensé par la restauration d'une superficie équivalente de terres déjà artificielles, pour la restituer à la nature ou à l'agriculture. Cela met fin à l'étalement des banlieues.
- RE2020 : durcit les normes carbone et énergétiques pour les nouvelles constructions.

Ces réglementations poussent les investissements vers l'urbanisme des friches industrielles, en réaffectant les sites existants dans les zones urbaines, en réduisant l'empreinte carbone, et en tirant parti des réseaux de transport et d'infrastructure existants.

Transformer les friches industrielles en espaces urbains

L'interdiction de l'étalement urbain par la loi ZAN a déclenché une vague de projets complexes de réaménagement urbain. Par exemple :

- Reconversion de bureaux vétustes en logements étudiants à Noisy-le-Grand (300 logements ainsi que des logements familiaux et un campus de santé).
- Transformation d'un parking dans le 18^{ème} arrondissement de Paris en 34 logements, avec un volet de logement social.
- Réaménagement de friches industrielles à Montpellier afin de créer des logements à occupation mixte et des commerces.

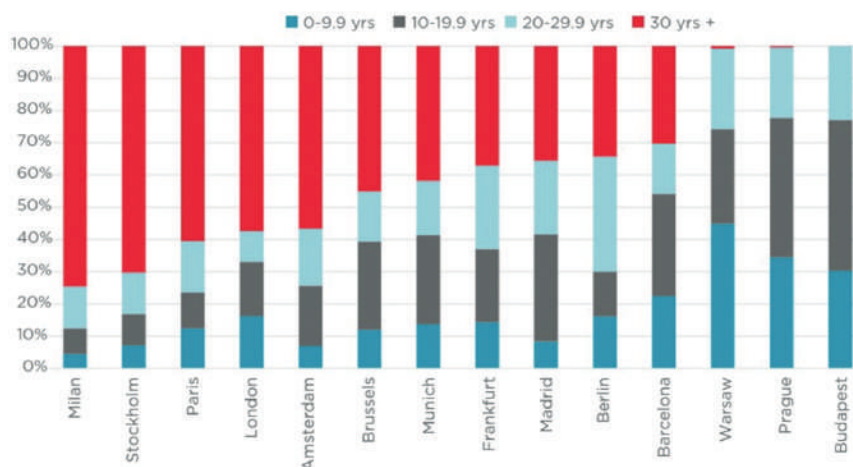
Ces projets répondent à des objectifs politiques (offre de logements, réduction des émissions de carbone et cohésion sociale), tout en exploitant la demande des investisseurs pour des actifs conformes aux critères ESG.

I. Un besoin de logements neufs et rénovés



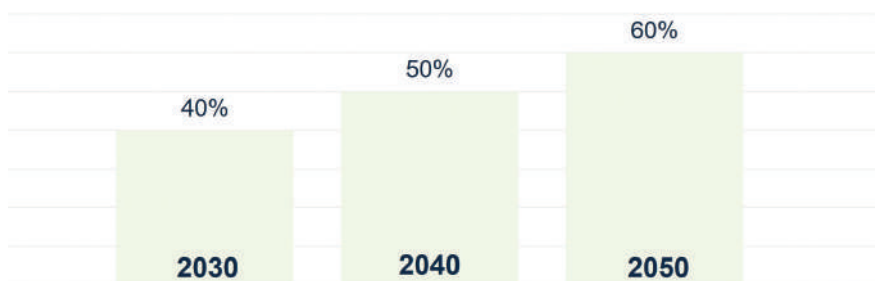
Source 1 : Rexecode et estimation de Nexity - Source 2 : Sit@del (2011/2021)

2. Parc de bureaux par âge



Source : Cushman & Wakefield Research, MSCI, co-star: CBRE au T2-2024

3. Réduction imposée de la consommation d'énergie dans l'immobilier commercial



Source : <https://www.ecologie.gouv.fr/eco-energie-tertiaire-eet>

Défis et solutions de financement

Un point de friction persistant est la pénurie de financement avant l'obtention des autorisations nécessaires. Les banques françaises financent rarement des projets avant l'obtention des permis de construire, et l'épuisement des recours. Cela oblige les promoteurs à trouver d'autres sources de financement à un stade précoce.

Les fonds spécialisés, les coentreprises et les partenariats public-privé interviennent de plus en plus, en acceptant d'assumer le risque à un stade précoce en échange de rendements plus élevés. Cette étape permet aux investisseurs de capter une prime de valeur, en s'associant à des opérateurs locaux expérimentés qui peuvent obtenir les permis nécessaires et l'adhésion des populations locales.

Comprendre le cadre légal et fiscal français

Permis et conformité

Les grands projets doivent être conçus par des professionnels inscrits à l'Ordre des architectes et satisfaire des normes de construction strictes, couvrant la sécurité sismique, l'isolation et l'accessibilité. La surveillance du patrimoine peut imposer des contraintes de matériaux et de conception dans les zones protégées. Les promoteurs sont légalement tenus d'offrir une garantie de 10 ans sur les nouvelles constructions, ainsi qu'une assurance dommages obligatoire. Ces deux facteurs ont une incidence sur le coût et la valeur de revente.

Les règles en matière d'investissements étrangers

Alors que la France est ouverte aux capitaux étrangers, certains sites situés à proximité de zones sensibles nécessitent une autorisation préalable du gouvernement. Les structures de propriété doivent également respecter les exigences de transparence de la propriété réelle.

Considérations fiscales

- **Fiscalité** : taxe foncière, taxe d'habitation éventuelle sur les résidences secondaires, et impôt sur la fortune IFI pour les biens immobiliers d'une valeur supérieure à 1,3 million d'euros.

- Plus-values : 19 % pour les résidents de l'UE, plus élevée pour les autres, avec dégressivité à long terme.
- Incitations :
 - Crédits d'impôt rénovation pour l'amélioration de la performance énergétique.
 - Loi Malraux défiscalisation des travaux de rénovation sur les biens anciens à caractère historique.
 - Récupération de la TVA dans le cadre de certains accords de cession-bail.

Structuration des investissements pour les caisses de pension suisses

Choisir le bon véhicule d'investissement :

- SCI (Société Civile Immobilière) : favorise la planification successorale et le contrôle en cas de détention directe.
- OPCI/SCPI : structures de placement collectif offrant diversification, gestion de la liquidité et transparence fiscale.
- SLP (Société de Libre Partenariat) : flexible pour les investisseurs institutionnels, avec possibilité de co-investissement transfrontalier.

Ajustement stratégique

Pour les caisses de pension, une structuration optimale garantit la stabilité des rendements et la conformité réglementaire. La prise en compte des facteurs ESG est de moins en

moins négociable : les projets répondant aux normes RE2020 ou supérieures réduisent non seulement le risque opérationnel, mais obtiennent également les permis nécessaires plus rapidement, ainsi que des bonus de densité.

Diversification régionale : au-delà de Paris

Paris restera un pôle d'attraction pour les capitaux, mais les villes secondaires offrent des fondamentaux attractifs. Par exemple :

- Lyon : conversions de bureaux en logements soutenues par une forte demande.
- Toulouse : grande population étudiante et croissance du secteur technologique.
- Marseille : forte pénurie de logements en centre-ville.
- Montpellier : croissance rapide et politique municipale favorable à la régénération.
- Banlieue du Grand Paris : stimulée par les liaisons de transport du Grand Paris Express et les politiques de densification. Voir graphique ci-dessous.

Ces marchés présentent souvent des coûts fonciers moins élevés, des délais de planification plus rapides et des possibilités d'impact visible sur la communauté, ce qui est en adéquation avec les objectifs de rendement et de valeur sociale des fonds de pension.

Stratégies susceptibles d'optimiser les rendements

1. Réutilisation adaptative dans les emplacements centraux : convertir des immeubles de bureaux ou de commerces obsolètes en biens résidentiels ou en biens à usage mixte.
2. Nouvelles constructions certifiées ESG : cible les projets d'aménagement urbain intercalaire conçus pour surpasser les normes RE2020.
3. Segments de logement thématiques : investir dans des logements étudiants, des logements partagés ou des résidences seniors pour capter une demande pérenne.
4. Projets liés au patrimoine : utiliser les avantages fiscaux de la loi Malraux, tout en valorisant le capital culturel.
5. Partenariats d'investissement avant permis : entrer tôt dans les projets de régénération pour capter la marge de développement avant l'adoption institutionnelle.

Gestion des risques

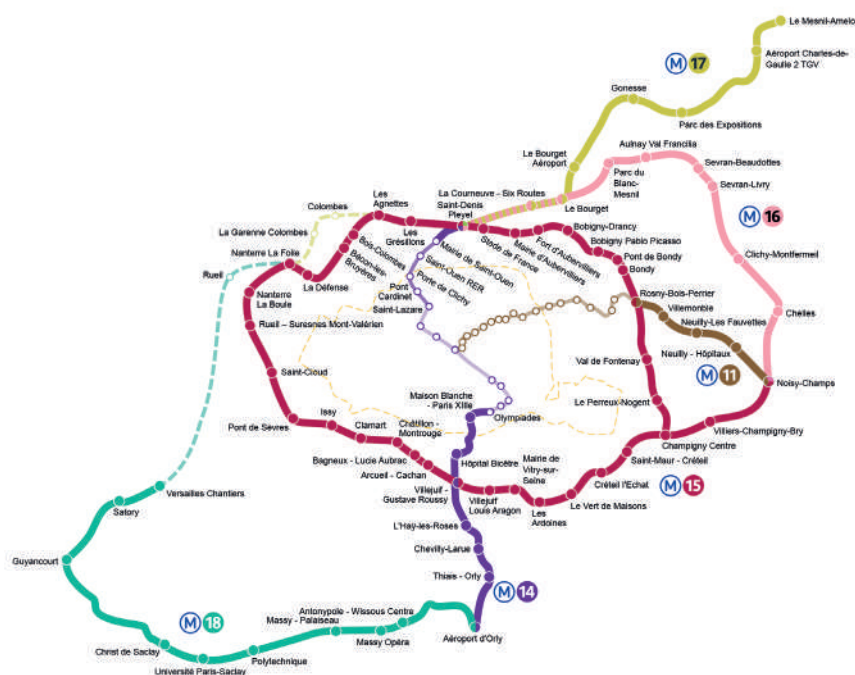
Les principaux risques dans la promotion immobilière française comprennent les retards administratifs, la hausse des coûts de construction et l'incertitude concernant la capacité d'absorption du marché. Stratégies de réduction des risques :

- Calendrier prudent et budgétisation d'urgence.
- Dialogue précoce avec les autorités locales et les communautés.
- Livraison progressive pour répondre à la demande en temps réel.
- Diversification entre les régions et les classes d'actifs.

Conclusion : un modèle évolutif pour l'immobilier transfrontalier

En délaissant l'expansion au profit de la régénération, la France s'aligne étroitement sur les principes d'investissement des caisses de pension suisses : valeur à long terme, résilience et intégration ESG.

La combinaison de facteurs démographiques porteurs, d'une législation climatique ambitieuse et d'un cadre d'urbanisme sophistiqué crée un terrain fertile pour le capital stratégique. En s'y plaçant au bon moment, en



structurant efficacement les investissements et en ciblant les segments où la politique et la demande convergent, les institutions suisses peuvent non seulement se diversifier géographiquement, mais aussi optimiser les rendements, tout en contribuant à un avenir urbain durable.

L'opportunité est claire : dans la nouvelle ère urbaine française, la régénération n'est pas seulement une doctrine d'urbanisme, c'est une stratégie d'investissement et évolutive pour les décennies à venir. ■

Informations importantes

Cette publication est fournie à titre informatif, pédagogique et à des fins non commerciales seulement. Elle ne convient pas aux lecteurs qui n'ont aucune connaissance préalable des marchés financiers. Les points de vue et opinions exprimés sont ceux de l'auteur ou des auteurs nommés, et ne représentent pas nécessairement les points de vue exprimés ou reflétés dans d'autres communications de Mirabaud.

Cette publication ne constitue pas une offre et n'a pas pour objet de fournir des conseils ou des recommandations d'investissement. Les secteurs, classes d'actifs, titres, régions ou pays indiqués sont fournis à titre indicatif uniquement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat ou de vente. Cette publication n'est pas destinée aux citoyens ou résidents de juridictions où sa diffusion ou son utilisation est restreinte.

Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs. Tout investissement comporte des risques, y compris la perte de l'argent investi. La diversification ne garantit pas nécessairement un profit ou une protection contre les pertes en cas de baisse des marchés. Rien ne garantit qu'une allocation du capital ou une combinaison de placements particulière répondra à des objectifs de placement donnés ou générera un niveau de revenu donné. Les variations des taux de change peuvent accroître ou réduire la valeur de tout investissement transfrontalier. En général, les investissements en actions et en obligations sont exposés à des risques tels que le risque pays/régional, le risque lié à l'émetteur, la volatilité et le risque de change, qui ne sont pas nécessairement abordés dans le présent document. Ne prenez aucune décision d'investissement sur la foi de cette seule publication.

Cette publication a été préparée sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un investisseur ou d'un type d'investisseur particulier. L'émetteur et ses sociétés affiliées déclinent toute responsabilité en cas de perte subie en lien avec l'utilisation des informations disponibles dans cette publication. Les sources utilisées sont réputées fiables. Toutefois, l'exactitude ou l'exhaustivité des informations ne peut être garantie, et certains chiffres peuvent n'être que des estimations. Les énoncés de faits, les opinions, les estimations, les analyses ou les conclusions contenus dans le présent document sont fournis de bonne foi et l'auteur n'est pas tenu de les mettre à jour, de les réviser ou de les compléter. Ils peuvent être modifiés sans préavis et peuvent être révisés à tout moment. Cette publication peut inclure des projections, des prévisions et d'autres déclarations prospectives de nature hypothétique. Ils comportent certains risques et incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats réels diffèrent de ceux énoncés dans le présent document.

Mirabaud Asset Management, tous droits réservés. Reproduction partielle sous réserve d'une citation appropriée, reproduction intégrale sous réserve de l'accord préalable de MAM.



Actions suisses et plus : une gestion du risque tournée vers l'avenir



Philipp Bregy

Partenaire et Membre de la direction

OLZ AG

Les caisses de pension sont confrontées à une multitude de risques dans leurs activités quotidiennes. Les risques commerciaux généraux comprennent, entre autres, l'incertitude quant à la capacité de remplir toutes les obligations de manière fiable, ainsi que les déséquilibres potentiels entre les générations. À cela s'ajoutent les risques spécifiques aux classes d'actifs, qui vont d'une volatilité accrue à des pertes plus importantes ou à une illiquidité inattendue en période de crise, en passant par des opportunités de rendement manquées en cas de prudence excessive.

Comme son titre l'indique, cet article traite des risques spécifiques liés aux actions.

La question qui se pose est de savoir s'il existe un moment idéal pour s'intéresser à la gestion des risques. La réponse est claire : la gestion des risques n'est pas une tâche ponctuelle, mais un processus continu. À cela s'ajoute le fait que les hypothèses relatives aux risques sont elles-mêmes en constante évolution. Des estimations qui semblent plausibles aujourd'hui peuvent s'avérer fausses dans quelques mois seulement. Les développements géopolitiques actuels en sont un exemple : il y a un an encore, personne n'aurait pu imaginer que les droits de douane et les activités commerciales aux États-Unis pourraient poser de sérieux problèmes aux entreprises suisses.

Défis fondamentaux liés aux portefeuilles indiciels

Pour mieux comprendre les risques liés aux placements en actions, il convient tout

d'abord d'examiner la structure des portefeuilles indiciels. En effet, de nombreux portefeuilles s'orientent sur ces indices de référence. C'est précisément pour cette raison qu'il est important d'étudier leurs forces et leurs faiblesses.

Dans la pratique, les indices basés sur la capitalisation boursière se sont imposés. L'idée de base est la suivante : si l'on part du principe que les marchés sont efficaces, le cours boursier d'une entreprise reflète toujours sa juste valeur. Selon cette logique, une pondération basée sur la capitalisation boursière est considérée comme la représentation «correcte» du marché – tout écart par rapport à celle-ci n'apporterait aucune valeur ajoutée.

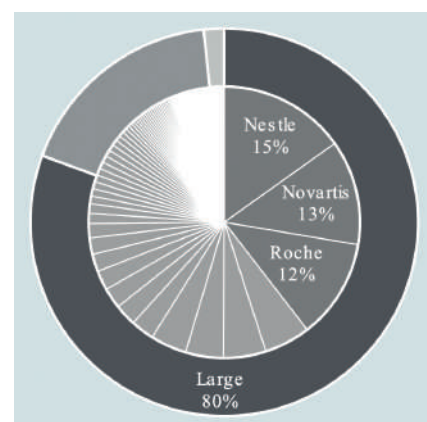
Ces indices offrent divers avantages : la négociabilité est garantie à tout moment et les coûts de transaction peuvent être maintenus à un niveau bas. Mais ils présentent également des faiblesses. L'hypothèse théorique d'une efficacité parfaite du marché ne s'est pas confirmée dans la pratique. En outre, la pondération d'une action dans l'indice n'est pas seulement déterminée par le cours boursier, mais aussi par le nombre total d'actions. Un portefeuille constitué exclusivement en fonction de la capitalisation boursière ou de la taille de l'entreprise n'est optimal ni du point de vue du risque ni du rendement. Il existe des risques de concentration et les actions surévaluées sont automatiquement pondérées plus fortement que ne le justifierait leur valeur réelle. Il en résulte que les indices capitalisés en bourse sont certes bien établis, mais présentent des faiblesses évidentes – et c'est précisément là que réside le potentiel d'amélioration.

Risques liés aux portefeuilles indiciels suisses

L'univers des actions suisses offre des exemples frappants.

Dans le SPI, par exemple, une part importante de l'indice se concentre sur quelques grandes entreprises. Près de 40 % sont représentés par trois titres seulement, tandis que les grandes capitalisations représentent environ 80 % du total. Cela signifie que ceux qui détiennent l'indice ne profitent que de manière très limitée du paysage entrepreneurial plus large de la Suisse et ne sont donc pas diversifiés de manière optimale sur l'ensemble de l'économie.

Composition du SPI

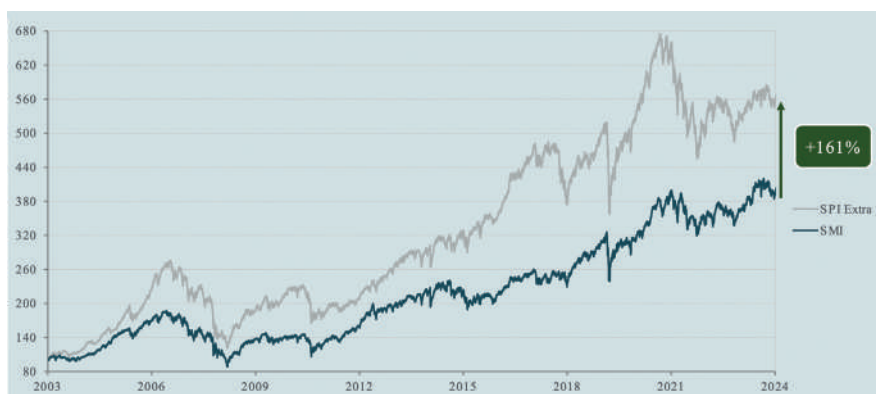


Date de référence : 31.12.2024

L'univers SPI Extra, en revanche, comprend des petites et moyennes capitalisations. Ces petites et moyennes entreprises suisses ont obtenu de meilleurs résultats que les grands groupes sur de longues périodes, un phénomène connu sous le nom d'effet de taille et désormais considéré comme un facteur de rendement reconnu. Une comparaison entre le SMI et le SPI Extra met clairement en évidence cet avantage.

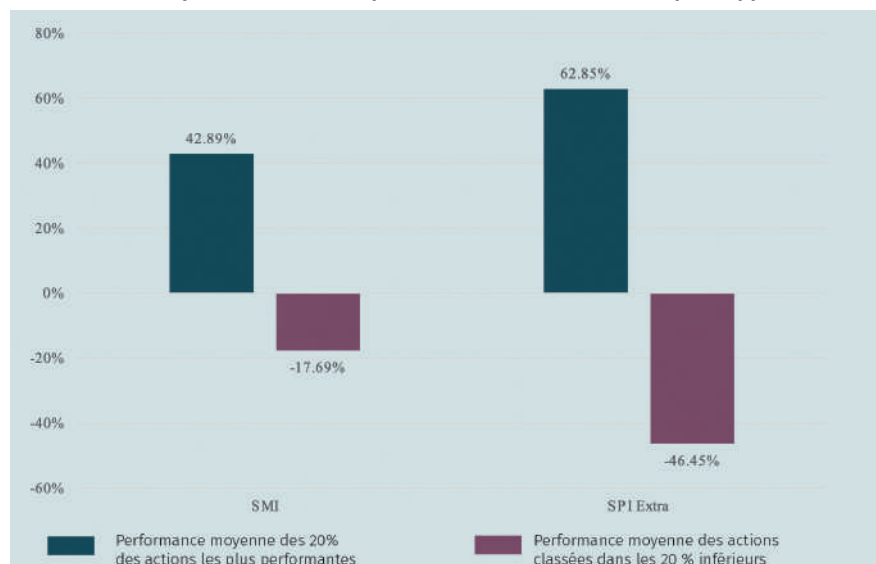
Toutefois, des risques sont également perceptibles : depuis la pandémie du coronavirus, le SPI Extra affiche une volatilité annuelle plus élevée que le SMI et la perte maximale a été supérieure d'environ 18 %. En outre, on observe des différences de rendement significatives entre les meilleurs et les moins bons titres du segment des grandes capitalisations (SMI), qui sont plus proches les uns des autres que dans le segment des petites et moyennes capitalisations.

Performance indexée SPI Extra par rapport au SMI depuis 2004



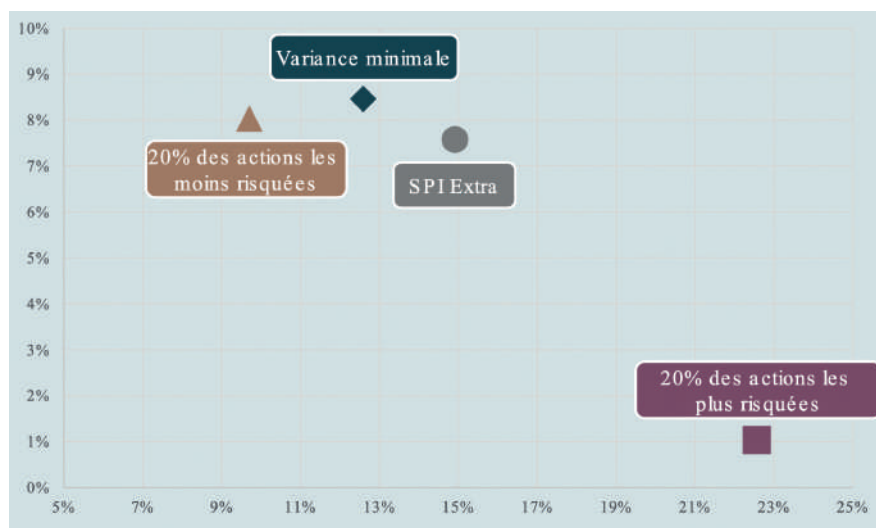
Source : Bloomberg, OLZ. Période d'analyse : 31.12.2003 - 31.12.2024

Performance moyenne des 20 % supérieurs/inférieurs SPI Extra par rapport au SMI



Analyse : Performance moyenne du 20^e centile respectif, tandis que seules les actions liquides sont prises en compte pour le SPI-Extra. Source : Bloomberg, OLZ. Date de référence : 31.12.2024

Rendement-risque des actions présentant le risque le plus élevé (20 %) et le risque le plus faible (20 %)



Ces observations montrent clairement que, quel que soit l'univers d'investissement choisi, il est essentiel de remettre en question de manière critique le type de pondération dans le portefeuille.

Une alternative largement répandue et facile à mettre en œuvre consiste à pondérer de manière égale tous les titres compris dans l'indice. Cela permet de réduire efficacement les risques de concentration et d'améliorer la diversification. Dans la pratique, cependant, une pondération égale peut entraîner des problèmes de liquidité, en particulier dans des univers d'investissement tels que le SPI Extra, qui comprend de nombreuses petites entreprises.

Une autre possibilité est l'optimisation de la variance minimale. Cette méthode vise à constituer un portefeuille présentant la plus faible volatilité possible afin de réduire le risque global. En effet, comme l'illustre clairement le graphique ci-dessous, les actions à faible risque offrent des rendements attractifs. Il convient toutefois de noter qu'un portefeuille composé exclusivement des 20 % d'actions les moins risquées est une construction théorique, en particulier pour les titres à petite et moyenne capitalisation. Dans la pratique, cela poserait d'une part des problèmes de liquidité et, d'autre part, les coûts liés à un rééquilibrage régulier pèseraient sur la performance. Ces problèmes sont résolus par le portefeuille à variance minimale. Cependant, pour le construire, il faut estimer les volatilités et les corrélations à l'aide de méthodes quantitatives pour l'ensemble de l'univers des actions, ce qui nécessite une base de données complète et solide.



Analyse : Rendement et volatilité annuels des 20% des actions les moins risquées et les plus risquées, ainsi que du SPI Extra. Le portefeuille des actions les moins risquées et les plus risquées est pondéré de manière égale et rééquilibré chaque mois.

Source : OLZ. Période : 03.03.2005 – 31.12.2024

Au-delà des actions, une stratégie globale

Outre la part stratégique des actions, l'allocation dans les placements à revenu fixe joue également un rôle important. Selon la dernière étude Swisscanto, les caisses de pension suisses détiennent en moyenne environ 19 % de leurs actifs dans des obligations libellées en CHF. Avec le retour à un environnement de taux d'intérêt nuls, celles-ci perdent toutefois de plus en plus de leur attrait. La question se pose donc de savoir s'il ne serait pas plus judicieux de transférer une partie de ces placements vers d'autres classes d'actifs.

Les actions peuvent ici constituer une option pour améliorer les perspectives de rendement. Une augmentation de la part des actions ne doit toutefois pas être mise en œuvre sans réflexion. Sans optimisation concomitante, elle s'accompagne d'une augmentation sensible du risque. La clé réside donc dans une augmentation de la part des actions avec une mise en œuvre optimisée en termes de risque, qui ouvre des perspectives de rendement sans dépasser le budget de risque. Une gestion des risques tournée vers l'avenir améliore ainsi non seulement la diversification d'une classe d'actifs, mais aussi l'efficacité de l'allocation globale. ■



Diversifier son portefeuille avec les matières premières : une opportunité dans un contexte mondial en mutation



Benoit Harger
Portfolio Manager,
Multi-Asset & Systematic

Banque J. Safra Sarasin SA

Au cours des dernières années, le contexte géopolitique et économique mondial a été caractérisé par une volatilité et une incertitude sans précédent, plaçant de nouveau les matières premières au cœur des préoccupations internationales. Dès 2020, les investisseurs ont dû faire face à la première pandémie de l'ère numérique, à un assouplissement massif puis au resserrement des politiques monétaires et fiscales. La période actuelle a été marquée par une inflation galopante, des prix de l'énergie en hausse, l'apparition de nouveaux fronts géopolitiques en Europe et au Moyen-Orient, ainsi qu'une guerre commerciale entamée durant l'administration Trump, bouleversant l'organisation des chaînes d'approvisionnement mondiales. De surcroît, le début du XXI^e siècle a vu la fragmentation progressive des alliances géopolitiques traditionnelles, notamment avec la montée en puissance des pays du Sud et l'avènement d'un ordre mondial multipolaire.

Après une décennie de relative indifférence, l'investissement dans les matières premières a retrouvé toute son utilité en 2022, année marquée par une forte inflation, affectant les portefeuilles équilibrés traditionnels, tandis que les stratégies diversifiées sur matières premières ont généré des rendements à deux chiffres. Ainsi, face aux enjeux multiples tels que la transition énergétique et à l'incertitude géopolitique croissante, une approche diversifiée de cette classe d'actifs est plus pertinente que jamais.

Super-cycles des matières premières : enseignements et facteurs clés

Afin de comprendre l'évolution des marchés de matières premières, il est essentiel d'analyser les super-cycles passés. Ces cycles révèlent comment différentes forces, certaines prévisibles d'autres, inattendues, modifient la dynamique globale de l'offre et la demande sur le long terme. Trois facteurs reviennent régulièrement avant chaque super-cycle :

- Une longue période de sous-investissement dans l'offre, généralement causée par des prix faibles et un manque d'incitations économiques,
- Des mutations politiques ou réglementaires qui redessinent les flux commerciaux ou les mouvements de capitaux, bouleversant l'équilibre entre offre et demande,
- Des chocs exogènes (géopolitiques,

climatiques) déclenchant des réajustements massifs et durables des prix.

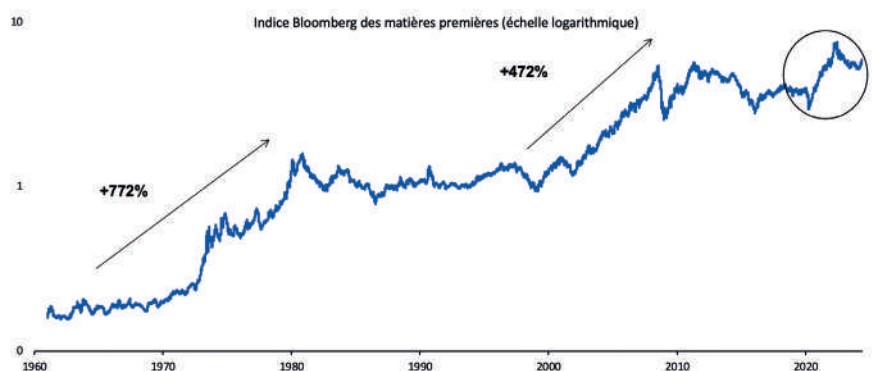
Ces cycles répondent à des chocs d'offre ou de demande. Le principal choc d'offre s'est produit dans les années 1970. Cette décennie a été marquée par la flambée des prix de l'énergie suite aux deux chocs pétroliers, la flambée des prix des produits agricoles suite à de mauvaises récoltes, la flambée du prix des métaux suite à une industrialisation sans précédent des économies mondiales. Le début du millénaire a, quant à lui, été marqué par un choc de demande avec l'entrée de la Chine dans l'Organisation Mondiale du Commerce en 2001. Le pays a été propulsé au rang de puissance industrielle et de principale usine du monde. En deux décennies, la Chine est passée d'exportateur net de produits agricoles au rang de troisième importateur net mondial en 2010. Après la crise financière de 2008, un plan de relance massif en Chine a propulsé les prix des matières premières à des sommets en 2011. Voir graphique 1.

Le nouveau paradigme depuis 2020 : Inflation, transition énergétique et géopolitique

Depuis 2020, nous sommes entrés dans un nouveau super-cycle haussier des matières premières. La croissance démographique dans les pays émergents, couplée au développement économique et à la digitalisation, ainsi que la régionalisation des économies, accélèrent la demande en matières premières.

Dans la lutte contre le changement climatique, la transition vers les énergies renouvelables s'impose sous l'impulsion d'accords internationaux comme l'Accord de Paris

Graphique 1



(qui vise à limiter le réchauffement à 1,5°C). Cette transition requiert des infrastructures intensives en métaux, entraînant un déséquilibre structurel entre l'offre et la demande de produits miniers. La transition énergétique, indispensable à la diversification du mix énergétique et à la réduction de la dépendance aux importations, provoque une demande croissante de métaux industriels tels que le cuivre ou l'aluminium.

Toutefois, les technologies de transition reposent sur des énergies intermittentes. Aussi, afin de répondre à la volatilité de la demande, de garantir la stabilité du réseau, et d'assurer notre approvisionnement continu en énergie, les sources d'énergie denses et stables, principalement d'origine fossile, conserveront toute leur utilité à l'avenir. À cela s'ajoute l'épuisement progressif du pétrole conventionnel, alors que le pic du pétrole de schiste est attendu pour 2027. Ceci, conjugué à la croissance constante de la consommation, limite l'offre à long terme.

Parallèlement, la transition énergétique favorise le développement des biocarburants, notamment dans le secteur des transports. Ce mouvement soulève, malgré tout, la question de l'utilisation des cultures vivrières et la durabilité des nouveaux biocarburants. La transition vers une économie verte représente un défi majeur, nécessitant davantage de métaux et de minéraux, ainsi qu'une adaptation des filières agricoles afin de répondre à de nouveaux usages (énergétiques et alimentaires). Le secteur de l'énergie et l'approvisionnement agricole joueront donc un rôle central pour soutenir cette évolution structurelle.

La période actuelle se distingue également par une rupture des grands équilibres économiques et politiques mondiaux. La polarisation croissante des États sur la scène internationale et les tensions géopolitiques persistantes, particulièrement en Europe et au Moyen-Orient, augmentent les risques de disruption des chaînes d'approvisionnement.

Les États ont pris conscience de leur dépendance aux marchés mondiaux afin d'assurer leur approvisionnement en matières premières. À titre d'exemple, la régionalisation du secteur de la défense et de l'armement provoque une nouvelle demande pour des matières premières spécifiques telle que

l'acier. Afin de renforcer leur souveraineté, les États multiplient des chaînes d'approvisionnement pour les biens stratégiques (métaux critiques, défense, technologies,...).

La flexibilité dans l'approvisionnement, notamment pour le secteur de l'énergie, deviendra un avantage compétitif crucial, permettant aux économies d'être plus résilientes face aux défis de demain. En outre, la révolution technologique que nous vivons actuellement, notamment par l'émergence de l'intelligence artificielle et de l'informatique à distance, nécessite un besoin croissant en semi-conducteurs et repose sur l'exploitation de nombreux centres de données gourmands en énergie. Afin de garantir leur approvisionnement énergétique, les grands noms du numérique développent des mini réacteurs nucléaires afin de pallier à leurs demandes croissantes. Le développement de ces nouvelles technologies accroît les besoins en infrastructures afin d'effectuer les raccordements nécessaires au réseau.

La transition énergétique provoque un déséquilibre structurel des marchés de matières premières. Une régionalisation accrue des échanges pourrait augmenter les coûts de production de certains secteurs de l'économie. Enfin, le changement climatique et la fréquence croissante des phénomènes extrêmes risquent d'entraîner des problèmes d'approvisionnement, avec une demande mondiale en expansion, tirée par l'amélioration des conditions de vie dans les pays émergents et le développement de nouvelles technologies.

Optimiser l'investissement en matières premières

Différentes manières permettent d'aborder la classe d'actif, à titre d'exemple, via un investissement en or physique ou encore en actions d'entreprises telles que les sociétés minières. Il s'agit ici de présenter une autre façon d'investir directement et de manière diversifiée dans les matières premières par l'intermédiaire des contrats à terme en tirant profit de leurs caractéristiques empiriques.

Les prix des matières premières présentent trois caractéristiques majeures qui les rendent particulièrement adaptées à des stratégies d'investissement systématique : une forte volatilité, une faible corrélation entre elles et une

tendance au retour à la moyenne. Des travaux théoriques fondateurs (Black, Perold, Sharpe, Willenbrock) ont démontré qu'un portefeuille à composition constante, rééquilibré régulièrement et composé d'actifs présentant les caractéristiques précédentes, offre un meilleur profil rendement/risque qu'une stratégie « buy and hold » traditionnelle. Ainsi, un portefeuille diversifié, liquide et équipondéré de contrats à terme sur matières premières, rebalancé régulièrement, permet ainsi de maximiser la prime de rebalancement qui se substitue aux coupons ou dividendes des actifs traditionnels (en noir sur le graphique 2).

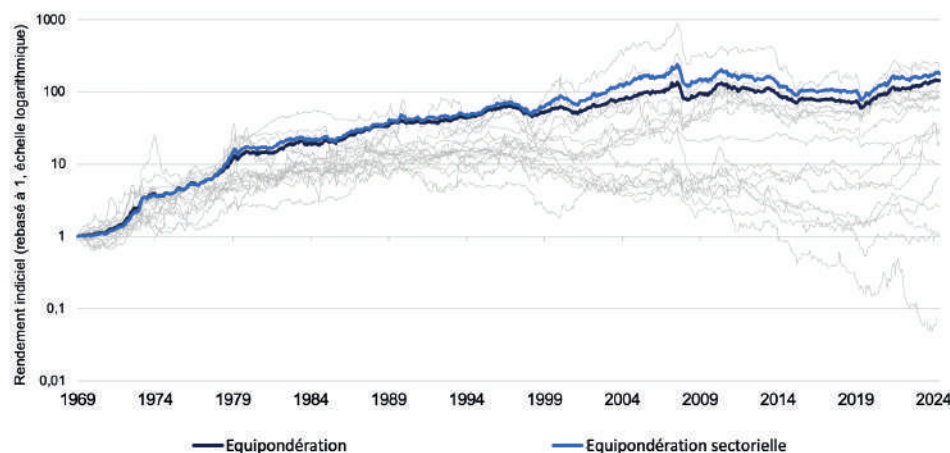
Les matières premières forment un univers particulièrement vaste et diversifié, aussi bien par leur nature que par leurs usages finaux. Elles se classent généralement en trois grandes catégories : les énergies (pétrole et produits raffinés, gaz naturel,...), les métaux (précieux et industriels), et les produits agricoles (céréales, oléagineux, café, cacao,...). Chaque secteur comprend un nombre variable d'actifs, l'agriculture proposant davantage de marchés à terme que les métaux. Afin d'équilibrer la pondération sectorielle, il est possible de réaliser une sélection annuelle selon une méthodologie systématique, privilégiant pour chaque secteur les matières premières offrant la volatilité historique la plus élevée et la corrélation la plus faible. Ce processus aboutit à un portefeuille à trois secteurs, tous équipondérés. De même, au sein de chaque secteur, les matières premières sélectionnées sont également équipondérées (en bleu sur le graphique 2).

Depuis les années 1970, ce type d'approche a largement été éprouvée délivrant un rendement annuel en US dollars de 9,9%, supérieur à celui de la moyenne des matières premières (5,5%) et du portefeuille équilibré non optimisé (9,4%). Dans le contexte de forte volatilité actuelle, l'investisseur peut ainsi tirer bénéfice de l'exploitation des propriétés intrinsèques de la classe d'actif qu'il peut coupler à une gestion efficiente des courbes à terme des matières premières.

Formation des prix et dynamique des courbes de matières premières

Un élément distinctif du marché des matières premières est la structure des échéances, re-

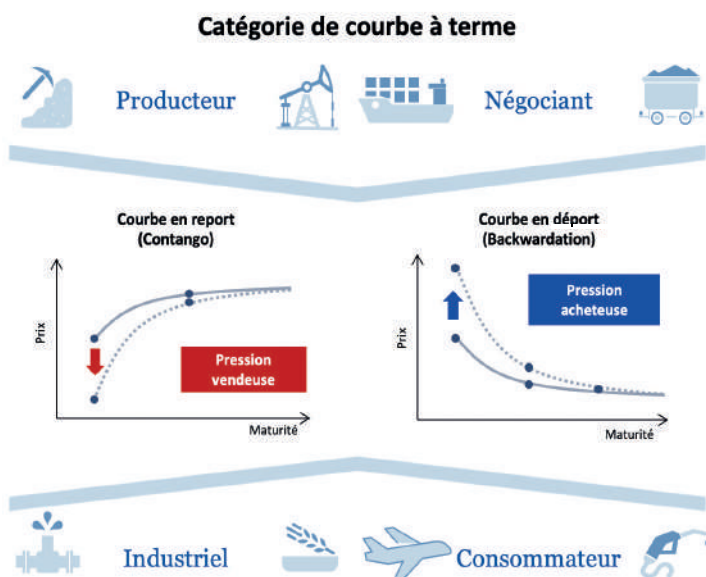
Graphique 2 : Rendements des matières premières collatéralisés



Source : Bloomberg, CRB, FRED, calculs propres de la Banque J. Safra Sarasin, du 31.01.1969 au 30.06.2025. Les prix au comptant publiés sont utilisés pour calculer les rendements en l'absence de prix à terme disponibles pour les matières premières suivantes entre les dates suivantes : Or (du 31.12.1969 au 29.11.1974), Pétrole brut (du 31.12.1969 au 31.03.1983), Gaz naturel (du 31.12.1969 au 30.04.1990), Mazout (du 31.12.1969 au 30.11.1978) et Café (du 31.12.1969 au 31.08.1972). Les rendements mensuels des contrats à terme à court terme ou des contrats au comptant publiés sont composés, en fonction du rendement mensuel en vigueur des bons du Trésor américain à 3 mois, afin d'obtenir un flux de rendement simulé des contrats à terme garantis sur matières premières. Les rendements susmentionnés n'incluent aucune estimation de coût. Veuillez noter que les données présentées ici sont données à titre indicatif et ne doivent pas être considérées comme une indication de la performance future d'une solution d'investissement.

Matière première	Rendement annuel
Pétrole brut	10.4%
Fioul	10.1%
Or	9.1%
Platine	8.9%
Cuivre	8.8%
Argent	8.5%
Soja	8.3%
Sucre #11	7.3%
Bovins vivants	6.5%
Cacao	6.4%
Jus d'orange	5.3%
Coton	4.3%
Café	3.0%
Maïs	1.6%
Porcs maigres	0.2%
Blé	0.1%
Gaz naturel	-4.9%
Rendement moyen	5.5%
Equipondération et rééquilibrage mensuel	9.4%
Equipondération sectorielle et rééquilibrage mensuel	9.9%

Graphique 3



Facteurs clés qui déterminent le positionnement sur la courbe

Structure



Macro



Fondamentaux



Saisonnalité



Momentum



Flux



présentée par la courbe à terme : elle décrit l'évolution des prix en fonction de la maturité de chaque contrat. La courbe à terme est façonnée par des facteurs structurels (coûts de stockage, niveaux d'inventaire, demandes de couverture des acteurs physiques), saisonniers (écart entre ancienne et nouvelle récolte, livraisons estivales ou hivernales) et macroéconomiques (anticipations de croissance, inflation, arbitrages).

Lorsque les stocks sont élevés, le marché peut absorber un choc d'offre ou une hausse

de la demande sans provoquer de pénuries immédiates. La courbe est alors en report (contango), les prix à terme étant supérieurs aux prix au comptant afin de compenser le coût de portage (stockage et financement). À l'inverse, si les stocks sont bas, la courbe se trouve en déport (backwardation) : la demande excédentaire ou une offre restreinte rendent les échéances courtes plus chères, traduisant un risque de pénurie accrue.

Une source additionnelle de performance pour l'investisseur provient de la gestion ac-

tive de cette courbe à terme. L'anticipation de l'évolution de la courbe à terme permet d'ajuster le positionnement des contrats et améliore la performance du portefeuille. En situation de déport, l'investisseur privilégie les contrats à échéances proches, alors qu'en report, il s'exposera aux échéances plus lointaines. (Voir graphique3)

Différents facteurs permettent d'apprécier l'évolution des courbes à terme dans le futur. Les matières premières sont tout d'abord régies par la loi d'offre et de demande. Les fon-

damentaux de chaque marché déterminent la forme de la courbe à terme. Les acteurs de marché évaluent les perspectives d'offre et de demande à mesure que de nouvelles informations sont publiées par les agences de régulation. Les évolutions fondamentales peuvent soit renforcer, soit inverser la courbe actuelle des matières premières. En fonction du degré d'incertitude et du changement des fondamentaux, des écarts de prix importants peuvent être observés sur certains mois de livraison.

Les courbes des matières premières reflètent également des forces structurelles telles que les coûts de stockage, l'état actuel des inventaires et les décisions de couverture des acteurs physiques. Les entités commerciales peuvent être contraintes de se couvrir à différents horizons avec des échéances particulières, ce qui peut créer un déséquilibre structurel dans l'offre et la demande.

De la même façon, la variation de la production, de la demande et des niveaux d'inventaire des matières premières crée un excès d'offre ou de demande de couverture pour des contrats saisonniers spécifiques (par exemple, les spreads entre la nouvelle et l'ancienne récolte sur les marchés agricoles ou les livraisons hivernales ou estivales sur les marchés de l'énergie sont particulièrement scrutés). Ce déséquilibre entraîne une variation saisonnière de la forme de la courbe à terme, où certains mois de contrat se négocient avec une prime ou une décote durant certaines parties de l'année.

Ce déséquilibre structurel ou saisonnier entraîne une convexité de la courbe à terme des matières premières, qui peut être observée empiriquement et prise en compte dans une gestion active des courbes.

De plus, les marchés à terme de matières premières sont influencés par la participation des acteurs de marchés. En analysant les positions des différentes catégories d'intervenants sur les marchés à terme, par le biais d'informations réglementaires (par exemple, le rapport sur les engagements des opérateurs de la CFTC), il est possible d'évaluer le sentiment de chacun d'entre eux. Pour les investisseurs, ce sentiment s'exprime généralement dans les contrats proches de la livraison, ce qui signifie qu'une liquidation des positions spéculatives ou un resserre-

ment des positions courtes aura un impact proportionnellement plus important sur les contrats à échéance proche (connu sous le nom d'effet Samuelson).

Enfin, la toile de fond macroéconomique a une incidence sur les dépenses d'investissement, la demande de matières premières et la consommation d'énergie. L'évolution des perspectives de croissance économique à court terme peut avoir un impact sur les contrats à livraison rapprochée, plus que sur les contrats à livraison différée. Également, comme tout autre actif, l'évolution des taux d'intérêts et des cours du dollar US ont un impact certain sur l'évaluation des différents contrats au cours du temps et doit être pris en compte dans la gestion active des courbes.

L'ensemble de ces facteurs confère aux courbes à terme une complexité exploitable pour une gestion active et sophistiquée des portefeuilles diversifiés de matières premières. Le positionnement sur les courbes à terme constitue ainsi un apport de performance potentiellement déterminant pour un investisseur.

Conclusion

Dans un monde en profonde mutation, marqué par une instabilité géopolitique croissante, une transition énergétique accélérée et une régionalisation des échanges, les matières premières s'affirment plus que jamais comme une classe d'actifs stratégique et incontournable pour les investisseurs.

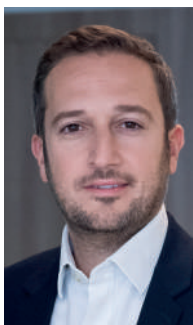
Le nouveau super-cycle, porté par une demande structurelle soutenue, qu'il s'agisse des besoins en infrastructures liés à l'essor des nouvelles technologies, de la transition énergétique ou encore des besoins du secteur de la défense, ouvre des perspectives de rendement attractives. Face à une offre souvent contrainte et à des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, la seule variable d'ajustement serait une hausse des prix des matières premières.

Cette dynamique affecte l'ensemble des matières premières, qu'elles soient énergétiques, minières ou agricoles, et appelle à une stratégie d'investissement diversifiée. Ainsi, face aux défis du XXI^e siècle, il est possible de mettre idéalement en œuvre une stratégie

basée, d'une part, sur une diversification rigoureuse du portefeuille, fondée sur les caractéristiques récurrentes de la classe d'actifs, et d'autre part, sur une gestion active de l'exposition sur les courbes à terme.

Au regard de ces éléments, les matières premières représentent une classe d'actifs diversifiante pour l'investisseur, qui peut capitaliser à la fois sur la technicité et les spécificités inhérentes à la classe d'actifs lui permettant ainsi d'améliorer le couple rendement risque de son portefeuille. ■

Quels sont les avantages des insurance-linked securities (ILS) et comment les intégrer efficacement dans un portefeuille d'investissement ?



Philippe Secnazi
Co-Head of Sales | Head of French-speaking
Countries & Southern Europe

SCOR Investment Partners

Insurance-Linked Securities (ILS) : une classe d'actifs stratégique pour les investisseurs institutionnels

Les Insurance-Linked Securities (ILS) sont des instruments financiers permettant de transférer les risques d'assurance, notamment ceux liés aux catastrophes naturelles, vers les marchés de capitaux. Créé il y a plus de 30 ans, ce marché alternatif, complémentaire au marché traditionnel de la réassurance, gagne en importance en réponse à la demande croissante de protection contre les catastrophes naturelles et à la pression croissante sur les bilans des assureurs. Les contraintes réglementaires strictes, comme Solvabilité II, combinées aux exigences accrues des agences de notation et aux limites d'appétence au risque des assureurs, poussent ces derniers à solliciter les marchés financiers comme complément essentiel à leurs stratégies de couverture.

Ce marché permet en outre aux investisseurs de s'exposer synthétiquement aux risques d'assurance en contrepartie de rendements élevés. Voir figure 1.

Une croissance remarquable

Le marché des ILS a connu une croissance significative. Au cours des douze dernières

années, le capital du marché mondial de la réassurance a enregistré une progression de plus de 40 %, dépassant à présent 700 milliards de dollars. 85 % de ce capital est issu de sources traditionnelles, telles que les compagnies d'assurance et de réassurance, tandis que le capital alternatif composé des ILS affiche une croissance moyenne annuelle supérieure à 8 %, soulignant son développement significatif dans le secteur. Voir figure 2.

Dans ce contexte, les ILS s'imposent comme une source alternative de capacité financière. En mobilisant des capitaux institutionnels – fonds de pension, caisses de retraite, family offices – ils permettent de diversifier les sources de financement du risque.

Cat bonds et autres instruments : structure et mécanisme

Bien que les obligations catastrophes (« cat bonds ») constituent la forme d'ILS la plus connue, il existe diverses catégories d'instruments de transfert du risque, chacune présentant des caractéristiques propres. Outre les « cat bonds », d'autres instruments, tels que la réassurance collatéralisée, les sidecars ou encore les « Industry Loss Warranties », contribuent à élargir le champ des opportunités d'investissement, offrant ainsi une diversification renforcée des stratégies au sein de cette classe d'actifs.

Les ILS reposent sur un transfert de flux financiers entre une compagnie d'assurance ou un réassureur et des investisseurs, souvent des fonds d'investissement. Ce mécanisme implique généralement la création d'une entité dédiée, appelée Special Purpose Vehicle (SPV), qui émet des obligations en contrepartie du paiement d'une prime. Voir figure 3.

Ces instruments transfèrent aux investisseurs le risque lié à un événement spécifique et prédéfini, tels que les ouragans, séismes ou inondations en échange d'un rendement potentiellement élevé. Si l'événement ne survient pas, l'investisseur récupère son capital majoré d'un coupon. En revanche, si le sinistre se produit selon les paramètres définis, tout ou partie du capital est mobilisé pour couvrir les pertes d'assurance.

De l'intérêt des ILS dans une stratégie d'investissement

Plusieurs caractéristiques distinctives rendent les ILS particulièrement attractifs pour les investisseurs institutionnels :

- Faible corrélation face aux classes d'actifs traditionnelles : leur performance est faiblement liée aux marchés financiers traditionnels. Les ILS sont ainsi peu sensibles aux cycles économiques ou aux crises financières, ce qui en fait un outil de diversification efficace.
- Résilience aux taux : les ILS émettent à taux variable, ce qui les insensibilise aux variations de taux d'intérêt.
- Rendement ajusté au risque : dans un environnement de taux volatils, les ILS offrent un couple rendement/risque compétitif.

Cette classe d'actifs comporte toutefois des risques spécifiques liés aux catastrophes naturelles, comme la modélisation imparfaite, ou présente des enjeux de liquidité, ce qui rend indispensable une expertise technique et analytique.

Un marché exigeant, avec de hautes barrières à l'entrée

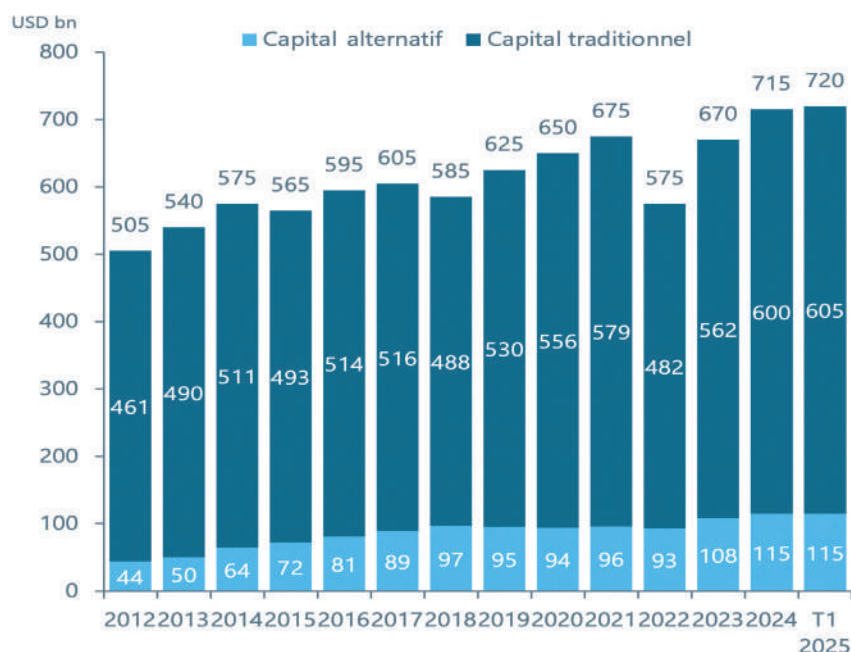
Bien que les ILS soient aujourd'hui reconnus comme une classe d'actifs établie, le marché présente des barrières à l'entrée élevées. Il nécessite une compréhension approfondie

Figure 1 : Le marché de la (ré)assurance est un marché



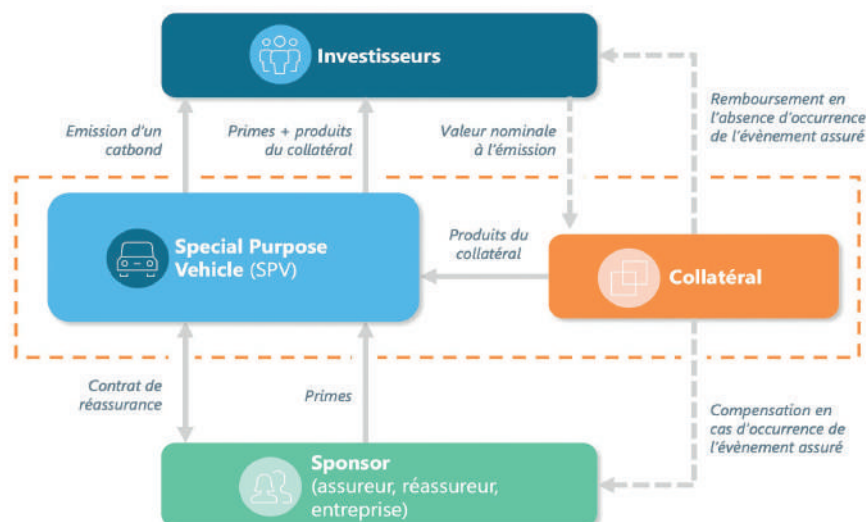
Source : SCOR Investment Partners

Figure 2 : Evolution du capital alternatif et traditionnel



Source AON, au 31.03.2025

Figure 3 : Structure d'un cat bond



Source : SCOR Investment Partners

des risques sous-jacents, ainsi que des compétences en modélisation probabiliste et en analyse actuarielle. C'est pourquoi les investisseurs institutionnels privilégient l'accès à cette classe d'actifs via des fonds spécialisés, pilotés par des gestionnaires d'actifs expérimentés disposant des compétences et des outils nécessaires pour évaluer et sélectionner les transactions. L'objectif des gérants est de construire des portefeuilles granulaires et diversifiés en termes de géographie ou de type de risque pour optimiser le profil rendement/risque des fonds. La structure de ces fonds est souvent similaire à celle d'un portefeuille obligataire classique, avec une approche de diversification et de mutualisation des risques.

Vers une intégration croissante des ILS dans les portefeuilles

Le marché des ILS occupe actuellement une place importante dans la gestion des risques extrêmes. Il permet à la fois la diversification des portefeuilles institutionnels et le financement des risques extrêmes.

Au cours des prochaines années, les gestionnaires d'actifs et investisseurs institutionnels devraient participer à l'évolution, à la structuration et à la liquidité de ce marché. Avec l'amélioration des modèles de risque et l'augmentation des besoins de couverture, l'utilisation des ILS dans les stratégies d'investissement institutionnelles devrait également croître. Les investisseurs professionnels pourront ainsi participer au renforcement de la stabilité financière mondiale tout en accédant à de nouvelles possibilités de diversification et de rendement.

« Impact investing » : des stratégies en actions répondant aux enjeux de demain



Yvan Delaplace
Spécialiste en investissement
à impact positif et en biodiversité

Union Bancaire Privée

I. Une approche d'investissement pertinente dans un monde en mutation

Compte tenu de l'accélération des transformations structurelles – climat, démographie, géopolitique, technologie –, les investissements traditionnels en actions sont-ils encore suffisants ? Les investisseurs recherchent désormais des stratégies qui non seulement offrent résilience et croissance, mais qui sont également en ligne avec les forces remodelant l'économie mondiale.

Les solutions en actions à impact (« Impact Equity ») ne constituent en rien une concession : il s'agit de tirer parti, de manière pertinente, d'un univers en pleine mutation.

Pour ce faire, l'équipe d'investissement Impact de l'UBP identifie les entreprises qui proposent des produits et des services essentiels pour répondre à ces changements structurels. Nos stratégies Impact se concentrent sur les sociétés appelées communément « fixers » en anglais, ou qualifiées de « fournisseuses de solutions » ; autrement dit, ce sont des entreprises dont les revenus proviennent de solutions visant à relever les défis sociétaux et environnementaux. Bien que souvent liés, ces concepts diffèrent de celui de l'ESG (Environnement, Société, Gouvernance), lequel se concentre uniquement sur la qualité opérationnelle d'une entreprise en matière environnementale, sociale et de gouvernance. À titre d'exemple, une entreprise de tabac peut présenter de solides références ESG si elle met en œuvre des objectifs de réduction

des émissions de carbone et des cadres de gouvernance stricts, mais cela ne fait pas de son produit, le tabac, une solution positive d'un point de vue sociétal. En revanche, un fabricant comme Xylem, qui développe des systèmes de traitement de l'eau, des composants de filtration et des équipements de contrôle de la qualité de l'eau, peut clairement être qualifié de fournisseur de solutions. Ses produits contribuent à résoudre la crise hydrique au niveau mondial en améliorant l'accès à une eau salubre et potable. Parallèlement, Xylem affiche un profil ESG de premier ordre, alliant réponse aux questions d'impact et excellence opérationnelle.

Or c'est là l'essence même de notre approche : investir dans les entreprises visant à bâtir une économie plus résiliente et plus efficace dans l'utilisation des ressources, tout en générant des performances compétitives.

Générer de la performance sans faire de compromis

L'un des mythes les plus tenaces concernant l'investissement à impact (Impact investing) est l'idée que ceci nécessiterait forcément de renoncer aux performances. En réalité, les stratégies Impact ont démontré leur capacité à générer de solides performances à travers les différents cycles, grâce à des fondamentaux d'entreprise robustes et à une exposition à une croissance séculaire :

- Sur les marchés développés, la stratégie « Impact Global Equity » a affiché une performance annuelle de 14,6 % depuis son lancement*, avec une volatilité annualisée de 15,6 %**.

- Sur les marchés émergents, la stratégie « Impact Emerging Equity » a enregistré une performance annuelle de 10,5 % depuis son lancement***, avec une volatilité annualisée de 15,6 %**.

Ces performances ne sont pas le fruit du hasard. Les entreprises à impact se situent à la croisée de trois puissants moteurs de croissance :

1. L'innovation
2. Les soutiens politiques
3. Le comportement des consommateurs

Ces moteurs existent dans tous les domaines à impact (eau, infrastructures, santé), mais ils sont très distincts les uns des autres. Cela permet une croissance diversifiée et une dynamique opérationnelle différenciée, avec à la clé un réel potentiel de profitabilité.

Il est important de noter que les entreprises à impact au sein de nos stratégies sont réparties parmi tout l'éventail des capitalisations boursières : ceci nous permet de privilégier les moyennes et les grandes capitalisations tout en conservant un accès aux petites sociétés. À l'heure actuelle, nos diverses stratégies investissent uniquement dans des entreprises profitables. Ces caractéristiques de qualité, combinées au fait que ces produits sont essentiels, contribuent à une plus grande stabilité en période d'incertitude. Elles peuvent par ailleurs aider à protéger les portefeuilles contre la volatilité et les changements de politiques.

Ces trois dernières années, nos stratégies ont surperformé dans des domaines où nous observons une forte conviction, tels que les infrastructures durables, l'efficacité hydrique, l'économie circulaire et l'agriculture régénérative (cf. quelques exemples d'entreprises ci-dessous). Notons qu'il s'agit de secteurs qui restent sous-représentés dans les indices traditionnels.

Sprouts est une chaîne de magasins d'alimentation spécialisée dans les produits frais, naturels et biologiques, à des prix abordables. Elle encourage un mode de vie plus sain et une agriculture durable en favorisant des sources de production responsables et en réduisant le gaspillage alimentaire.

Gentera est un groupe financier qui propose des microcrédits et des services bancaires **DD**

aux communautés démunies du Mexique et d'Amérique latine. En donnant à de petites sociétés et à des entrepreneuses les moyens d'agir, il entend favoriser l'inclusion financière et le développement économique.

Hitachi est une société active dans divers secteurs tels que l'énergie, les transports et les technologies de l'information (IT). Elle développe notamment des technologies telles que les trains à haut rendement énergétique et les 'réseaux intelligents'. Ses innovations contribuent à la réduction des émissions de carbone et à la modernisation des infrastructures pour un avenir plus durable.

Intuitive fabrique des systèmes chirurgicaux assistés par robot, tel que le robot da Vinci, qui permettent de réaliser des interventions peu invasives. Ces technologies contribuent à diminuer le temps de récupération des patients, les complications et les coûts des soins.

Les titres à impact ne font pas l'objet de la même attention que les actions très prisées dans les secteurs traditionnels. Ils sont souvent négligés, mais c'est pourtant là que

résident les opportunités. Le marché s'intéresse à des thèmes familiers – intelligence artificielle (IA), plateformes technologiques, géants de l'énergie – tandis que les leaders en matière d'impact renforcent leur capacité bénéficiaire sur le long terme et gagnent discrètement des parts de marché dans des secteurs en expansion structurelle.

II. Un «building block» complémentaire et résilient

La diversification traditionnelle – entre les secteurs, les styles et les zones géographiques – connaît une certaine érosion. Dans ce contexte, les approches à impact offrent aux investisseurs d'autres alternatives pour se diversifier.

Des risques de concentration cachés

Dans un marché de plus en plus corrélé, les catégories sectorielles traditionnelles ont perdu de leur sens. Les valeurs cycliques constituent le nouveau moteur de la croissance : 9 des 10 principales composantes de l'indice MSCI ACWI Growth figurent dans

le top 10 de l'indice MSCI ACWI Cyclical. L'immobilier est très tourné vers la technologie : 4 des 10 principales entreprises de l'indice MSCI ACWI Real Estate sont centrées sur les infrastructures technologiques, dont 2 dédiées à la construction de centres de données. De même, l'indice MSCI ACWI Consumer Discretionary comprend 248 entreprises, alors que les deux plus grands noms, Amazon et Tesla, représentent près de 35 % de la pondération totale !

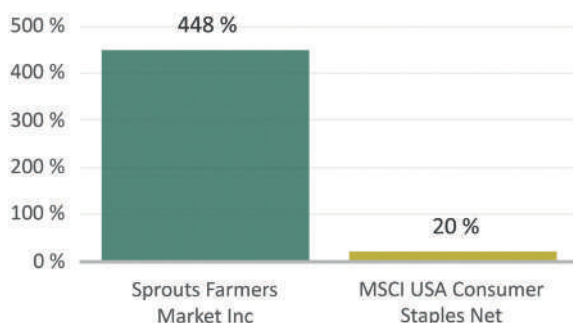
Les stratégies Impact permettent de contrebalancer cette situation en accédant à des sources de performance diversifiées au travers d'entreprises qui se comportent différemment des secteurs et des styles traditionnels.

L'impact en complément des approches traditionnelles

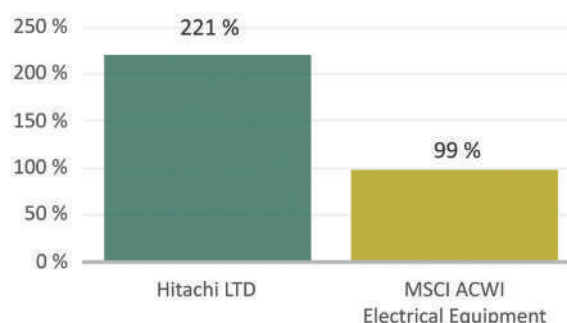
Les actions à impact peuvent constituer un bon complément aux expositions traditionnelles. Même si certains investisseurs choisissent d'allouer la totalité de leur portefeuille aux actions à impact, elles peuvent également venir compléter un portefeuille

Surperformance des actions à impact sur 3 ans

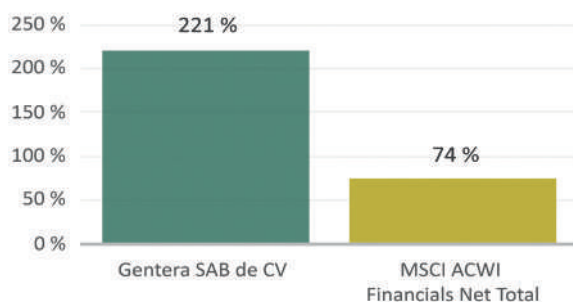
Sprouts



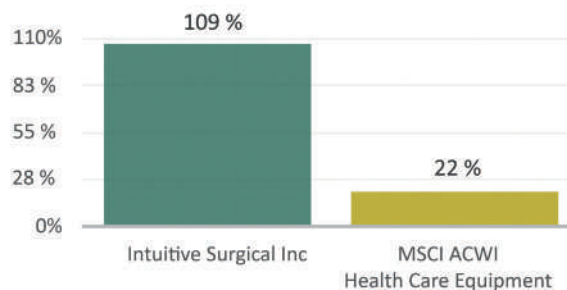
Hitachi



Genera



Intuitive



Source : Bloomberg Finance L.P. Les performances passées ne préjugent pas des résultats actuels ou futurs.

classique, renforçant ainsi sa profondeur et son potentiel de résilience.

La forte part active des stratégies d'investissement à impact reflète leur exposition différenciée.

De plus, l'investissement à impact apporte une diversification régionale souvent sous-estimée. De nombreuses économies des pays émergents et des pays développés se situent à des stades différents dans leur processus de transition. On notera par exemple le déploiement avancé des énergies propres en Europe, ou les initiatives naissantes en matière d'économie circulaire en Asie, ou encore la modernisation des infrastructures en Amérique du Nord. Ces divers degrés de progrès offrent de multiples opportunités – entre des solutions qui ont fait leur preuve et des domaines toujours inexploités.

III. Croissance et positionnement pour l'avenir

Les tendances structurelles qui devraient accompagner les dix prochaines années sont axées sur l'impact. L'électrification, la décarbonation, la circularité, les systèmes alimentaires régénératifs et l'intégration du digital sont les forces macroéconomiques qui auront pour effet de remodeler les flux de capitaux, les régimes politiques et le comportement des consommateurs.

En effet, comme évoqué plus haut, les fournisseurs de solutions à impact se situent à la croisée des chemins entre innovation, changements réglementaires et nouvelles tendances de consommation. Ces thèmes sont loin d'être temporaires; ce sont ceux qui vont porter nos sociétés dans le futur. Dans ce contexte, l'impact n'est plus une alternative, mais bien le cœur d'un portefeuille résilient et tourné vers l'avenir.

Des opportunités soutenues par une demande systémique

Les investisseurs qui se positionnent tôt dans ces domaines devraient bénéficier d'une conjoncture favorable pendant plusieurs décennies, tout en atténuant leur exposition au risque lié aux « actifs échoués » (« stranded assets »). En effet, dans le contexte actuel, les modèles d'affaires traditionnels et les actifs

à forte intensité carbone devraient encore faire face à des pressions croissantes sur le plan réglementaire, économique et sociétal. Prenons l'exemple de la sécurité de l'approvisionnement en eau : plus de 60 % de la population mondiale devrait être confrontée à un stress hydrique d'ici à 2030, ce qui stimulera la demande de solutions de traitement, de réutilisation et de surveillance. Ou encore la biodiversité : plus d'USD 40'000 milliards de valeur économique dépend des systèmes naturels, et l'économie de la restauration de la nature est désormais activement façonnée par des cadres mondiaux tels que la TNFD, la COP16, et les 'crédits nature'. Il en va de même dans l'électrification : avec une demande en électricité qui devrait doubler d'ici à 2050 et le vieillissement rapide des infrastructures, les investissements s'accroissent en faveur des réseaux intelligents, du stockage d'énergie et des transports électrifiés. Il ne s'agit pas de risques à éviter, mais de moteurs de croissance à saisir.

Des politiques résilientes

De nombreuses technologies à impact dans des secteurs tels que les infrastructures et les services publics bénéficient d'un soutien politique constant tout au long des cycles politiques. Cela vaut même pendant le deuxième mandat de Donald Trump, car des domaines comme la salubrité de l'eau ou les dépenses d'infrastructure réglementées ont tendance à être soutenus par l'ensemble des bords politiques. Ils concernent la santé des citoyens ou d'autres solutions tout aussi essentielles. De même, la loi sur la réduction des infrastructures (Infrastructure Reduction Act, IRA) a profité aux États démocrates et républicains, si bien que nombre des engagements pris en ce sens demeurent intacts. Tout projet de relocalisation ou de réindustrialisation d'un pays comme les États-Unis profiterait donc à de nombreux fournisseurs de solutions à impact dans le secteur manufacturier, et dans le domaine des infrastructures ou encore de l'eau.

L'IA comme catalyseur de solutions à impact

Il est important de noter que l'IA et les infrastructures liées au stockage de données accélèrent le déploiement des solutions à impact : de l'agriculture de précision aux réseaux intelligents, de la conservation par satellite à l'inclusion financière digitale. Un nombre croissant de sociétés centrées sur l'impact, telles que Trane Technologies, Au-

todesk et Deere & Co, ont déjà incorporé l'IA dans leurs offres de base afin d'accélérer l'efficacité des ressources, d'optimiser les infrastructures et d'obtenir des résultats plus durables à grande échelle. Par exemple, Trane Technologies se sert de l'IA pour optimiser les performances des systèmes CVC (chauffage, ventilation, climatisation) grâce à la maintenance prédictive et à des algorithmes d'efficacité énergétique dans les bâtiments intelligents. La société Autodesk intègre l'IA dans ses logiciels de conception, permettant une conception générative et des cycles plus rapides dans les domaines de l'architecture et de l'ingénierie. La société Deere & Co a recours à l'IA dans ses équipements agricoles de précision, en utilisant la vision par ordinateur et l'apprentissage automatique (« machine learning ») pour les tracteurs autonomes, l'analyse des cultures en temps réel, et l'application à débit variable. Ceci aide les agriculteurs à augmenter leurs rendements tout en réduisant leurs intrants.

Parallèlement, et conformément au processus d'investissement à impact de notre propre entreprise, nous utilisons des outils basés sur l'IA notamment pour améliorer notre prise de décision. Cette double application, tant au sein des sociétés de notre portefeuille que dans notre propre processus d'investissement, souligne à quel point l'IA non seulement nous permet d'avoir un impact, mais nous aide aussi à allouer notre capital de manière précise et ciblée.

IV. Une classe d'actifs mature, soutenue par l'engagement à long terme de l'UBP

L'investissement à impact a évolué. Ce qui n'était au départ qu'une niche de la finance est devenu une classe d'actifs bien établie et rigoureusement gérée.

À l'UBP, l'investissement à impact n'est pas une simple tendance, c'est une vraie conviction. Grâce à des équipes et à des stratégies dédiées, nous nous sommes engagés auprès de nos clients et avons noué des partenariats avec des pionniers dans ce domaine. Car nous sommes convaincus que c'est là que le capital peut créer de la valeur de manière pérenne.

Il n'existe pas d'approche passive en matière d'impact. Cela nécessite une analyse fonda- 

mentale approfondie, une compréhension concrète des technologies et des signaux politiques, ainsi que la capacité à naviguer sur des marchés dynamiques tout en restant fidèle aux objectifs à long terme.

Le contexte réglementaire favorise l'impact

Nous avons également une réelle compréhension du cadre réglementaire et de son évolution. Les vives réactions négatives envers l'ESG ont conduit à clarifier la situation, ce qui est une bonne chose. Ceci a permis de définir des attentes plus claires, de renforcer la responsabilité et d'améliorer l'alignement avec les obligations fiduciaires. À mesure que le Règlement SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), le SDR (Sustainability Disclosure Requirements), la Taxonomie européenne et les normes mondiales gagnent en maturité, l'investissement à impact devient de plus en plus régulé et transparent. Les investisseurs n'ont plus à choisir entre approche d'impact et performance; ils peuvent exiger les deux.

Conclusion

La décennie à venir sera marquée par la nécessité urgente de relever les enjeux majeurs abordés ici – qu'il s'agisse de décarboner les dispositifs énergétiques, de sécuriser les ressources en eau, de moderniser les infrastructures ou de faire progresser l'inclusion financière. Ce ne sont pas des thèmes transitoires, mais bien des secteurs de marché à croissance structurelle, soutenus notamment par l'accélération de l'innovation, l'alignement des politiques, et l'évolution des attentes des consommateurs.

Les actions à impact visent à répondre à ce type de défis. Elles combinent la résilience des fournisseurs de solutions essentielles et le potentiel de croissance de marchés qui sont encore au stade initial de leur développement. Vu leur potentiel attractif en termes d'impact mesurable et de performance compétitive, les actions à impact peuvent donc satisfaire aux objectifs des investisseurs avec clarté et conviction.

Dans un monde où le risque de concentration augmente, les stratégies Impact de l'UBP proposent une sélection rigoureuse, une part active élevée et une exposition différenciée

dans les divers cycles de marché. Notre approche consiste à identifier les opportunités pérennes et à aligner les portefeuilles sur les systèmes qui façonnent le futur de l'économie mondiale.

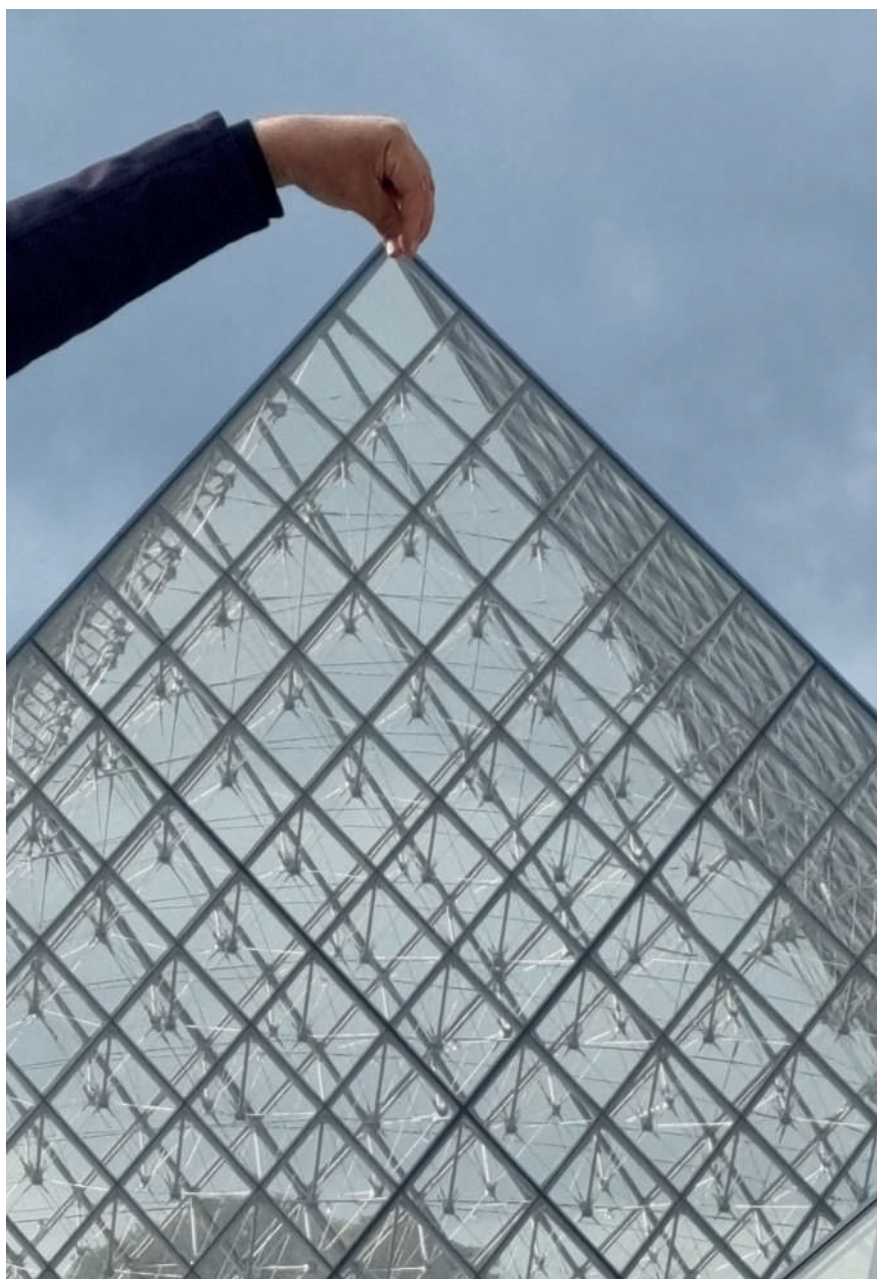
Pour les investisseurs en quête de performances résilientes et d'une approche pertinente à long terme, les stratégies Impact ne sont plus une alternative – elles constituent une composante majeure d'un portefeuille d'actions moderne. L'UBP s'attache ainsi à accompagner ses clients afin qu'ils puissent bénéficier de ces opportunités de manière réfléchie, active et avec une vision claire de l'avenir.

Les différentes actions mentionnées dans le présent document ne doivent pas être considérées comme faisant l'objet d'une recommandation à l'achat ou à la vente.

*Source : Bloomberg Finance L.P. La performance de la stratégie, au 31 juillet 2025, est nette de frais (classe IEC USD). Depuis son lancement (le 27 septembre 2022), la stratégie a enregistré une performance de +47,40 %.

**Source : UBP Monthly Institutional Factsheet, au 30 juin 2025.

***Source : Bloomberg Finance L.P. La performance de la stratégie, au 31 juillet 2025, est nette de frais (classe IC USD). Depuis son lancement (le 7 mai 2020), la stratégie a enregistré une performance de +68,65 %. Les performances passées ne préjugent pas des résultats actuels ou futurs. Chaque investissement implique des risques, et tout investisseur pourrait perdre tout ou partie de son investissement initial selon les conditions de marché.



Viager Swiss SCmPC

Quelle place pour le viager dans les stratégies immobilières ?

Investir dans le premier fonds Viager suisse

Viager Swiss SCmPC est le premier fonds en Suisse dédié au viager immobilier. Il offre aux investisseurs qualifiés une exposition unique au résidentiel individuel – maisons et PPE – qui représente près de 60 % du parc immobilier suisse, mais reste inaccessible aux véhicules collectifs traditionnels.

Le principe est simple : acquérir un bien avec une décote liée au droit d'habiter, permettant au vendeur de rester dans son logement. Mutualisé dans un portefeuille diversifié, ce modèle assure un rendement stable et prévisible tout en réduisant le risque individuel.

À la libération des biens, plusieurs leviers de création de valeur s'ouvrent : revente, rénovation énergétique ou développement immobilier lorsque le site s'y prête. Cette approche combine les critères classiques de l'investissement immobilier – qualité de l'emplacement et du bien – avec des outils spécifiques tels que le calcul actuariel du droit d'habiter et la gestion de biens individuels.

Au-delà de sa logique financière (performance nette attendue de 5,4 %), Viager Swiss SCmPC apporte une réponse sociale forte en permettant aux seniors de solder leurs dettes, compléter leurs revenus et rester à domicile.

Viager Swiss SCmPC : diversification, rendement et impact positif.



Fund Financing - Vielfältige Finanzierungsoptionen



Sana Murphy
Private Credit Investment Specialist

Aberdeen Investments

Fund Financing, bei der Private Market-Fonds wie Private Equity-, Private Credit-, Infrastruktur- oder Immobilienfonds in verschiedenen Phasen ihres Lebenszyklus durch kurzfristige Überbrückungskredite finanziert werden, wird nach wie vor von Banken dominiert. In der Vergangenheit spielte institutionelles Kapital nur eine begrenzte Rolle, aber diese Situation ändert sich derzeit.

Das Jahr 2025 bietet Nichtbanken die Chance, sich in dieser verhältnismäßig stabilen Anlageklasse mit historisch hohen Renditen zu engagieren. Zumal der Zugang zu dieser Strategie durch die Schaffung eines leicht zugänglichen luxemburgischen Vehikels erleichtert ist, das eine gewisse Liquidität und einen Einstieg mit deutlich geringeren Investitionen als bei speziellen Mandaten bietet.

Warum gerade jetzt diese Anlageklasse? Eine Anlageklasse, die keine Nische mehr ist

Eine der nachhaltigen Folgen der globalen Finanzkrise von 2007–2008 war die zunehmende Bedeutung von Nichtbanken als Bereitsteller von Liquidität, unter anderem durch Fund Financing. Da auch General Partners (GPs) diese Strategie zunehmend nutzen, dürfte sie 2025 ein Rekordniveau erreichen.

Fund Financing hat nicht nur an Volumen zugenommen, sondern auch an seiner Fähigkeit, immer ausgefeiltere Lösungen anzubieten, die GPs eine Reihe von Finanzierungsoptionen eröffnen. Es bietet Managern nun wertvolle

Liquidität in wichtigen Phasen des Fondslebenszyklus. Damit ist es zu einem Standardinstrument im Werkzeugkasten von GPs über das gesamte Spektrum der Private Markets hinweg geworden, da Kreditgeber nun individuelle Fazilitäten an maßgeschneiderte oder Nischen-Anlagestrategien anpassen können.

Die Strategie lässt sich in zwei große Kategorien unterteilen:

Subscription Line oder LP-backed Capital Call Financing:

Finanzierung, die in der Anfangsphase eines Fonds (in der Regel 2–3 Jahre) gewährt wird und durch einen vorrangigen Anspruch auf die nicht in Anspruch genommenen Verpflichtungen der untereinander gesamtschuldnerisch haftenden Limited Partners (LPs) besichert ist. Dabei handelt es sich in der Regel um erstklassige Investoren, darunter Versicherer, Pensionskassen und Staatsfonds.

NAV (net asset value)-backed Financing:

Finanzierung, die durch ein diversifiziertes Portfolio von zugrunde liegenden Vermögenswerten und Cashflows von Private-Markets-Fonds, die sich in der Regel in einem späteren Stadium ihres Produktlebenszyklus befinden, besichert wird.

Es gibt mehrere operative und finanzielle Gründe, warum ein solches Instrumentarium sowohl für Investoren (LPs) als auch für Fondsmanager (GPs) von Vorteil sein können. Dazu gehören:

- Größere Reaktionsfähigkeit für GPs, da sie eine Investition innerhalb weniger Tage finanzieren können, anstatt Kapital von In-

vestoren einzuwerben, was eine wesentlich längere Vorankündigungsfrist erfordert.

- Bessere Transparenz hinsichtlich des Zeitplans für Kapitalabrufe, um Investoren bei der Verwaltung ihrer eigenen Cashflows zu unterstützen.
- Konsolidierung oder Bündelung von Kapitalabrufen, um die Inanspruchnahme von Investoren zu verzögern und die Finanzierung eines Portfoliounternehmens zu überbrücken.

Fund Financing wird zunehmend auch Nicht-Bank-Kreditgeber einbeziehen

Private oder „alternative“ Fonds gewinnen zunehmend an Bedeutung. In den letzten Jahren haben mehrere Fonds mehr als 100 Milliarden Dollar an Verpflichtungen aufgenommen, und das Fundraising für 2024 wurde auf fast 1,2 Billionen Dollar geschätzt. Die weltweite jährliche Nachfrage nach Fund Financing übersteigt eine Billion Dollar. Wir gehen davon aus, dass dieser Wert in den kommenden Jahren mit zunehmender Größe der Private Market-Fonds noch deutlich steigen wird.

Andererseits sind die Banken – traditionelle Finanzierungsquellen – zunehmend bilanztechnisch eingeschränkt und können daher die Nachfrage nicht mehr decken. Unter den Teilnehmern dieser Anlageklasse herrscht mittlerweile allgemein Einigkeit darüber, dass eine wachsende Lücke zwischen dem Finanzierungsbedarf und der Bankkapazität besteht.

Die Nachfrage nach Fund Financing steigt weiter, und größere Fonds erfordern höhere Kreditlinien, die für einen einzelnen Kreditgeber zu groß sind. Banken suchen daher zunehmend nach Partnern, um ihre strategischen Kunden weiterhin unterstützen zu können.

Die wichtigsten Akteure sind globale systemrelevante Banken (GSIB), die aufgrund ihrer prozyklischen Natur verpflichtet sind, erhöhte Kapitalreserven zu halten, was zu einer Verknappung ihrer Kreditvergabe Kapazitäten führt.

Viele dieser GSIB haben nun ihre Grenzen erreicht. Aufgrund ihres starken Wachstums übersteigen die Zuweisungen für das Fund Financing oft andere gewerbliche Kredite, was zu unausgewogenen Kreditportfolios

führt. Die Risikoverantwortlichen der Banken korrigieren dieses Ungleichgewicht indem sie Risiken umverteilen, um Kreditkapazitäten freizusetzen, das Wachstum ihres Instituts aufrechtzuerhalten und ihre Bilanz wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Infolgedessen verkaufen einige Banken einen Teil ihres Engagements im Bereich Fund Financing, während andere sich für die Syndizierung neuer Kredite entscheiden.

Dies bietet institutionellen Anlegern eine wachsende Zahl attraktiver Investitionsmöglichkeiten. Der Rückzug der Banken hat zu einem anhaltenden Rückgang des Angebots geführt.

Dies hat erhebliche positive Auswirkungen für institutionelle Anleger: Die Kreditmargen für kurzfristige und hochwertige Transaktionen sind im historischen Vergleich hoch geblieben. Als solche können Kreditgeber im Bereich Fund Financing weiterhin attraktive Illiquiditätsprämien erzielen. Seit der globalen Finanzkrise (GFC) und den darauf folgenden Schocks wie den Turbulenzen bei den US-Regionalbanken im Jahr 2023 sind GPs auch sensibler für das Gegenparteiisiko von Banken. Sie ergreifen daher kontinuierlich Maßnahmen, um ihre Kreditgebergruppen zu erweitern und zu diversifizieren, um die Abhängigkeit von einem oder zwei Hauptgläubigern zu beseitigen.

Immer mehr Banken und Sponsoren entscheiden sich für eine Zusammenarbeit mit institutionellen Anlegern, um die Finanzierungslücke zu schließen, und sind bereit, deren besondere Anforderungen zu erfüllen, um diese neue Liquiditätsquelle zu erschließen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die größere Marktvolatilität für institutionelle Anleger positiv ist, da sich nicht nur die Chancen insgesamt erweitert haben, sondern auch die risikobereinigten Renditen attraktiver geworden sind.

Auswirkungen von Zeichnungsfazilitäten auf den IRR des Fonds

Die Nutzung von Zeichnungslinien könnte als Mittel für GPs angesehen werden, den IRR (Initial Rate of Return) von Fonds künstlich zu erhöhen und den Hebeleffekt zu verstärken.

Es ist zu beachten, dass die Finanzierung über Zeichnungslinien nicht darauf abzielt:

- das gebundene oder investierte Kapital eines Fonds zu ändern oder zu erhöhen
- die Ausschüttungsquote an die LP zu erhöhen – ohne Erhöhung des MOCC oder des MOC
- einen Hebeleffekt auf einen Fonds zu erzielen

Die GP profitieren von folgenden Vorteilen bei der Nutzung von Finanzierungslinien:

- Organisation der Kapitalabrufe der LP
- Verringerung oder Beseitigung der J-Kurve
- Aufnahme von Fremdkapitalkosten, die ausgeglichen werden können oder nicht Reduzierung des Verwaltungsaufwands für GPs und LPs
- Bereitstellung von mehr Flexibilität und Sicherheit für GPs in Bezug auf die Finanzierung

Montana Capital Partners hat 2019 zwei Analysen durchgeführt, eine über 491 Private-Equity-Fonds in den Jahren von 1990 bis 2007 und eine weitere über 212 Private-Equity-Fonds in den Jahren von 2010 bis 2014. Die wichtigsten Erkenntnisse aus diesen Analysen zeigen, dass:

- Die meisten Fonds erzielen über ihre gesamte Laufzeit keine signifikante Steigerung des IRR durch die Nutzung von Zeichnungslinien
- Nur der mittlere IRR reagiert stärker auf die Nutzung von Kreditlinien
- Nur die besten Fonds erzielten eine Steigerung der IRR – also diejenigen, die ohnehin am wenigsten motiviert wären, ihre Performance durch künstliche Maßnahmen „aufzublähen“

Fund Financing in einer Liquiditätskrise

Wie wir gesehen haben, bietet dieser Mechanismus Finanzierungssicherheit, Zugang zu kurzfristiger Liquidität und reduziert den Verwaltungsaufwand: GPs nutzen diese Finanzierung, um Kapitalabrufe zu „bündeln“, um zu vermeiden, dass sie zu oft auf Investoren zurückgreifen müssen, und um den Kapitalabrufprozess effektiv zu „glätten“.

Liquiditätsengpässe sind für LPs im aktuellen Umfeld ein zunehmendes Problem. Wenn LPs kein klares und detailliertes Verständnis

davon haben, wie und wann Kapital abgerufen wird, erhöht dies die Unsicherheit hinsichtlich des optimalen Gleichgewichts zwischen illiquiden und liquiden Vermögenswerten, um den zukünftigen Liquiditätsbedarf zu decken.

In Zeiten der Marktunsicherheit ist dieses Gleichgewicht noch wichtiger; da Investoren gezwungen sein können, liquide Wertpapiere mit erheblichen Abschlägen zu verkaufen, um Kapitalabrufe zu bedienen. Darüber hinaus kann eine erhöhte Transaktionsvolatilität für GPs zu einer größeren Unsicherheit hinsichtlich der Anzahl und Höhe künftiger Kapitalabrufe führen.

Der Einsatz von Subscription Line Financing trägt zu mehr Klarheit über die Regelmässigkeit von Kapitalabrufen bei und hilft Anlegern so, ihren eigenen Cashflow zu steuern. Ein nützliches Instrument, um Liquiditätsengpässe zu vermeiden oder zumindest besser im Voraus planen zu können.

Fund Financing-Darlehen bieten Stabilität und Schutz vor Kreditrisiken in einem unsicheren makroökonomischen Umfeld

Trotz volatiler makroökonomischer Bedingungen bleibt das Kreditrisikoprofil von Fund Financing stabil und sicher (in der Regel im Investment-Grade-Bereich) und die Bilanz dieser Darlehen ist weiterhin hervorragend: Es gab keine bekannten Kreditausfälle. Darüber hinaus handelt es sich bei Subscription Line Financing um kurzfristige Vermögenswerte, bei denen das Kreditrisiko auf einen großen Pool hochwertiger institutioneller LP verteilt ist, die sich mit erheblichen Überbesicherungen und einer in die Struktur integrierten vorrangigen Sicherheit engagieren. Im Falle von Problemen vorrangiger Gläubiger zu sein, ist eine der besten Absicherungen, die ein Anleiheinvestor haben kann.

Die einzigartigen Risikofaktoren und die Strukturierung von Fund Financing bedeuten, dass sie sowohl eine geringe Korrelation mit anderen großen Anlageklassen aufweisen. Somit bieten sie eine hohe Diversifizierung, eine geringere Volatilität im Vergleich zu anderen risikoreichen und langlaufenden Anlagen und gleichzeitig eine attraktive Rendite in Höhe des risikofreien Zinssatzes + 260 Basispunkte

Wichtige Punkte, die bei einem Fund Financing-Manager zu beachten sind

Unserer Meinung nach ist es bei der Auswahl eines Fund-Financing-Managers ratsam, diejenigen in Betracht zu ziehen, die über ein breites Spektrum an Fähigkeiten verfügen, darunter Kredit- und Liquiditätsmanagement, Währungsabsicherung und natürlich operative, rechtliche und strukturierende Expertise.

Es ist auch von Vorteil, wenn Ihr Fund Financesmanager bereits eine gründliche und kontinuierliche Due Diligence Prüfung von Private-Equity-Vehikeln, -Managern und deren Investorendurchführt. Der Zugang zu Kreditprogrammen aller auf diesem Markt relevanten Banken ist ebenfalls von entscheidender Bedeutung.

Schließlich ist die Fähigkeit des Managers, im Voraus die GPs mit den höchsten Kreditaufnahmen entsprechend der Strategie, dem Sektor und den Praktiken zu identifizieren, von entscheidender Bedeutung, um das Managementziel zu erreichen. Bei Aberdeen beispielsweise liegt die historische Kreditaufnahme bei 79% gegenüber ca. 50% in der Branche.

Eine wichtige Kombination für einen Fondsmanager im Bereich Fund Financing ist die Fähigkeit, Transaktionen mit attraktiven Komplexitätsprämien und einer hohen Auslastungsrate zu finden und eine reichhaltige Pipeline aufzubauen, verbunden mit einer langjährigen und nachgewiesenen Erfolgsbilanz. ■

Disclaimer: Nur für qualifizierte Anleger: Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen, und Anleger erhalten möglicherweise weniger als den ursprünglich investierten Betrag zurück. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Anlage-, Steuer-, Rechts- oder sonstige Beratung dar und sind nicht als Aufforderung zur Zeichnung von Wertpapieren in einer Rechtsordnung zu verstehen, in der ein solches Angebot oder eine entsprechende Aufforderung rechtswidrig sind oder in der die Person, die ein solches Angebot unterbreitet, nicht dazu qualifiziert ist. In der Schweiz herausgegeben von abrdn Investments Switzerland AG. Eingetragen in der Schweiz unter der Registernummer CHE-114.943.983. Eingetragener Firmensitz: Schweizergasse 14, 8001 Zürich.



Corporate Hybrid Bonds: Auf dem Weg in die neue Welt



Marc Lacraz
Verwalter von Unternehmens-
Hybridanleihen

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

Hybride Unternehmensanleihen bieten eine ingenieure Lösung für Unternehmen, die ihre Bilanzen stärken wollen, ohne ihr Kapital zu verwässern. Diese Anleihen sind eine innovative Antwort auf spezifische Finanzierungsbedürfnisse und vereinen Flexibilität, Steuervorteile und Kapitalkostenoptimierung für Emittenten. Aufgrund bestimmter Merkmale wie Nachrangigkeit, der Möglichkeit der Verschiebung der Kuponzahlung und langer (oder sogar unbefristeter) Laufzeiten können diese Instrumente von den wichtigsten Ratingagenturen (S&P, Moody's, Fitch) bis zu 50% als Eigenkapital angerechnet werden. Dadurch werden die Kreditquoten verbessert, was das Rating stützt und somit eine Kreditaufnahme zu günstigeren Zinssätzen ermöglicht.

Von der Nische zum Unverzichtbaren in einer Allokation

Der Markt, der sich einst auf den europäischen Kontinent konzentrierte, expandiert heute schnell auf der ganzen Welt und bietet Emittenten und Anlegern eine Vielzahl von Möglichkeiten. Seit seinem Aufschwung im Jahr 2012 ist es eines der am schnellsten wachsenden Segmente des Kreditmarktes. Diese Art von Instrumenten entspricht einem grundlegenden Bedürfnis der Emittenten: quasi-eigenkapitalähnliche Finanzierung ohne Verwässerung zu wettbewerbsfähigen Kosten zu erhalten, vor allem dank der steuerlichen Abzugsfähigkeit der in den meisten Ländern angebotenen Kupons.

Globales Wachstum und Expansion

Das Jahr 2024 markierte einen echten Wendepunkt. In der Tat emittierten US-Unternehmen zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt mehr hybride Schuldtitle als ihre europäischen Pendanten, was den Beginn einer neuen Ära der Globalisierung für diese Anlageklasse markiert. Der Markt für hybride Unternehmensanleihen erreichte ein Gesamtvolumen von 350 Mrd. € und liegt damit auf einem Niveau, das mit dem europäischen High-Yield-Markt vergleichbar ist, d. h. fast doppelt so hoch wie bei "Cocos" (nachrangige Finanzanleihen). Siehe Graphik 1.

Diese geografische Ausdehnung stellt nicht nur eine kurzfristige Entwicklung als vielmehr auf einen dauerhaften Trend hin. Es wird erwartet, dass sich diese geografische Diversifizierung fortsetzen und sogar noch verstärken wird, um dieser Anlageklasse eine neue Phase des dynamischen Wachstums zu bieten.

Änderung der Methodik von Moody's: ein Grossereignis auf der anderen Seite des Atlantiks

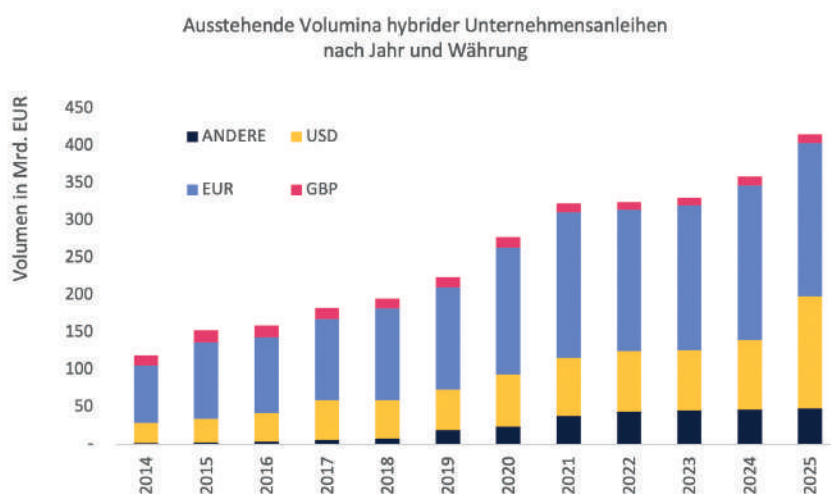
Im vergangenen Jahr hat Moody's seine Methodik für die Behandlung hybrider Unternehmensanleihen grundlegend geändert und damit die Bewertung dieser Instrumente radikal verändert. US-Emittenten profitieren nun von einer 50%igen Quasi-Eigenkapitalkreditbehandlung, ohne die steuerliche Abzugsfähigkeit von Kupons zu beeinträchtigen – ein grosser Fortschritt im Vergleich zur bisherigen Methodik. Das hat zur Folge, dass hybride Unternehmensanleihen in den USA mittlerweile genauso attraktiv sind wie in Europa.

Daher wird erwartet, dass die Nutzung dieser Art von Instrumenten aus mehreren Gründen erheblich zunehmen wird:

1. Kannibalisierung des Vorzugsaktienmarktes in den USA

Der Vorzugsaktienmarkt hat seine Wurzeln im frühen 19. Jahrhundert und erlebte seine Blütezeit während des Ausbaus der Eisenbahnnetze in den Vereinigten Staaten. Auch wenn Hybride und Vorzugsaktien einige Merkmale gemeinsam haben, handelt es sich von Natur aus um unterschiedliche Instrumente. Wäh-

Grafik 1: Wachstum des globalen Marktes für Hybridanleihen von 2012 bis 2024



Quelle: Bloomberg, EdRAM.

rend Hybridanleihen als Unternehmensanleihen mit einigen aktienähnlichen Merkmalen betrachtet werden können, ähneln Vorzugsaktien eher Stammaktien mit schuldenähnlichen Merkmalen. Hybridanleihen sind jedoch nach der Änderung der Methodik von Moody's nun sowohl für Anleger als auch für Emittenten attraktiver. Obwohl Vorzugsaktien von Agenturen auch einen Eigenkapitalkredit von 50% erhalten, werden die Zahlungen als Dividenden behandelt und sind daher nicht von der Körperschaftsteuer abzugsfähig. Hinzu kommt eine Quellensteuer auf die Dividende, was sie für Nicht-US-Anleger unattraktiv macht. Daher sind wir der Ansicht, dass hybride Unternehmensanleihen Marktanteile von Vorzugsaktien übernehmen sollten.

Der Markt für nicht-finanzielle Vorzugsaktien beträgt derzeit 83 Milliarden US-Dollar (Quelle: Bloomberg, Ice Merrill Lynch, Stand: 31. Januar 2025). Was die Sektoren betrifft, so ist die Zusammensetzung relativ ähnlich wie auf dem Markt für hybride Unternehmensanleihen.

2. Optimierung der Bilanz

Die Emission hybrider Unternehmensanleihen spielt eine entscheidende Rolle bei der Optimierung der Finanzierungsstruktur von Unternehmen und trägt direkt zur Verteidigung ihrer Kreditwürdigkeit bei. Diese hybriden Wertpapiere verbessern dank ihrer Behandlung von 50% Eigenkapitalkredit durch Ratingagenturen die Finanzkennzahlen der Unternehmen erheblich und bieten ihnen gleichzeitig den steuerlichen Vorteil der Kuponabzugsfähigkeit. Dies hat zur Folge, dass Unternehmen mit einem niedrigen Investment-Grade-Rating (BBB oder BBB-) ihr Ratingprofil durch die Emission von hybriden

Unternehmensanleihen stärken können.

Um die vielversprechendsten Emittentenprofile auf dem US-amerikanischen Investment-Grade-Markt zu identifizieren, haben wir ein Kriterienraster erstellt, das ein S&P-Senior-Rating von BBB oder BBB-, einen negativen Ratingausblick und ein verwaltetes Vermögen von mindestens 250 Millionen US-Dollar umfasst. Ohne Finanzwerte und mit Fokus auf das relative Risiko in den Vereinigten Staaten zeigt diese Analyse ein Potenzial für Neuemissionen von bis zu rund 30 Milliarden US-Dollar oder 10% eines ausstehenden Betrags von mehr als 300 Milliarden US-Dollar in den Universen BBB und BBB- (Quelle: Bloomberg, Januar 2025).

3. Wachstum der Energienachfrage in den USA

Der Strombedarf in den USA steht vor einem deutlichen Wachstum von schätzungsweise etwa 20% bis 2034 (siehe Grafik), nachdem sie seit Anfang des Jahrhunderts stagnierte. Dieser Umwandlung der US-Energielandschaft wird durch eine Vielzahl von Faktoren vorangetrieben, darunter der gestiegene Verbrauch von Privathaushalten und Gewerben, die zunehmende Einführung energieintensiver Technologien und die Notwendigkeit, die Energieinfrastruktur zu verbessern, um neuen Anforderungen gerecht zu werden. Siehe Grafik 2.

Vor diesem Hintergrund entwickeln sich hybride Unternehmensanleihen zu einem unverzichtbaren Finanzinstrument für Unternehmen im Energiesektor, die ihre Bilanzstruktur optimieren und gleichzeitig strategische Investitionen finanzieren wollen. Die mobilisierten Ressourcen können dann in

innovative Projekte für erneuerbare Energien, in die Modernisierung der Netze zur Verbesserung ihrer Effizienz und in die Diversifizierung der Quellen investiert werden, um grüne Energie angemessen zu integrieren.

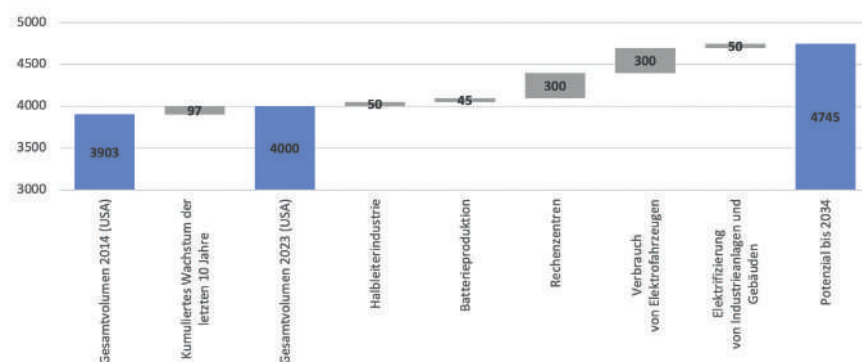
Was ist das Interesse für Anleger?

Für Anleger bieten hybride Unternehmensanleihen die Möglichkeit, Renditen zu erzielen, die mit denen von Hochzinsanleihen vergleichbar sind, und gleichzeitig von einem Ausfallrisiko zu profitieren, das dem von Investment-Grade-Anleihen ähnelt. Im Gegensatz zu nachrangigen Finanzanleihen kann ein Emittent nicht mit seinen hybriden Schuldtiteln in Verzug geraten, ohne auch mit seinen vorrangigen Schuldtiteln in Verzug zu geraten. Mit anderen Worten: Ein Ereignis wie bei der Credit Suisse, bei dem ein Emittent mit seinen nachrangigen Schuldtiteln in Verzug gerät, während er seine vorrangigen Schuldtitel weiterbezahlt, ist unmöglich. Es ist wichtig zu beachten, dass nachrangige Finanzanleihen auf Verlangen der lokalen Aufsichtsbehörden ausgegeben werden und Kapitalverlustmechanismen im Prospekt vorgesehen sind. Hybride Unternehmensanleihen im Gegensatz werden von Unternehmen auf freiwilliger Basis begeben.

In der folgenden Grafik sehen wir auch, dass die Performance von Hybridanleihen langfristig höher ist als die von Investment-Grade-Anleihen, während sie einen ziemlich ähnlichen durchschnittlichen Drawdown aufweist.

Zu beachten ist allerdings, dass die historische Volatilität bei Hybridanleihen etwas höher ist. Siehe Grafik 3.

Grafik 2: Wichtigste Wachstumsquellen der Stromnachfrage



Dieses Dokument ist als nicht abschliessende Untersuchung der Wachstumsquellen der Nachfrage und nicht als Prognose zu verstehen. Quelle: SCRS. Schätzungen des Autors, Annual Energy Review, US Energy Information Administration (EIA), 2024. <https://www.eia.gov/totalenergy/data/annual/>.

Darüber hinaus ist die Sektorendiversifikation von hybriden Unternehmensanleihen ein weiterer Vorteil für Investoren. Mit einer reichhaltigen Zusammensetzung, die Telekommunikation und Versorger umfasst, ermöglichen hybride Unternehmensanleihen den Anlegern sich auf verschiedene nicht-zyklische Branchen auszusetzen.

Schlussfolgerung

Hybride Unternehmensanleihen treten in eine zweite Phase des Wachstums und der Diversifizierung ein und bieten neue Chan-

cen. Wie schon 2012 bei S&P steht auch hier eine neue Methodik am Ursprung dieses Paradigmenwechsels, diesmal aber bei Moody's. Diese Veränderung und Expansion des Marktes für hybride USD-Unternehmensanleihen sorgt bei Emittenten und Anlegern für Aufregung. Die Emittenten sehen darin ein neues und effizientes Finanzierungsinstrument, und die Anleger sind an der Möglichkeit interessiert, höhere Renditen bei gleichzeitig begrenztem Kreditrisiko zu erzielen.

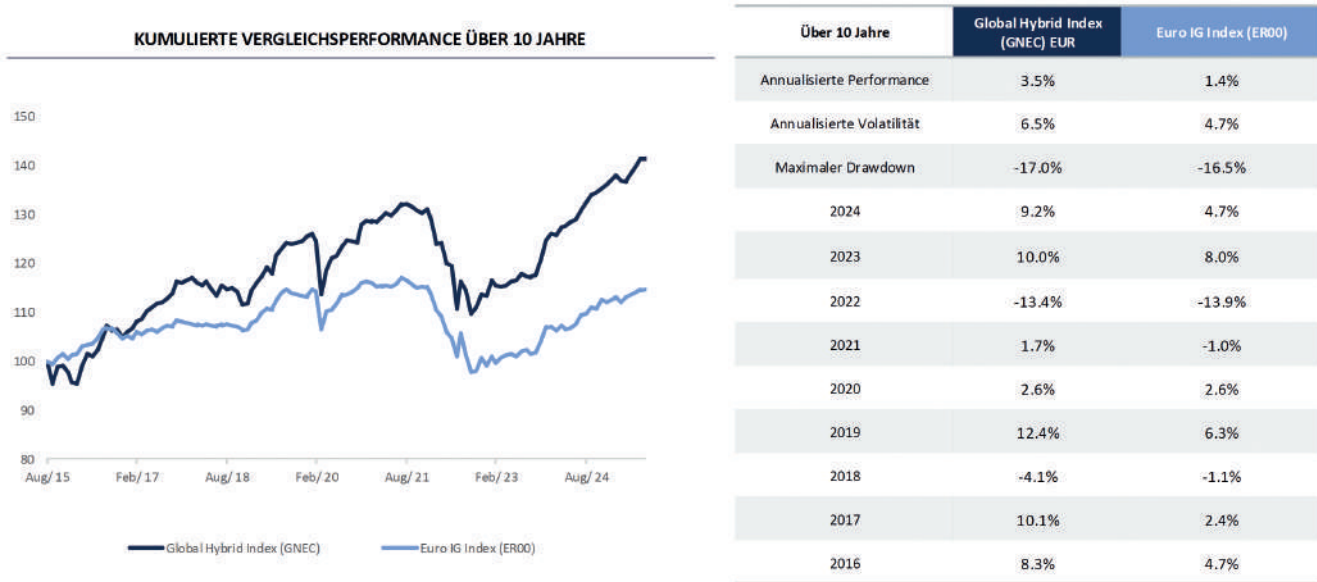
Interessant ist, dass dieser neue amerikanische Markt im Vergleich zum europäischen Markt in mehrfacher Hinsicht eine gewisse Einzigartigkeit aufweist: Anlegerbasis, Universum der Emittenten und, in geringerem Mas-

se, Sektorendiversifizierung und ESG-Profil.

Die Konvergenz dieser beiden Märkte ist möglich, aber noch nicht offensichtlich. Aus der Sicht eines Investors, der in der Lage ist, mit einem globalen Ansatz in dieses Segment zu investieren, ergibt sich eine zusätzliche Chance.

Das Wachstum dieses Marktes sowie die Integration der Instrumente in Unternehmensinvestment-Grade-Indizes machen hybride Unternehmensanleihen zu einem zunehmend wichtigen Segment des Anleihenmarktes für Anleger.

Grafik 3: Kumulierte Vergleichsperformance über 10 Jahre



Die Wertentwicklung und Volatilität in der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung und Volatilität zu. Diese können im Zeitverlauf schwanken und zusätzlich unabhängig von Wechselkursentwicklungen beeinflusst werden. Quelle: Bloomberg, Daten per 29.08.2025 – Indizes BofA GNEC, ER00.

WARNHINWEIS

Dies ist eine Marketingmitteilung, September 2025. Dieses Dokument wird von der Edmond de Rothschild Gruppe herausgegeben. Es hat keinen vertraglichen Wert und dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Dieses Dokument darf nicht an Personen in Ländern weitergegeben werden, in denen es eine Empfehlung, ein Angebot von Produkten oder Dienstleistungen oder eine Aufforderung darstellen würde und dessen Weitergabe daher gegen geltende gesetzliche und regulatorische Bestimmungen verstossen könnte. Dieses Dokument wurde von keiner Aufsichtsbehörde in irgendeinem Land geprüft oder genehmigt. Die in diesem Dokument enthaltenen Zahlenangaben, Kommentare, Meinungen und/oder Analysen spiegeln die Einschätzung der Edmond de Rothschild Gruppe hinsichtlich der Marktentwicklung wider, die auf ihrem Fachwissen, ihren Wirtschaftsanalysen und den ihr zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments vorliegenden Informationen basiert und sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern kann. Sie sind möglicherweise zum Zeitpunkt der Kenntnisnahme nicht mehr korrekt oder relevant, insbesondere unter Berücksichtigung des Erstellungsdatums dieses Dokuments oder aufgrund von Marktentwicklungen. Dieses Dokument dient ausschliesslich der allgemeinen und vorläufigen Information der Personen, die es konsultieren, und darf insbesondere nicht als Grundlage für eine Anlage-, Veräusserungs- oder Halteentscheidung herangezogen werden. Die Edmond de Rothschild Gruppe haftet in keinem Fall für Anlage-, Veräusserungs- oder Halteentscheidungen, die auf der Grundlage dieser Kommentare und Analysen getroffen werden. Die Edmond de Rothschild Gruppe empfiehlt daher jedem Anleger, sich vor jeder Anlage die verschiedenen regulatorischen Beschreibungen der einzelnen Finanzprodukte zu beschaffen, um die damit verbundenen Risiken zu analysieren und sich unabhängig von der Edmond de Rothschild Gruppe eine eigene Meinung zu bilden. Es wird empfohlen, vor dem Abschluss einer möglichen Transaktion auf der Grundlage der in diesem Dokument enthaltenen Informationen unabhängigen Rat von Fachleuten einzuholen, um insbesondere sicherzustellen, dass diese Anlage für die eigene finanzielle und steuerliche Situation geeignet ist. Frühere Wertentwicklungen und Volatilitäten sind nicht verlässlich und können sich jederzeit ändern, unabhängig von Wechselkursentwicklungen. Informationsquelle: Sofern nicht anders angegeben, stammen die in diesem Dokument verwendeten Quellen von der Edmond de Rothschild Gruppe. Dieses Medium und sein Inhalt dürfen ohne Genehmigung der Edmond de Rothschild Gruppe weder ganz noch teilweise reproduziert oder verwendet werden. Copyright © Edmond de Rothschild Gruppe – Alle Rechte vorbehalten.

Wandelanleihen: Ein Hebel zur Ankurbelung der Anleiheallokation vor dem Hintergrund sinkender Renditen



Nicolas Schrameck
Verantwortlicher für die Verwaltung
Convertibles & Credit

Ellipsis AM

In einem Umfeld sinkender Anleiherenditen bieten Wandelanleihen eine attraktive Alternative zur Diversifizierung eines Anleiheportfolios. Diese Anlageklasse kombiniert Renditen, die nahe an denen von Aktien liegen, aber mit deutlich geringerem Risiko.

Renditen in Schweizer Franken: ein Problem für die Leistungsempfänger

Die Renditen von Schweizer Anleihen sind nach einem Anstieg, der Ende 2021 begann und 2023 einen Höchststand von 1,5% erreichte, auf null gesunken (0,24% für den ICE BofA Switzerland Government Index per 12.09.2025). Diese rasche Normalisierung lässt die zentrale Frage der Pensionsfonds wieder aufleben: Wie kann man das Anleiheportfolio aufstocken, um die Verbindlichkeiten zu erfüllen?

In der Vergangenheit haben bestimmte festverzinsliche Segmente, die in Schweizer Franken abgesichert waren, einen Renditeüberschuss erwirtschaftet. In den letzten zehn Jahren haben Hochzinsanleihen und nachrangige Euro-Finanzanleihen positive Renditen erzielt, während Schweizer Staatsanleihen nahe null geblieben sind. Dagegen schnitten Investment-Grade-Anleihen (IG) und abgesicherte Schwellenländeranleihen nicht viel besser ab.

Unter den in Schweizer Franken abgesicherten Anleihe-segmenten sticht in allen letzten Zeiträumen (1 Jahr, 3 Jahre, 5 Jahre, 10 Jahre) ein Akteur hervor: **die Wandelanleihen.** (Graphik 1)

Der Vorteil von Wandelanleihen ist über ein Jahr besonders ausgeprägt, bleibt aber über zehn Jahre signifikant: **+2,5% pro Jahr im Vergleich zu Hochzinsanleihen und +5,2% im Vergleich zu Schweizer Staatsanleihen.** Und das ohne übermässiges Kreditrisiko: Das Kreditprofil der Wandelanleihen blieb über den Zeitraum zwischen **BBB** und **BB.** (Graphik 2)

Eine Überlegenheit, die sich langfristig bestätigt

Seit 1998 (Schaffung von Wandelanleihenindizes) hat sich der Trend bestätigt: Wandelanleihen bieten ein attraktives Risiko-Rendite-Verhältnis. Mit einer Volatilität, die mit der von Schwellenländeranleihen vergleichbar und leicht höher ist als die von hochverzinslichen Anleihen, erzielen sie eine deutlich höhere annualisierte Rendite. (Graphik 3 und 4)

Wie funktioniert eine Wandelanleihe?

Eine Wandelanleihe behält die Merkmale einer traditionellen Anleihe bei: Laufzeit (oft 5 Jahre), Kupon, hoher Nominalwert (1.000 bis

100.000 USD) und Notierung an ausserbörslichen Märkten. Ihre Besonderheit: **das Recht auf Umwandlung in Aktien zu einem im Voraus festgelegten Preis**, der in der Regel 25 bis 40% über dem aktuellen Preis liegt.

- **Wenn die Aktie stagniert** : Der Anleger behält die Anleihe und erhält bei Fälligkeit ihren Nennbetrag zurück.
- **Steigt die Aktie** : Man kann die Erhöhung umwandeln und einfangen oder die Wandelanleihe auf dem Sekundärmarkt verkaufen.

So profitiert der Inhaber von einer **teilweisen Indexierung an das Ertragswachstum**, im Gegensatz zu einer traditionellen Anleihe, die nur über den Kupon ausbezahlt wird.

Ein grundlegender Unterschied zwischen einer traditionellen Anleihe und einer Wandelanleihe liegt in ihrem Verhalten gegenüber der Inflation.

Bei einer traditionellen Anleihe erhält der Inhaber eine feste nominale Rendite. Steigt die Inflation, wird diese Realrendite mechanisch erodiert, da sich die Kupons nicht an steigende Preise anpassen.

Bei einer Wandelanleihe sieht die Situation anders aus: Dank der Wandlungsmöglichkeit profitiert der Anleger von einer indirekten Indexierung an das Wachstum der Erträge des Emittenten. Führt die Inflation zu einem Anstieg der Unternehmenserträge und -gewinne (was im Kontext der Preissetzungsmacht häufig der Fall ist), steigt der Wert der Aktie und damit auch der Wert der Wandelanleihe. Diese Eigenschaft verleiht Wandelanleihen das Potenzial eines teilweisen Inflationsschutzes, da sie eine reale Renditequelle bieten, die eine traditionelle Anleihe nicht bieten kann.

Dies macht sie zu einem besonders relevanten Instrument in einem Umfeld, in dem die Realzinsen niedrig oder sogar negativ sind.

Wandelanleihen sind nicht die einzigen Anleihen, die mit den Aktienmärkten korrelieren. Die Grundprinzipien der Unternehmensfinanzierung erinnern uns daran, dass der Wert einer Aktie das Kreditrisiko beeinflusst: Ein starker Kursverfall einer Aktie erhöht die Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten. Aus diesem Grund gibt es bei **High Yield** (hochverzinslichen Anleihen) naturgemäß eine Aktienrisikokomponente.

Graphik 1. Historische Wertentwicklung der einzelnen abgesicherten Anleihesegmente gegenüber CHF

	1 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
Schweizer Staatsanleihen	0.5%	2.3%	-1.3%	0.0%
Investment-Grade-Anleihe (IG)	0.3%	0.7%	-2.5%	0.3%
Anleihen aus Schwellenländern	2.6%	3.3%	-2.3%	0.3%
Hochverzinsliche Anleihe	4.0%	5.1%	1.5%	2.7%
Nachrangige Finanzanleihen	3.4%	3.7%	0.3%	2.0%
Wandelanleihen	14.7%	7.1%	3.1%	5.2%

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: Bloomberg und Refinitiv, Stand: 29.08.2025. Schweizer Staatsanleihen Ticker: G050 / IG-Anleihen Ticker: G0BC / Schwellenländeranleihen Ticker: EMGB / Hochverzinsliche Anleihen Ticker: HW00 / Nachrangige Finanzanleihen Ticker: EBSU / Wandelanleihen Ticker: UCBIABU Index

Graphik 2. Performancevorteil: Wandelanleihen gegenüber anderen abgesicherten Anleihesegmenten gegenüber CHF

	1 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
Wandelanleihen	14.2%	4.8%	4.4%	5.2%
vs Schweizer Staatsanleihen				
Wandelanleihen	14.3%	6.4%	5.6%	4.8%
vs IG-Anleihe				
Wandelanleihen	12.0%	3.8%	5.3%	4.8%
vs Schwellenländeranleihen				
Wandelanleihen	10.7%	2.1%	1.6%	2.5%
vs Hochverzinsliche Anleihen				
Wandelanleihen	11.2%	3.4%	2.7%	3.2%
vs nachrangige Finanzanleihen				

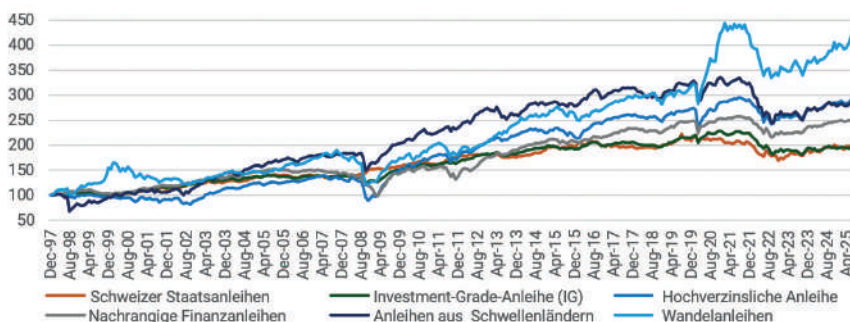
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. OCs = Wandelanleihen. Quellen: Bloomberg und Refinitiv, Stand: 29.08.2025. Schweizer Staatsanleihen Ticker: G050 / IG-Anleihen Ticker: G0BC / Schwellenländeranleihen Ticker: EMGB / Hochverzinsliche Anleihen Ticker: HW00 / Nachrangige Finanzanleihen Ticker: EBSU / Wandelanleihen Ticker: UCBIABU Index

Graphik 3. Historische Performance-Risiko-Tabelle der verschiedenen abgesicherten Anleihesegmente gegenüber CHF

	Leistung	Flüchtigkeit
Schweizer Staatsanleihen	2.46%	5.0%
Investment-Grade-Anleihe (IG)	2.47%	4.7%
Anleihen aus Schwellenländern	3.91%	10.3%
Hochverzinsliche Anleihe	3.95%	8.8%
Nachrangige Finanzanleihen	3.38%	7.1%
Wandelanleihen	5.44%	10.3%

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: Bloomberg und Refinitiv, Stand: 29.08.2025. Schweizer Staatsanleihen Ticker: G050 / IG-Anleihen Ticker: G0BC / Schwellenländeranleihen Ticker: EMGB / Hochverzinsliche Anleihen Ticker: HW00 / Nachrangige Finanzanleihen Ticker: EBSU / Wandelanleihen Ticker: UCBIABU Index

Graphik 4. Historische Wertentwicklung der verschiedenen Anleihesegmente



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: Bloomberg und Refinitiv zwischen dem 31.12.1997 und dem 29.08.2025. Schweizer Staatsanleihen Ticker: G050 / IG-Anleihen Ticker: G0BC / Schwellenländeranleihen Ticker: EMGB / Hochverzinsliche Anleihen Ticker: HW00 / Nachrangige Finanzanleihen Ticker: EBSU / Wandelanleihen Ticker: UCBIABU Index

Diese Korrelation bei hochverzinslichen Anleihen ist jedoch auf das **Ausfallrisiko** beschränkt: Sie bietet keine zusätzlichen Renditen, die an das Gewinnwachstum gekoppelt sind. Umgekehrt bieten Wandelanleihen eine asymmetrische Partizipation am Aufwärtspotenzial von Aktien, während der Anleihe-schutz im Falle eines ungünstigen Szenarios erhalten bleibt. (Graphik 5)

Wandelanleihen, ein Allokationsinstrument an sich.

Wandelanleihen sind nicht nur ein hybrides Instrument zwischen Aktien und Anleihen: Sie sind **eine echte eigenständige Anlageklasse** mit drei sich ergänzenden Performance-treibern:

- **Die Anleiheeinlage** (Kupon und Nominalrendite),
- **Der Aktionsbeitrag** (über die Umwandlungsoption),
- **Das technische Alpha**, das für die optionale Struktur von Wandelanleihen spezifisch ist.

Diese einzigartige Kombination erklärt, warum Wandelanleihen auf lange Sicht **eine gemischte 50/50-Allokation von Anleihen und Aktien übertrafen** und gleichzeitig ein ausgewogeneres Risikoprofil boten. (Graphik 6)

Die Performanceanalyse zeigt, dass sich der Beitrag von Wandelanleihen langfristig im Durchschnitt **zu gleichen Teilen** auf die drei Performancetreiber **Anleihen, Aktien und technisches Alpha** verteilt. (Graphik 7)

Diese drei Hauptquellen für die Wertentwicklung von Wandelanleihen können mit drei Hauptfamilien von Wandelanleiheprofilen in Verbindung gebracht werden.

Das Anleiheprofil: Wenn der Wandlungspreis sehr weit vom aktuellen Preis entfernt ist, verhält sich die Wandelanleihe wie eine traditionelle Anleihe. Der Großteil der Wertentwicklung wird durch Kupons und die Rückkehr zum Nennwert erfolgen. Der Vorteil dieses Profils besteht darin, dass es im Falle eines Zahlungsausfalls eine „gesicherte“ Leistung bietet. Das Konfidenzintervall der erwarteten Leistung bei diesem Profiltyp ist sehr eng und hängt von der Anzahl der durchgeführten Fehler ab. Es besteht auch eine geringe Wahrscheinlichkeit, dass es eini- ▶▶▶

gen Basiswerten gelingen wird, vor Fälligkeit in die Währung zurückzukehren, was einen zusätzlichen Gewinn ermöglicht. Für den Begünstigten bieten Wandelanleihen mit einem Anleiheprofil **ein erhebliches Diversifikationspotenzial**: Mehr als 70% der Emittenten existieren in der traditionellen Anleihewelt nicht. Das Fehlen eines offiziellen Ratings für diese wandelanleihe-spezifischen Emittenten sowie die mangelnde Durchlässigkeit zwischen Anleihe- und Wandelanleiheanlegern führt zu **einem Abschlag mit gleichem Ausfallrisiko**. Dieser Vorteil ist für Emittenten mit gleichwertigem B-Rating sehr ausgeprägt, mit einem Vorteil von fast 110 Basispunkten im Vergleich zu herkömmlichen Anleiheemissionen. (Graphik 8)

Das sogenannte „gemischte“ Profil: Wenn der Wandlungspreis relativ nah liegt, wird die Wahrscheinlichkeit, in der Konversionszone zu landen, hoch. **Diese Wandelanleihen haben ein „asymmetrisches“ Profil, das es ihnen ermöglicht, von Kursanstiegen zu profitieren und gleichzeitig Kursrückgänge abzufedern..** Hier sind die beiden Haupttreiber der Performance die Performance der Aktie, aber auch das für die Anlageklasse spezifische „technische Alpha“. Dank der Konvexität kann die Wertentwicklung eines Wandelanleiheportfolios auch dann positiv sein, wenn die zugrunde liegenden Aktien eine Gesamtrendite von null aufweisen. Dies lässt sich an einem konkreten Beispiel verdeutlichen: Zwischen dem 31. Dezember 2024 und dem 8. April 2025 weist das gleichgewichtete Portfolio aus MP Materials-, Nordex-, Parsons- und Coinbase-Aktien eine Performance von -2% auf, während das Portfolio gleichgewichteter Wandelanleihen, die von denselben Basiswerten begeben werden, eine Performance von +5% aufweist.

Dieser Unterschied ergibt sich aus der Nicht-linearität von Wandelanleihen: **Sie profitieren von der Volatilität und Streuung der Renditen**, die es in anderen Anleihe-segmenten nicht gibt (Graphik 9).

Das Eigenkapitalprofil: Wenn der Aktienkurs den Wandlungspreis übersteigt, liegt die Wandelanleihe näher an einem Eigenkapitalprofil. Das Ertragspotenzial ist bei dieser Art von Profil hoch, nahe an dem des Aktionärs, aber mit Restschutz. Für den Emittenten ergibt sich ein positiver Effekt: Die Emission von Wandelanleihen ermöglicht

Graphik 5. Korrelation zwischen den verschiedenen Anleihe-segmenten und Aktien

Variable	Schweizer Staatsanleihen	Investment-Grade-Anleihe (IG)	Anleihen aus Schwellenländern	Hochverzinsliche Anleihe	Finanzielle Unterabgabe	Wandelanleihen	SMI
Schweizer Staatsanleihen	1.0	0.6	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.1
Investment-Grade-Anleihe (IG)	0.6	1.0	0.6	0.6	0.7	0.5	0.2
Anleihen aus Schwellenländern	0.2	0.6	1.0	0.6	0.4	0.6	0.5
Hochverzinsliche Anleihe	0.1	0.6	0.6	1.0	0.6	0.7	0.6
Nachrangige Finanzanleihen	0.2	0.7	0.4	0.6	1.0	0.5	0.4
Wandelanleihen	0.0	0.5	0.6	0.7	0.5	1.0	0.7
SMI	-0.1	0.2	0.5	0.6	0.4	0.7	1.0

Quellen: Ellipsis AM vom 29.08.2025

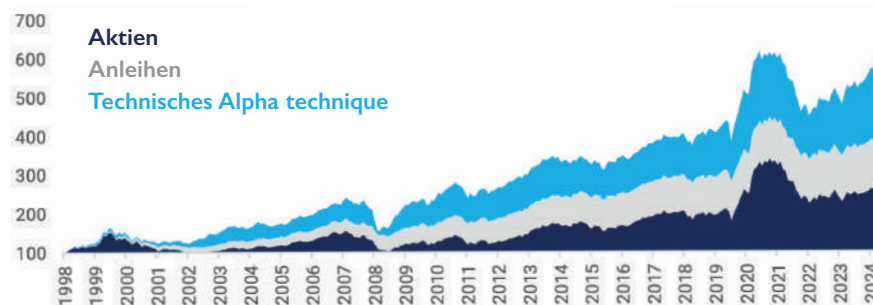
Graphik 6. Performance von CHF-abgesicherten Wandelanleihen vs. 50/50 CHF-abgesicherten IG-Unternehmensanleihen und CHF-abgesicherten MSCI World-Unternehmensanleihen (monatliche Neugewichtung)



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

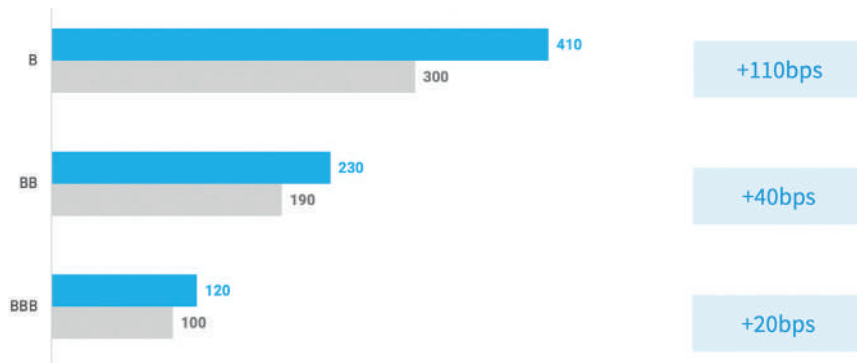
Quellen: Bloomberg zwischen dem 31.01.2001 und dem 29.08.2025. Währungsgesicherte Wandelanleihen in CHF Ticker: UCBIABU Index / MSCI World währungsgesichert in CHF Ticker: M0WOHCHF Index / Unternehmensanleihen IG währungsgesichert in CHF Ticker: LGCPTRCH Index

Graphique 7. Verteilung der Performancefaktoren Aktien / Anleihen / Technisches Alpha technique



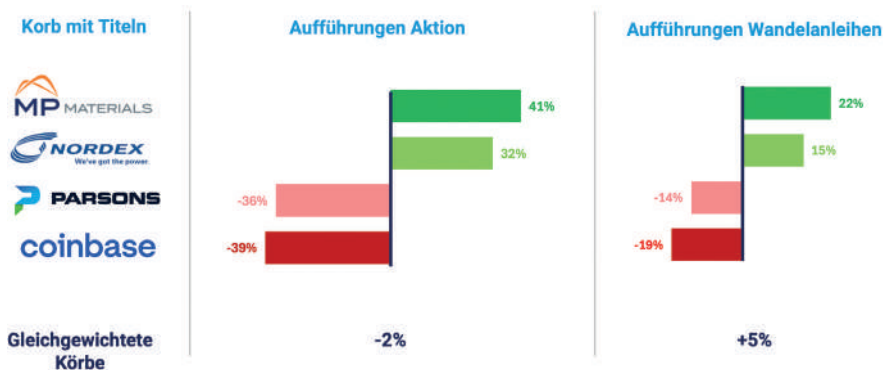
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: Ellipsis AM & Bloomberg April 2025

Graphik 8. Spreads Wandelanleihen vs. Straights (in BP)



Quelle : Ellipsis AM 29.08.2025

Graphik 9.



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Die Namen und Werte dienen als Anhaltspunkt und stellen keine Anlageempfehlung dar. Quellen: Ellipsis AM 08.04.2025

Graphik 10.

	Gewinnwachstum 25-26	P/E
MSCI World	11.20%	19.4
S&P 500	12.40%	21.5
Wandelanleihen-Basiswerte	15.36%	20.7

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.
Quelle: Ellipsis, Refinitiv, 29.08.2025.

es, sowohl die Zinslast im Vergleich zu einer traditionellen Anleiheemission zu reduzieren als auch die Kosten im Zusammenhang mit der Verwässerung im Vergleich zu einer Kapitalerhöhung zu senken. Dieser positive Effekt könnte erklären, warum es einen positiven „Selektionseffekt“ auf Emittenten von Wandelanleihen gibt, die den Aktienmarkt langfristig übertreffen. Ein zweiter Grund für diese Outperformance ist, dass diese Art der Finanzierung Unternehmen mit einem hohen Wachstumsprofil und angemessenen Bewertungen anzieht. Allerdings sollten die Aktienprofile in einem Portfolio von Wandelanleihen in der Minderheit bleiben, da eine schlechte Auswahl die aufgelaufenen Gewinne zunichte machen kann. (Graphik 10)

Warum sollten Wandelanleihen in eine strategische Allokation einbezogen werden?

Vor dem Hintergrund des Rückgangs der Anleiherenditen müssen Pensionskassen Lösungen finden, um ihre Haftungsanforderungen zu erfüllen. Ihnen stehen mehrere Lösungen offen. Die Überprüfung der strategischen Allokationen, um den Anteil von Anleihen zu reduzieren und den Anteil von Aktien zu erhöhen, ist eine davon. Es gibt auch eine weitere Option, mit der man langfristig bessere Ergebnisse erzielen kann, ohne den Anteil der Anleihen in Ihrem Portfolio zu beeinflussen: einen Teil seines Anleiheportfolios in Wandelanleihen investieren.

UNTERNEHMEN: Mit mehr als 20 Jahren Management Erfahrung und einem verwalteten Vermögen von 5,2 Milliarden Euro (Stand: 29.08.2025) zielt Ellipsis AM auf spezialisierte Vermögenswerte mit Mehrwert ab. Ellipsis AM ist eine anerkannte Vermögensverwaltungsgesellschaft, die sich auf Wandelanleihen, Kredite und Alternatives & Risk Mitigation Strategien (Overlay) spezialisiert hat. Darüber hinaus entwickelt die Gruppe maßgeschneiderte Anlagelösungen im Fondsformat.

Wesentliche Risiken im Zusammenhang mit Wandelanleihen:

Der OGA ist insbesondere einem Risiko ausgesetzt, das mit der Wertentwicklung der im Portfolio gehaltenen Wandelanleihen zusammenhängt, die von mehreren Faktoren abhängt: der Höhe der Zinssätze, der Entwicklung des Kurses der zugrunde liegenden Aktien oder der Entwicklung des Preises des in die Wandelanleihe integrierten Derivats. Darüber hinaus ist der OGA Kredit-, Liquiditäts- und Gegenparteiisiken sowie Risiken im Zusammenhang mit dem Einsatz von Terminfinanzinstrumenten ausgesetzt.

Diese verschiedenen Elemente können zu einer Verringerung des Nettoinventarwerts des Investmentfonds führen, der keiner Garantie oder einem Schutz unterliegt.

Dieses Werbematerial dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Anlageberatung zu Finanzprodukten dar. Aufgrund der Vereinfachung stellen die in diesem Dokument enthaltenen Informationen keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie können subjektiv sein und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle diese Daten wurden in gutem Glauben auf der Grundlage von Marktinformationen erstellt. Für die Elemente, die aus externen Informationsquellen stammen, kann keine Richtigkeit garantiert werden.

Die Namen und Werte werden nur zu Informationszwecken angegeben.

Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Ellipsis AM in keiner Form vervielfältigt oder an eine andere Person als die Person weitergegeben werden, an die es gerichtet ist.

Die Namen und Werte dienen als Anhaltspunkt.

Ein weltweit stabiler Konsum hilft internationalen Credits



Evelyne Assamoi
Head of Investment Grade
Credit Research

MFS Investment Management

Was ist passiert? Anleger fürchten einen Wachstumseinbruch.

Der Weltwirtschaft drohen große Risiken. Die Politik irritiert weiter, der Handelskrieg ist Realität und niemand weiß, wann sich die Lage normalisiert. Immer mehr Sorgen macht auch die Geld- und Fiskalpolitik. Anleger fürchten höhere Haushaltsdefizite und mehr Staatsverschuldung. In vielen Ländern sind die Schuldenstandsprognosen alles andere als ermutigend. Die Zinsen könnten noch länger hoch bleiben, was die Konjunktur weltweit dämpfen könnte. In dieser Lage kann vor allem ein Faktor die Weltwirtschaft stabilisieren: der Konsum.

Die Verbraucher könnten zu Hilfe kommen und die Abschwungsangst dämpfen. Angesichts der unsicheren politischen Lage und des andauernden Handelskriegs ist es nur zu verständlich, dass Anleger mit einer schwächeren Weltkonjunktur rechnen. Aber wegen des stabilen Konsums bleiben wir für die Weltwirtschaft optimistisch.

In den USA bleibt die Konsumnachfrage hoch. Das liegt vor allem am Arbeitsmarkt, wo es keine Anzeichen für einen Einbruch gibt. Auch die Haushaltsfinanzen sind gut, was der Quotient aus Haushaltsnettovermögen und verfügbarem Einkommen deutlich zeigt; mit 760% liegt er nur knapp unter seinem Allzeithoch. Die amerikanischen Haushalte sind auch nicht besonders hoch verschuldet; mit nur 11,8% ist das Verhältnis der Schulden zum Nettovermögen so niedrig wie seit 1972 nicht mehr. All das spricht dafür, dass sie einem schwächeren Wirtschaftswachstum

etwas entgegenzusetzen haben. Unser Indikator für die Lage der amerikanischen Verbraucher – der Health of the US Consumer Indicator, kurz HOTCI – fasst Arbeitsmarktlage, Ausgabebereitschaft, Einkommen, Vermögen, Schulden und den Zugang zu Krediten anhand von 16 Kennzahlen zusammen. Alles in allem halten wir seine Entwicklung für recht ermutigend. Zurzeit stehen die Verbraucher sehr viel besser da als im Vergangenheitsdurchschnitt. Der HOTCI scheint keine Rezession anzudeuten (Abbildung 1).

Auch den europäischen Konsum schätzen wir insgesamt positiv ein. Vielleicht ist er nicht ganz so stabil wie der amerikanische, aber einen Grund zur Beunruhigung sehen wir nicht. In Europa profitiert der Konsum besonders von einem stabilen Arbeitsmarkt (mit einer Arbeitslosenquote dicht am Allzeittief) und

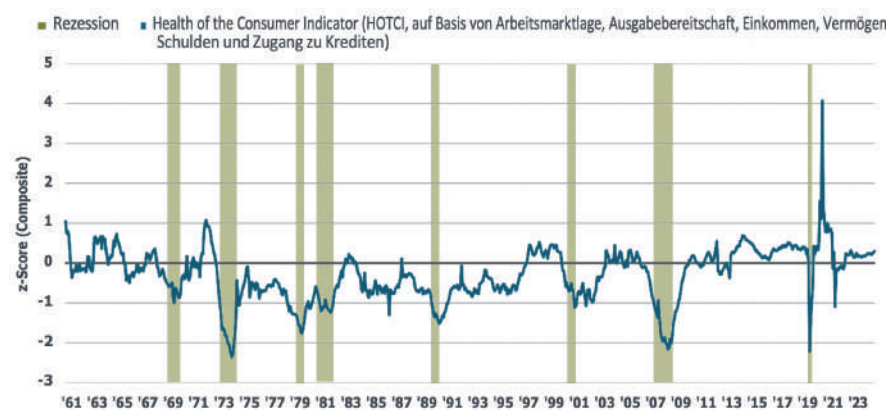
niedrigen Schuldendienstquoten. Das Konsumklima war in den letzten Monaten allerdings recht schwach. Aber es gibt erste Erholungszeichen. (Abbildung 2)

Vorsichtig optimistisch sind wir auch für den chinesischen Konsum. Chinas Verbraucher scheinen zuletzt sehr viel vorsichtiger geworden zu sein und weniger Geld auszugeben. Die Haushalte haben aber sehr viel gespart – und der Staat ist fest entschlossen, die Geld- und Fiskalpolitik zu lockern, was irgendwann auch dem Konsumklima helfen dürfte. Die Ersparnisse bleiben zwar hoch, aber der Anteil der Verbraucher, die noch mehr sparen wollen, ist nach unseren Erkenntnissen zuletzt etwas gefallen. Das könnte ein erstes Zeichen für ein wieder besseres Konsumklima sein (Abbildung 3).

In den Emerging Markets scheinen die Verbraucher keine Probleme zu haben. So steigen die realen Haushaltseinkommen in Brasilien seit einigen Monaten um etwa 6% z.Vj., und in Indonesien legten die realen Ausgaben in den letzten Quartalen um jeweils mehr als 4% z.Vj. zu. Auch die niedrige Arbeitslosenquote spricht generell für einen soliden Konsum in den Emerging Markets (Abbildung 4).

Anleger sollten sich aber für krisenfeste Unternehmen entscheiden, denen Unsicherheit nur wenig schadet. Bewertungen und Cashflows – sowie ihre Bestimmungsfaktoren und Risiken – werden wichtiger. All das führt zu einer stärkeren Streuung der Sektoren, Regionen und Einzelwerte. Für aktive Manager

Abbildung 1: Die US-Verbraucher stehen im Vergangenheitsvergleich weiter gut da



Quellen: Bloomberg, Fed, US-Arbeitsministerium, Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, Goldman Sachs, US Census Bureau. Für den HOTCI werden sechs Indizes für Arbeitsmarktlage, Ausgabebereitschaft, Einkommen, Vermögen, Schulden und Zugang zu Krediten zusammengefasst, die wiederum auf 16 Kennzahlen beruhen. Monatsdaten, Stand April 2025.

kann das nur gut sein, wollen sie doch Gewinner entdecken und Verlierer meiden. In den Marktindizes sind risikoreichere Unternehmen und Regionen möglicherweise zu stark vertreten.

Warum ist das wichtig? Weil der Konsum weiter für Wachstum sorgen wird

Wir rechnen nicht mit einer Rezession in den USA. Zwar bleiben die Auswirkungen der Zölle auf die Konjunktur unklar, doch dürften die USA wegen der noch immer guten Wirtschaftslage und des stabilen Konsums gut damit zurechtkommen. Natürlich überwiegen die Negativrisiken, aber zurzeit erleben wir allenfalls einen mäßigen Abschwung.

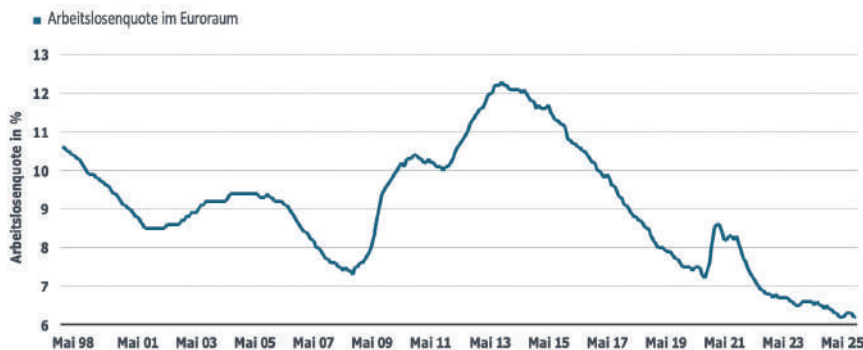
Die Wachstumsaussichten für Europa haben sich verbessert. Das liegt vor allem an der Hoffnung auf große Ausgabenprogramme, vor allem in Deutschland. Nach den Konjunkturindikatoren des Market Insights Teams ist der Ausblick für den Euroraum jetzt sehr viel besser als noch vor wenigen Monaten. (Abbildung 5)

Alles in allem sprechen die Frühindikatoren trotz allgemeiner Risiken für eine anhaltend stabile Weltkonjunktur. Vor allem der Frühindikatorenindex der OECD deutet darauf hin, dass die Weltwirtschaft weiterhin über dem Langfristtrend wächst, nicht zuletzt wegen der stabilen Emerging Markets. Uns scheint wichtig, dass die Geld- und Fiskalpolitik das Wachstum wohl weiter fördert. In den USA und mehr noch in Europa rechnen wir mit höheren Staatsausgaben. Unterdessen könnte die EZB ihre Zinsen weiter verringern, auch wenn es zurzeit nach einem baldigen Ende des Zinssenkungszyklus aussieht. Die chinesischen Behörden sind unterdessen fest entschlossen, mittels Geld- und Fiskalpolitik die Wirtschaft zu stützen. (Abbildung 6)

Und was bedeutet das für Anleger? Gute Zeiten für risikobehaftete Wertpapiere, einschließlich Credits

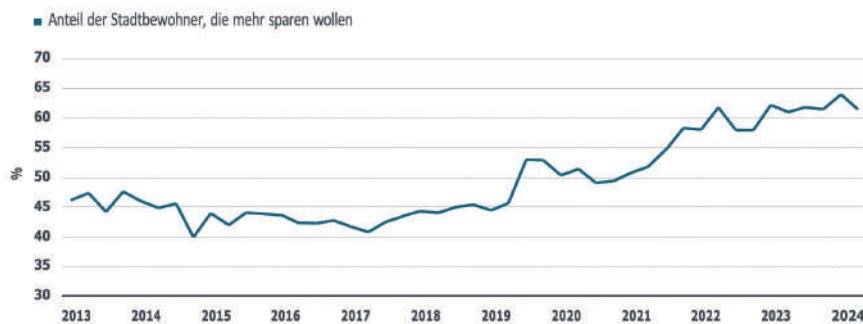
Der Konsum dürfte risikobehafteten Wertpapieren weltweit helfen. Der Weltwirtschaft droht wohl kein starker Einbruch, vor allem wegen des stabilen Konsums. Wachstums-

Abbildung 2: Arbeitslosenquote im Euroraum fast auf Allzeittief



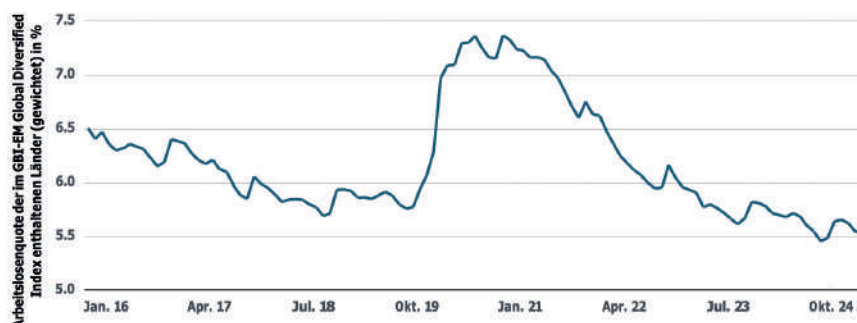
Quellen: Bloomberg, Eurostat. Monatsdaten bis Mai 2025.

Abbildung 3: Chinas Verbraucher könnten wieder ausgabenfreudiger werden

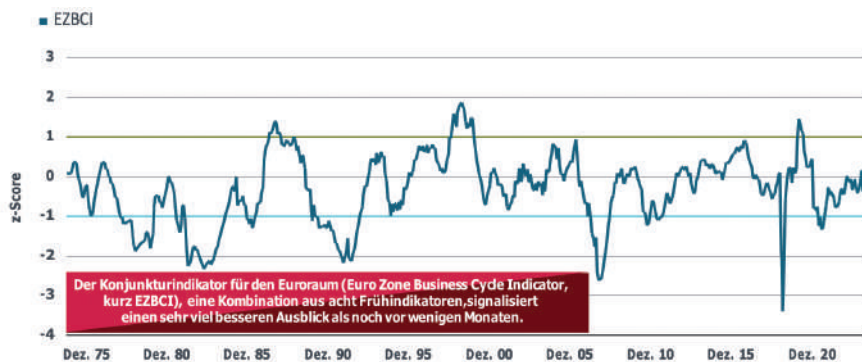


Quellen: Haver, People's Bank of China. Daten bis Dezember 2024.

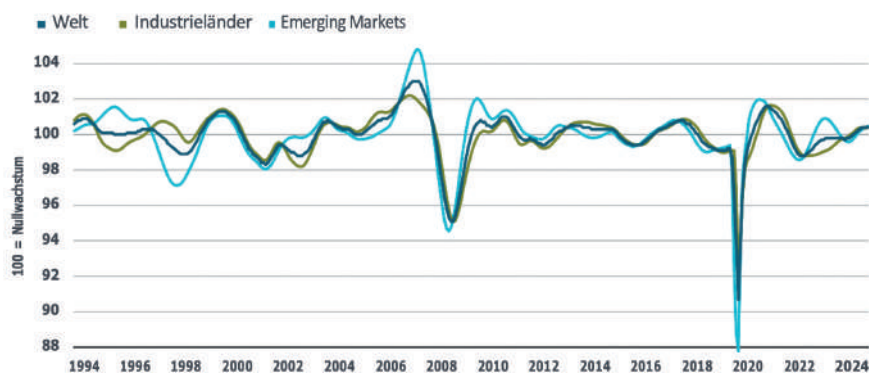
Abbildung 4: Arbeitslosenquote der Emerging Markets fast auf Allzeittief



Quellen: Bloomberg, Nationale Statistikämter. Im GBI-EM Index vertretene Länder Brasilien, China, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Polen, Rumänien, Südafrika, Thailand, Tschechien und Ungarn. Monatsdaten.

Abbildung 5: Der Ausblick für den Euroraum verbessert sich

Quellen: Bloomberg, Ifo-Geschäftsklimaindex (Erwartungskomponente) für Deutschland, Sentix-Index für den Euroraum, französisches Verbrauchervertrauen, deutsche Auftragseingänge, ZEW-Index, Euroraum-Stimmungsindikator der EU-Kommission, Composite-Einkaufsmanagerindex für den Euroraum, Investitionsgüterumschlag in Spanien. Monatsdaten von November 1975 bis Mai 2025. Der Composite-Indikator beruht auf dem Durchschnitt der z-Scores dieser acht Variablen.

Abbildung 6: Der OECD-Frühindikatorenindex spricht für eine gute Weltkonjunktur

Quellen: Bloomberg, OECD. Der Composite-Frühindikatorenindex (CLI) soll konjunkturelle Wendepunkte auf 6- bis 9-Monats-Sicht erkennen. Die Monatswerte liefern Hinweise darauf, ob das BIP-Wachstum voraussichtlich über oder unter dem Langfristtrend liegen wird. Für alle Volkswirtschaften der Welt steht ein Wert von 100 für ein erwartetes BIP-Wachstum in Höhe des Langfristrends (in sechs bis neun Monaten). Bei Werten über 100 wird in sechs bis neun Monaten mit einem Wachstum über dem Langfristtrend gerechnet, bei Werten unter 100 mit einem Wachstum darunter. Steigende Werte über 100 sprechen für eine Expansion, fallende Werte über 100 für einen Abschwung. Fallende Werte unter 100 signalisieren eine Rezession, steigende Werte unter 100 eine Erholung. Monatsdaten von April 1994 bis Mai 2025.

werten dürfte das nützen, Aktien ebenso wie Credits.

Wir sind daher für internationale Credits optimistisch. Wir haben es hier mit einer defensiven Assetklasse zu tun, mit starker regionaler Diversifikation und interessanten Alphachancen. Manche der derzeitigen Marktverzerrungen infolge des weltweit höheren Rezessionsrisikos könnten zu attraktiven Einzelwertchancen führen, etwa im Automobilsektor. Auch einige Konsumgüterbranchen, etwa Gaming, leiden eher weniger unter dem Zollschock und könnten ebenfalls interessante defensive Anlagen sein.

Die Spreads liegen noch immer eng beieinander, was die Einzelwertauswahl wichtiger macht. Geringe Spreadunterschiede sind oft ein Hinweis auf Fehlbewertungen auf der Einzelwertebene. Fundamentalanalysen werden daher noch wichtiger, auch wegen der insgesamt großen Unsicherheit. Umschichtungen von Credits werden daher zu einem wichtigen Teil des aktiven Portfolio- und Risikomanagements. Je größer die Verzerrungen sind und je stärker die Kurse von den Fundamentaldaten abweichen, desto mehr Alpha lässt sich mit einer sorgfältigen Einzelwertauswahl erzielen.

ZUSAMMENFASSUNG

- Wir halten die Wachstumszweifel internationaler Investoren für übertrieben, weil der Konsum weltweit stabil bleibt.
- Daher sind wir für Credits in nächster Zeit optimistisch. ■

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Strategy and Insights Group, eines Teils der Vertriebspartie von MFS. Sie können von denen der Portfoliomanager und Analysten von MFS abweichen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ändern. Sie dürfen nicht als Anlageberatung, Wertpapierempfehlung oder Hinweis auf beabsichtigte Transaktionen von MFS verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Diversifikation garantiert keine Gewinne und schützt auch nicht vor Verlusten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von:

USA: MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); Lateinamerika: MFS International Ltd.; Kanada: MFS Investment Management Canada Limited. Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz: Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz): Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. Singapur: MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). Australien/Neuseeland: MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. Hongkong: MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. Für professionelle Investoren in China: MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. Japan: MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Die Informationen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Verluste oder Folgeschäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder dem Vertrauen darauf entstehen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS International (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden. Südafrika: Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.

Immobilienentwicklung in Frankreich - der Aufstieg der regenerativen Immobilien



Olivier Seux
Immobilienmanager

Mirabaud Asset Management

Für Schweizer Pensionskassen, die eine internationale Diversifikation anstreben, bleiben Immobilien eine der zuverlässigsten langfristigen Anlageklassen. Aber in einem globalen Markt, in dem jede Rechtsordnung ihre eigenen Regeln, Anreize und Beschränkungen mitbringt, ist das Verständnis der lokalen Gegebenheiten nicht optional, sondern die Grundlage für nachhaltige Erträge.

Frankreich dient als ungewöhnlich reichhaltige Fallstudie. Der Immobilienmarkt verbindet starke Fundamentaldaten, ehrgeizige Klimagesetzgebung sowie ein ausgereiftes Entwicklungsökosystem. Noch wichtiger ist, dass die Dynamik der Immobilienentwicklung nun von einer landesweiten Verlagerung von Expansion zu Regeneration geprägt wird, einem Modell, das zunehmend mit institutionellen Prioritäten rund um Nachhaltigkeit, Ertragsresilienz und langfristige Wertschöpfung übereinstimmt.

Was macht Frankreich zu einem strategischen Ziel?

Wirtschaftliche Stabilität trifft auf städtischen Wandel.

Bis Mitte 2025 hat sich der französische Immobilienmarkt nach zwei Jahren der Volatilität stabilisiert. Hypothekenzinsen für 20-jährige Darlehen schwankten zwischen 3% und 3,35%, die Kreditvergaben erholten sich stark und die Wohnungsverkäufe an Erstkäufer

stiegen aufgrund von zinslosen Darlehensverlängerungen und vorübergehenden Steuerbefreiungen stark an.

Das Investoreninteresse bleibt stark in den Bereichen Hotels, Studentenwohnungen und Wohnungssektoren, während der Büromarkt weiterhin mit Überangebot und funktionaler Veralterung zu kämpfen hat. Diese Divergenz gestaltet Akquisitionspipelines um, wobei sich Kapital in Anlageklassen konzentriert, die sowohl von politischen Anreizen als auch von demografischer Nachfrage unterstützt werden.

Strukturelle Trends schaffen Chancen

1. Nachfragewachstum im Gegensatz zu eingeschränktes Angebot

Das städtische Frankreich steht vor einem chronischen Wohnungsmangel (geschätzt auf 500.000 Einheiten jährlich), wobei die Fertigstellungen zu kurz greifen. Die Nachfrage wird durch Lebensstilveränderungen weiter fragmentiert, einschließlich hybrider Arbeitsformen und einer Zunahme von Einpersonenhaushalten. Die akutesten Lücken bestehen bei bezahlbarem Wohnraum, Immobilien für Erstkäufer und speziell errichteten Studentenwohnheimen. Siehe *Grafik A*.

2. Veralterung als Chance

Über 60% der Pariser Büroflächen sind mehr als 30 Jahre alt und entsprechen oft nicht den Energie- oder Funktionsstandards. Diese Veralterung ist eine Gelegenheit für

adaptive Nachnutzung: die Umwandlung von Büros in Wohnungen, Hotels oder gemischt genutzte Projekte, zusammen mit ähnlichen Transformationen alternder Einzelhandels-, Gastgewerbe- und Parkhäusern. Siehe *Grafik B*.

3. Ein Regulierungsrahmen, der Nachhaltigkeit belohnt

Drei Kernrichtlinien gestalten die Entwicklungsökonomie neu:

- Décret Tertiaire: schreibt Energieverbrauchsreduzierungen in Gewerbeimmobilien bis 2050 vor. Siehe *Grafik C*.
- ZAN-Gesetz: jede neue Fläche, die versiegelt, bebaut oder anderweitig „künstlich“ gemacht wird, muss durch die Wiederherstellung einer entsprechenden Menge bereits künstlichen Landes zurück zur Natur oder Landwirtschaft ausgeglichen werden. Dies setzt der Zersiedelung der Vorstädte effektiv ein Ende.
- RE2020: erhöht Kohlenstoff- und Energiestandards für Neubauten.

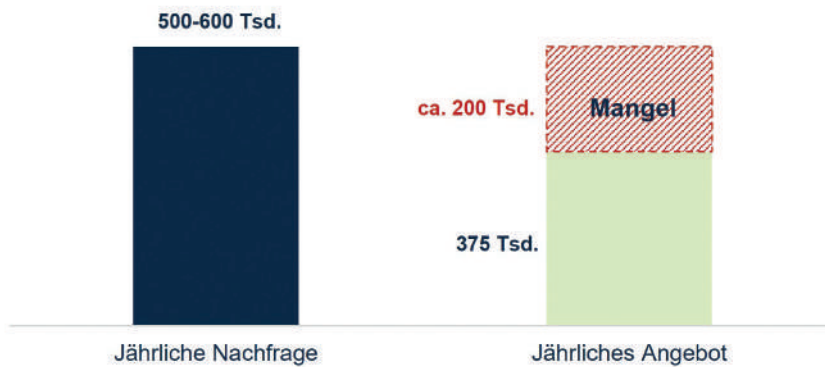
Diese Vorschriften lenken Investitionen in Richtung Brownfield-Urbanismus, die Nutzung bestehender Standorte innerhalb etablierter städtischer Zonen, wodurch der CO₂-Fußabdruck reduziert und vorhandene Transport- und Infrastrukturnetze genutzt werden.

Brownfield-Urbanismus in Aktion

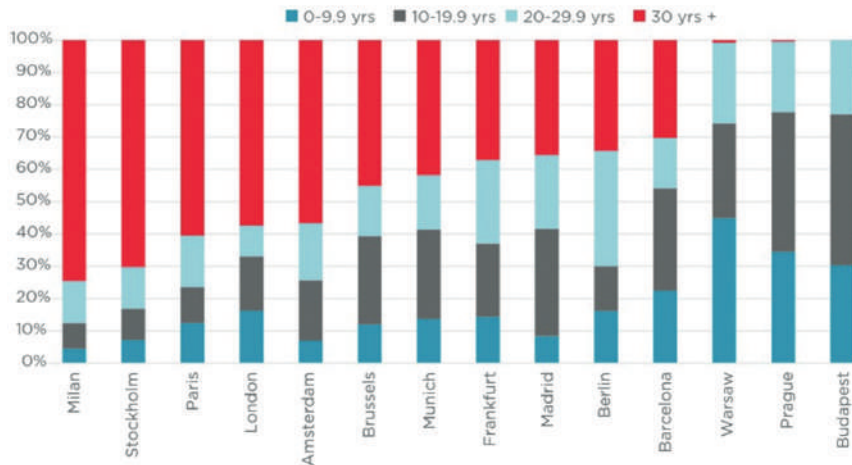
Das Verbot der Erschließung neuer Flächen durch das ZAN-Gesetz hat zu einem Anstieg komplexer städtischer Sanierungsprojekte geführt. Zum Beispiel:

- Umwandlung veralteter Büros in Studentenwohnungen in Noisy-le-Grand (300 Einheiten plus Einfamilienhäuser und ein Gesundheitscampus).
- Transformation eines Parkplatzes im 18. Arrondissement von Paris in 34 Wohneinheiten mit einem sozialen Wohnungsbauanteil.
- Sanierung von Brachflächen in Montpellier für gemischte Eigentumsverhältnisse bei Wohnungen und Einzelhandel.

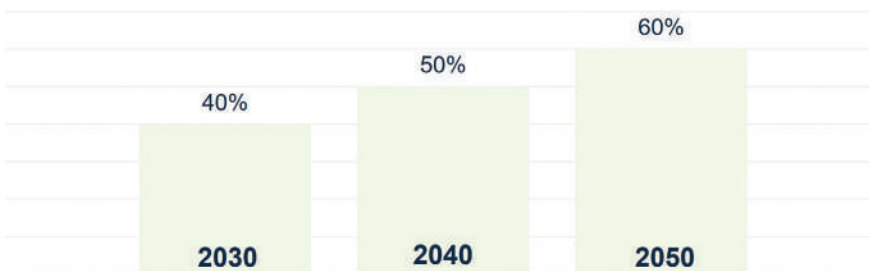
Solche Projekte erfüllen mehrere politische Ziele: Wohnungsangebot, Kohlenstoffreduzierung und sozialen Zusammenhalt, während sie gleichzeitig die Investorennachfrage nach ESG-konformen Anlagen nutzen.

Grafik A: Robuste Nachfrage, begrenztes Angebot

Quellen RHS: 1. Schätzungen von REXCODE und NEXITY zum jährlichen Bedarf an Wohnraum bis 2030. 2. Sit@del (2011/2021), jährliche Baubeginne.

Grafik B: Paris hat das Potenzial für einen Wandel

Quelle: Cushman & Wakefield Research, MSCI, Co-Star, CBRE, Stand: 2. Quartal 2024

Grafik C: im Décret Tertiaire festgelegten Ziele

Quelle: <https://www.ecologie.gouv.fr/eco-energie-tertiaire-eet>

Finanzierungsherausforderungen und -lösungen

Ein anhaltender Streitpunkt ist die Kapitalfinanzierungslücke vor der Genehmigung. Französische Banken finanzieren Projekte selten, bevor Baugenehmigungen gesichert und Einsprüche ausgeschöpft sind. Das zwingt Entwickler dazu, alternative Quellen für Eigenkapital in der Frühphase zu finden.

Spezialfonds, Joint Ventures und öffentlich-private Partnerschaften springen zunehmend ein und tauschen Risiken in der Frühphase gegen höhere Renditen. Für Investoren bietet diese Phase eine Gelegenheit, Wertsteigerungen zu erzielen, indem sie mit erfahrenen lokalen Betreibern zusammenarbeiten, die sich in der Genehmigungserteilung und im Gemeinschaftsengagement zurechtfinden können.

Navigation durch Frankreichs Rechts- und Steuerlandschaft

Genehmigung und Compliance:

Große Projekte müssen von zertifizierten Architekten entworfen werden und strenge Bauvorschriften erfüllen, die seismische Sicherheit, Isolierung und Barrierefreiheit abdecken. Denkmalschutzbehörden können in geschützten Bereichen materielle und gestalterische Beschränkungen auferlegen. Entwickler stehen auch vor einer 10-jährigen gesetzlichen Garantie für Neubauten und einer obligatorischen Schadenversicherung, die Kosten und den Wiederverkaufswert beeinflussen.

Regeln für ausländische Investitionen:

Während Frankreich offen für ausländisches Kapital ist, erfordern bestimmte Standorte in der Nähe sensibler Zonen eine vorherige Genehmigung der Regierung.

Eigentumsstrukturen müssen auch den Transparenzanforderungen für wirtschaftliche Eigentümer entsprechen.

Steuerliche Überlegungen

- Laufende Steuern: Grundsteuer (taxe foncière), mögliche Wohnungssteuer auf Zweitwohnungen und die IFI-Vermögenssteuer auf Besitz über 1,3 Millionen €. - Kapitalerträge: 19% für EU-Einwohner; höher für andere, mit langfristiger Reduzierung.

- Anreize:
 - Renovierungsabzüge für Verbesserungen der Energieeffizienz.
 - Malraux-Gesetz-Steuererleichterungen für Sanierungen von Denkmalschutzgebäuden.
 - Mehrwertsteuerrückerstattung unter bestimmten Leaseback-Vereinbarungen.

Strukturierung von Investitionen für Schweizer Pensionskassen

Die Wahl des richtigen Vehikels

- SCI (Société Civile Immobilière): begünstigt Erbschaftsplanung und Kontrolle für direktes Eigentum.
- OPCI/SCPI: kollektive Anlagestrukturen, die Diversifikation, Liquiditätsmanagement und Steuertransparenz bieten.
- SLP (Société de Libre Partenariat): flexibel für institutionelle Anleger; mit Spielraum für grenzüberschreitende Mitinvestitionen.

Strategische Eignung:

Für Pensionsfonds gleicht eine optimale Strukturierung Ertragsstabilität mit regulatorischer Compliance aus. ESG-Integration ist zunehmend unverzichtbar: Projekte, die RE2020 oder höhere Standards erfüllen, reduzieren nicht nur das operative Risiko, sondern erhalten oft schnellere Genehmigungen und Dichteboni.

Regionale Diversifizierung: über Paris hinaus

Paris wird weiterhin ein Magnet für Kapital bleiben, aber Zweitstädte bieten attraktive Grundlagen. Zum Beispiel:

- Lyon: Büro-zu-Wohnraum-Umwandlungen unterstützt durch starke Nachfrage.
- Toulouse: Hohe Studentenzahl und Wachstum im Technologiesektor:
- Marseille: Schwere Wohnungsknappheit in den Kernbezirken.
- Montpellier: Schnelles Wachstum und regenerationsfreundliche Kommunalpolitik.
- Vororte von Grand Paris: Gestärkt durch Verkehrsanbindungen des Grand Paris Express und Verdichtungspolitik. *Siehe Abb.*

Diese Märkte bieten oft niedrigere Grundstückskosten, schnellere Planungszeiten und Möglichkeiten für sichtbare Auswirkungen auf die Gemeinschaft, was gut mit Pensionsfonds sowohl für Renditen als auch für gesellschaftlichen Wert im Einklang steht.

Strategien mit Potenzial zur Optimierung der Renditen

1. Adaptive Wiederverwertung in zentralen Lagen: Umwandlung veralteter Büro- oder Einzelhandelsimmobilien in Wohn- oder gemischt genutzte Entwicklungen
2. ESG-konforme Neubauten: Ziel sind städtische Nachverdichtungsprojekte, die darauf ausgelegt sind, die RE2020-Standards zu übertreffen.
3. Thematische Wohnsegmente: Investieren in Studentenunterkünfte, Co-Living oder Seniorenwohnen, um widerstandsfähige Nachfrage zu erfassen.
4. Denkmalschutzprojekte: Nutzen Sie die Vorteile des Malraux-Gesetzes und steigern Sie gleichzeitig das kulturelle Kapital.
5. Eigenkapitalpartnerschaften vor Genehmigung: frühzeitiger Einstieg in Sanierungsprojekte zur Erfassung der Entwicklungsmarge vor institutioneller Übernahme.

Risikomanagement

Hauptrisiken in der französischen Immobilienentwicklung umfassen Verzögerungen, Baukosteninflation und Unsicherheit bei der Marktaufnahme. Risikominderungsstrategien:

- Konservative Terminplanung und Notfallbudgetierung.

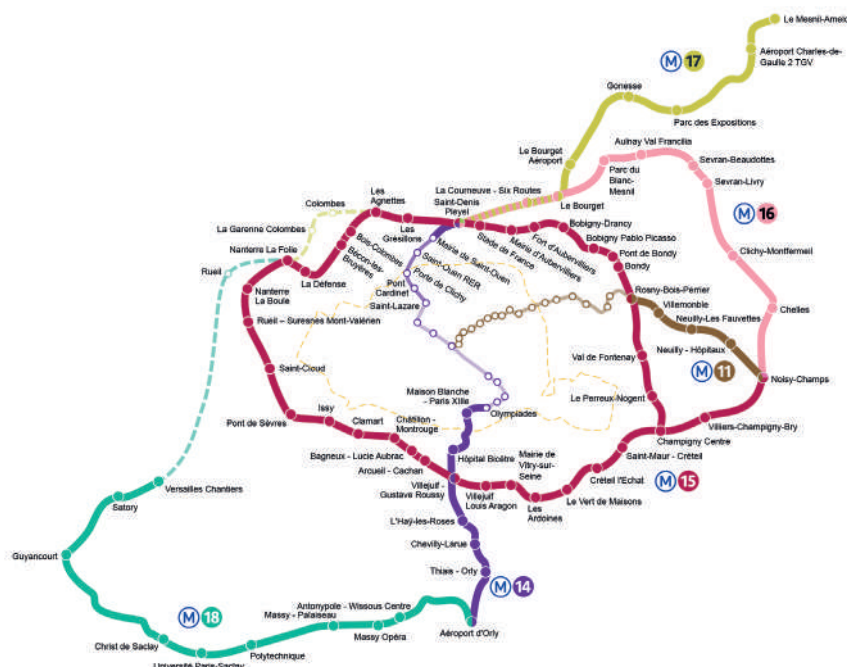
- Frühzeitige Einbindung lokaler Behörden und Gemeinden.
- Phasenweise Lieferung entsprechend der Echtzeitanfrage.
- Diversifizierung über Regionen und Anlageklassen hinweg.

Fazit: Ein skalierbares Modell für grenzüberschreitende Immobilien

Frankreichs Umstellung von der Expansion zur Regeneration stimmt eng mit den Investitionsprinzipien schweizerischer Pensionskassen überein: langfristiger Wert, Resilienz und ESG-Integration.

Die Kombination aus starken demografischen Triebkräften, ehrgeiziger Klimagesetzgebung und einem ausgeklügelten Stadtplanungsrahmen schafft einen fruchtbaren Boden für strategisches Kapital. Durch den Einstieg im richtigen Zeitpunkt, die effiziente Strukturierung von Investitionen und die Ausrichtung auf Segmente, in denen Politik und Nachfrage zusammenfallen, können Schweizer Institutionen nicht nur geografisch diversifizieren, sondern auch Renditen verstärken und gleichzeitig zu nachhaltigen städtischen Zukünften beitragen.

Die Chance ist klar: In Frankreichs neuer urbaner Ära ist Stadterneuerung nicht nur ein Planungsgrundsatz, sie ist eine investierbare, skalierbare Strategie für die kommenden Jahrzehnte.



Wichtige Informationen

Diese Veröffentlichung dient ausschließlich Informations-, Bildungs- und nicht-kommerziellen Zwecken. Sie ist nicht geeignet für Leser, die keine Vorkenntnisse über Finanzmärkte haben. Die geäußerten Ansichten und Meinungen sind die der genannten Autor(en) und entsprechen nicht unbedingt den in anderen Mitteilungen von Mirabaud geäußerten oder wiedergegebenen Ansichten.

Sie stellt kein Angebot dar und ist nicht dazu bestimmt, Anlageberatung oder Anlageempfehlungen zu geben. Alle gezeigten Sektoren, Anlageklassen, Wertpapiere, Regionen oder Länder dienen nur zur Veranschaulichung und sind nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf zu betrachten. Diese Veröffentlichung ist nicht bestimmt für Personen und darf nicht mit solchen geteilt werden, die Staatsbürger oder Einwohner einer Rechtsordnung sind, in der die Veröffentlichung, Verbreitung oder Nutzung der hierin enthaltenen Informationen Beschränkungen unterliegen würde.

Vergangene Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Erträge zu. Jede Investition beinhaltet Risiken, einschließlich des Verlusts des investierten Geldes. Diversifikation gewährleistet nicht zwangsläufig einen Gewinn oder schützt sie vor Verlusten in fallenden Märkten. Es gibt keine Garantie dafür, dass eine bestimmte Vermögensallokation oder Anlagemischung die gegebenen Anlageziele erfüllt oder ein bestimmtes Einkommensniveau generiert. Wechselkursänderungen können dazu führen, dass der Wert grenzüberschreitender Investitionen steigt oder fällt. Im Allgemeinen unterliegen Investitionen in Aktien und Anleihen Risiken wie Länder-/Regionalrisiko, Emittentenrisiko, Volatilitätsrisiko und Währungsrisiko, die hier nicht zwangsläufig behandelt werden. Treffen Sie keine Anlageentscheidung allein auf Grundlage dieser Veröffentlichung.

Diese Veröffentlichung wurde erstellt, ohne die Ziele, die finanzielle Situation oder die Bedürfnisse eines bestimmten Anlegers oder Anlegertyps zu berücksichtigen. Weder der Emittent noch seine verbundenen Unternehmen übernehmen die Haftung für Verluste, die im Zusammenhang mit der Nutzung der in dieser Veröffentlichung verfügbaren Informationen entstehen. Die verwendeten Quellen werden als zuverlässig erachtet. Die Genauigkeit oder Vollständigkeit der Informationen kann jedoch nicht garantiert werden, und einige Zahlen können nur Schätzungen sein. Aussagen zu Tatsachen, Meinungen, Schätzungen, Analysen oder Schlussfolgerungen, die hierin enthalten sind, werden in gutem Glauben und ohne Verpflichtung zur Aktualisierung, Überarbeitung oder Vervollständigung bereitgestellt. Sie können ohne Vorankündigung geändert werden und können jederzeit überarbeitet werden. Dieses Material kann Prognosen, Vorhersagen und andere zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die hypothetischer Natur sind. Diese beinhalten bestimmte Risiken und Ungewissheiten, die dazu führen könnten, dass die tatsächlichen Ergebnisse von den hierin genannten abweichen.

Mirabaud Asset Management, alle Rechte vorbehalten. Teilweise Wiedergabe unter ordnungsgemäßer Zitierung, vollständige Wiedergabe bedarf der vorherigen Zustimmung von MAM.



Schweizer Aktien und mehr: Ein zukunftsorientiertes Risikomanagement



Philipp Bregy
Partner und Mitglied der Geschäftsleitung

OLZ AG

Pensionskassen stehen in ihrem Tagesgeschäft vor einer Vielzahl von Risiken. Allgemeine Geschäftsrisiken umfassen unter anderem die Unsicherheit, ob alle Verpflichtungen zuverlässig erfüllt werden können, sowie potenzielle Ungleichgewichte zwischen den Generationen. Hinzu kommen anlageklassenspezifische Risiken – von erhöhter Volatilität über stärkere Einbussen oder unerwarteter Illiquidität in Krisenzeiten bis hin zu verpassten Renditechancen bei zu grosser Vorsicht.

Wie der Titel nahelegt, befasst sich der vorliegende Artikel mit aktienspezifischen Risiken.

Die Frage, die sich stellt, ist, ob es einen idealen Zeitpunkt gibt, um sich mit Risikomanagement zu beschäftigen. Die eindeutige Antwort lautet: Risikomanagement ist keine Ad-hoc-Aufgabe, sondern ein kontinuierlicher Prozess. Hinzu kommt, dass Annahmen über Risiken selbst einem ständigen Wandel unterliegen. Einschätzungen, die heute plausibel erscheinen, können sich schon in wenigen Monaten als falsch erweisen. Ein aktuelles Beispiel liefert die geopolitische Entwicklung: Noch vor einem Jahr hätte kaum jemand erwartet, dass Zölle und die Geschäftstätigkeit in den USA für Schweizer Unternehmen zu ernsthaften Problemen werden könnten.

Grundsätzliche Herausforderungen mit Indexportfolios

Um die Risiken von Aktienanlagen besser zu verstehen, lohnt es sich zunächst einen Blick

auf die Struktur von Indexportfolios zu werfen. Denn viele Portfolios orientieren sich an diesen Benchmarks. Gerade deshalb ist es wichtig, sich mit ihren Stärken und Schwächen auseinanderzusetzen.

Im Alltag haben sich marktkapitalisierte Indizes durchgesetzt. Der Grundgedanke dahinter ist: Wenn man davon ausgeht, dass Märkte effizient sind, spiegelt der Börsenkurs eines Unternehmens stets dessen fairen Wert wider. Nach dieser Logik gilt eine Gewichtung nach Marktkapitalisierung als die „korrekte“ Abbildung des Marktes – Abweichungen davon würden keinen zusätzlichen Nutzen bringen.

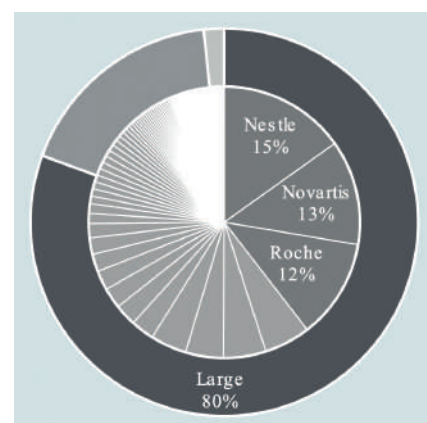
Solche Indizes bieten diverse Vorteile: Die Handelbarkeit ist jederzeit gewährleistet und die Transaktionskosten können tief gehalten werden. Gleichzeitig weisen sie aber auch Schwächen auf. Die theoretische Annahme vollkommener Markteffizienz hat sich in der Praxis nicht bestätigt. Zudem wird das Gewicht einer Aktie im Index nicht nur vom Börsenkurs, sondern auch von der Gesamtzahl der Aktien bestimmt. Ein Portfolio, das ausschliesslich nach Marktkapitalisierung bzw. Grösse der Unternehmen aufgebaut wird, ist weder aus Risiko- noch aus Renditesicht optimal. Es bestehen Klumpenrisiken, und Aktien, die überbewertet sind, werden automatisch stärker gewichtet, als ihr tatsächlicher Wert es rechtfertigen würde. Daraus ergibt sich: Marktkapitalisierte Indizes sind zwar etabliert, weisen aber klare Schwächen auf – und genau hier eröffnet sich Potenzial für Verbesserungen.

Risiken bei Schweizer Indexportfolios

Das Schweizer Aktienuniversum bietet dafür anschauliche Beispiele.

Im SPI etwa konzentriert sich ein erheblicher Teil des Index auf wenige grosse Unternehmen. Fast 40% entfallen allein auf drei Titel, während Large Caps insgesamt rund 80% ausmachen. Das bedeutet: Wer den Index hält, profitiert nur in sehr begrenztem Mass von der breiteren Unternehmenslandschaft der Schweiz und ist damit nicht optimal über die gesamte Volkswirtschaft diversifiziert.

Zusammenstezung des SPI



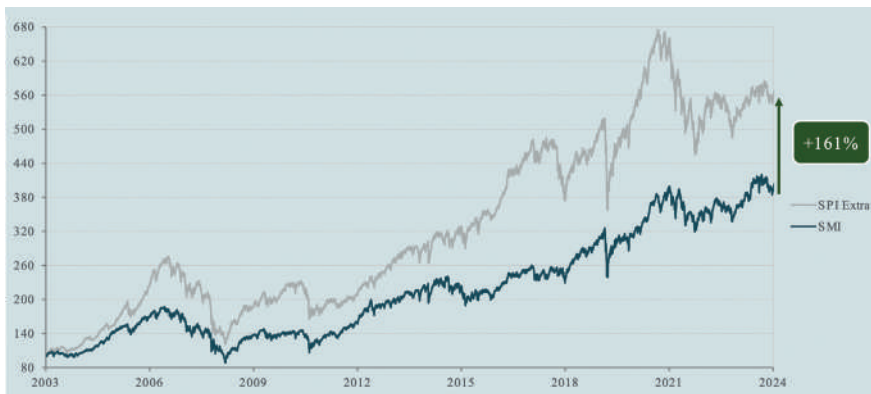
Stichtag: 31.12.2024

Das SPI Extra Universum hingegen umfasst Small- und Mid-Caps. Diese kleinen und mittelgrossen Schweizer Unternehmen haben über lange Zeiträume hinweg eine bessere Wertentwicklung erzielt als die grossen Konzerne – ein Phänomen, das als Size-Effekt bekannt ist und inzwischen als anerkannter Renditefaktor gilt. Ein Vergleich von SMI und SPI Extra macht diesen Vorteil deutlich sichtbar.

Allerdings sind auch Risiken erkennbar: Seit der Corona-Pandemie weist der SPI Extra eine höhere jährliche Volatilität auf als der SMI und der maximale Verlust lag relativ rund 18 Prozent höher. Zudem zeigen sich deutliche Renditeunterschiede zwischen den besten und schlechtesten Titeln im Segment der Large Caps (SMI), die enger beieinanderliegen als im Segment der Small- und Mid-Caps.

Diese Beobachtungen machen klar: Unabhängig vom gewählten Anlageuniversum ist es entscheidend, die Art der Gewichtung im Portfolio kritisch zu hinterfragen.

Indexierte Performance SPI Extra vs SMI seit 2004



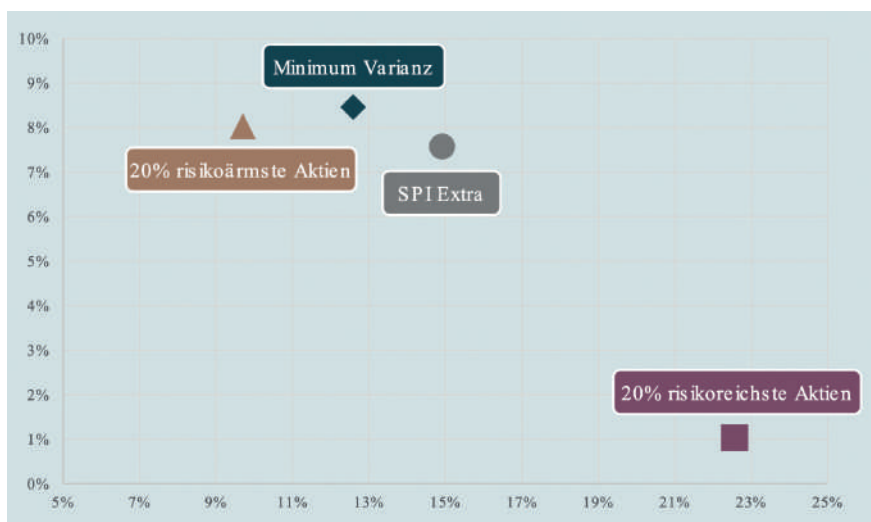
Quelle: Bloomberg, OLZ. Analyseperiode: 31.12.2003 - 31.12.2024

Durchschnittliche Performance der Top/Bottom 20% SPI Extra vs SMI



Analyse: Durchschnittliche Performance des jeweiligen 20% Perzentils, wobei für den SPI-Extra lediglich liquide Aktien berücksichtigt werden. Quelle: Bloomberg, OLZ. Stichtag: 31.12.2024.

Risiko-Rendite der 20% risikoreichsten- bzw. risikoärmsten Aktien



Eine weit verbreitete und leicht umzusetzende Alternative ist die Gleichgewichtung aller im Index enthaltenen Titel. Dadurch lassen sich Klumpenrisiken effektiv reduzieren und die Diversifikation verbessern. In der Praxis können aber bei einer Gleichgewichtung gerade in Anlageuniversen wie dem SPI Extra mit vielen kleineren Unternehmen Liquiditätsprobleme entstehen.

Eine weitere Möglichkeit ist die Minimum-Varianz-Optimierung. Dabei zielt die Methode darauf ab, ein Portfolio mit möglichst geringer Schwankungsanfälligkeit zusammenzustellen, um das Gesamtrisiko zu reduzieren. Denn wie die nachfolgende Grafik eindrücklich illustriert, weisen risikoarme Aktien attraktive Renditeeigenschaften auf. Es gilt jedoch zu beachten, dass ein ausschliesslich aus den 20% risikoärmsten Aktien bestehendes Portfolio ein theoretisches Konstrukt ist, insbesondere bei Small- und Mid-Cap Titeln. In der Praxis würden sich einerseits Liquiditätsprobleme ergeben, andererseits belasten die Kosten für ein regelmässiges Rebalancing die Performance. Diese Probleme werden durch das Minimum-Varianz-Portfolio adressiert. Allerdings müssen für dessen Konstruktion die Volatilitäten und Korrelationen mit quantitativen Methoden für das gesamte Aktienuniversum geschätzt werden, was eine umfassende und solide Datengrundlage erfordert.

Analyse: Rendite und Volatilität p.a. der 20% risikoärmsten- und risikoreichsten Aktien sowie des SPI Extras. Das Portfolio der risikoreichsten- sowie risikoärmsten Aktien gewichtet die Aktien gleich und wird monatlich gerebalanced.

Quelle: OLZ. Zeitraum: 03.03.2005 – 31.12.2024

Blick über Aktien hinaus auf die Gesamtstrategie

Neben der strategischen Aktienquote spielt auch die Allokation in festverzinsliche Anlagen eine wichtige Rolle. Schweizer Pensionskassen halten laut der jüngsten Swisscanto-Studie durchschnittlich rund 19% ihrer Vermögen in CHF-denominierten Obligationen. Mit der Rückkehr zu einem Nullzinsumfeld verlieren diese jedoch zunehmend an Attraktivität. Es stellt sich also die Frage, ob ein Teil dieser Anlagen nicht sinnvoller in andere Assetklassen umgeschichtet werden sollte.

Aktien können hier eine Option sein, um die Renditeerwartungen zu verbessern. Eine höhere Aktienquote darf aber nicht unbedacht umgesetzt werden. Ohne begleitende Optimierung geht sie mit einem spürbaren Anstieg des Risikos einher. Der Schlüssel liegt daher in einer Erhöhung der Aktienquote mit einer risikooptimierten Aktienumsetzung, die Renditechancen eröffnet, ohne das Risikobudget zu überschreiten. Ein zukunftsorientiertes Risikomanagement verbessert so nicht nur die Diversifikation einer Anlageklasse, sondern auch die Effizienz der Gesamtallokation. ■



Das Portfolio mit Rohstoffen diversifizieren: Eine Chance in einem sich wandelnden globalen Kontext



Benoit Harger
Portfolio Manager,
Multi-Asset & Systematic

Banque J. Safra Sarasin SA

In den letzten Jahren war das geopolitische und wirtschaftliche Weltgeschehen von beispielloser Volatilität und Unsicherheit geprägt, wodurch Rohstoffe wieder in den Mittelpunkt internationaler Überlegungen gerückt sind. Seit 2020 sahen sich Investoren mit der ersten Pandemie des digitalen Zeitalters konfrontiert, zunächst mit einer massiven Lockerung und dann mit einer Verschärfung der geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen. Die aktuelle Periode war von galoppierender Inflation, steigenden Energiepreisen, dem Auftauchen neuer geopolitischer Fronten in Europa und im Nahen Osten sowie einem unter der Trump-Administration begonnenen Handelskrieg gekennzeichnet, der die Organisation globaler Lieferketten erschüttert hat. Außerdem hat das frühe 21. Jahrhundert die allmähliche Auflösung traditioneller geopolitischer Allianzen erlebt, insbesondere durch den Aufstieg der Länder des „globalen Südens“ und die Entstehung einer multipolaren Weltordnung.

Nach einem Jahrzehnt relativer Gleichgültigkeit hat sich die Investition in Rohstoffe im Jahr 2022 wieder als äußerst sinnvoll erwiesen – ein Jahr, das von starker Inflation geprägt war, sodass traditionelle ausgewogene Portfolios litten, während diversifizierte Rohstoffstrategien zweistellige Renditen erzielten. Angesichts der vielfältigen Herausforderungen wie der Energiewende und der wachsenden geopolitischen Unsicherheit ist ein diversifizierter Ansatz für diese Anlageklasse relevanter denn je.

Superzyklen bei Rohstoffen: Lehren und Schlüsselfaktoren

Um die Entwicklung der Rohstoffmärkte zu verstehen, ist es unerlässlich, vergangene Superzyklen zu analysieren. Diese Zyklen zeigen auf, wie verschiedene Kräfte – einige vorhersehbar, andere unerwartet – die langfristige Dynamik von Angebot und Nachfrage verändern. Drei Faktoren tauchen vor jedem Superzyklus regelmäßig auf:

- Eine lange Phase von Unterinvestitionen in das Angebot, meist bedingt durch niedrige Preise und mangelnde wirtschaftliche Anreize,
- Politische oder regulatorische Veränderungen, die Handelsströme und Kapitalbewegungen umgestalten und das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage erschüttern,
- Exogene Schocks (geopolitisch, klimatisch), die massive und nachhaltige Preisanpassungen auslösen.

Diese Zyklen reagieren auf Angebots- oder Nachfrageschocks. Der grösste Angebotsschock ereignete sich in den 1970er Jahren. Dieses Jahrzehnt war geprägt vom rasanten Anstieg der Energiepreise nach den beiden Ölschocks, von steigenden Preisen bei Agrarprodukten nach schlechten Ernten und explodierenden Metallpreisen in Folge einer beispiellosen Industrialisierung der Weltwirtschaft. Der Beginn des neuen Jahrtausends war hingegen von einem Nachfrageschock nach dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation (WTO) im Jahr 2001 geprägt. Das Land wurde zur industriellen Großmacht und zur „Werkbank der Welt“. In zwei Jahrzehnten stieg China vom Nettoexporteur landwirtschaftlicher Produkte 2010 zum drittgrößten Nettoimporteur weltweit auf. Nach der Finanzkrise 2008 führte ein massives Konjunkturpaket in China dazu, dass die Rohstoffpreise 2011 Rekordhöhen erreichten. Siehe Abb 1.

Das neue Paradigma seit 2020: Inflation, Energiewende und Geopolitik

Seit 2020 befinden wir uns in einem neuen, aufwärtsgerichteten Superzyklus bei Rohstoffen. Das demographische Wachstum in Schwellenländern, gekoppelt mit wirtschaftlicher Entwicklung und Digitalisierung sowie der Regionalisierung der Volkswirtschaften, beschleunigt die Nachfrage nach Rohstoffen.

Im Kampf gegen den Klimawandel wird der Übergang zu erneuerbaren Energien durch internationale Abkommen wie das Pariser Abkommen (das eine Begrenzung der Erwärmung auf 1,5°C anstrebt) vorangetrieben. Dieser Übergang erfordert infrastrukturell metallintensive Lösungen, was zu einem

Abbildung 1



strukturellen Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bei Bergbauprodukten führt. Die Energiewende, die für die Diversifizierung des Energiemixes und die Verringerung der Importabhängigkeit unerlässlich ist, treibt die Nachfrage nach Industriemetallen wie Kupfer oder Aluminium an.

Allerdings basieren die Technologien der Energiewende auf intermittierenden Energiequellen. Um auf Nachfrageschwankungen zu reagieren, Netzstabilität zu gewährleisten und die kontinuierliche Energieversorgung sicherzustellen, behalten dichte und stabile Energiequellen, hauptsächlich fossilen Ursprungs, auch künftig ihre Bedeutung. Hinzu kommt das allmähliche Versiegen des konventionellen Erdöls, während der Höhepunkt der Schieferölförderung für 2027 erwartet wird. Dies und das anhaltende Wachstum des Verbrauchs begrenzen das Angebot langfristig.

Gleichzeitig fördert die Energiewende die Entwicklung von Biokraftstoffen, insbesondere im Verkehrssektor. Dennoch wirft diese Entwicklung Fragen zur Nutzung von Lebensmittelkulturen und zur Nachhaltigkeit neuer Biokraftstoffe auf. Der Übergang zu einer grünen Wirtschaft stellt eine große Herausforderung dar, erfordert mehr Metalle und Mineralien sowie eine Anpassung der landwirtschaftlichen Wertschöpfungsketten, um neuen energetischen und ernährungsspezifischen Nutzungen gerecht zu werden. Der Energiesektor und die landwirtschaftliche Versorgung werden daher eine zentrale Rolle bei der Unterstützung dieses Strukturwandels spielen.

Die jetzige Zeit ist auch durch einen Bruch der großen wirtschaftlichen und politischen Gleichgewichte geprägt. Die zunehmende Polarisierung der Staaten auf internationaler Bühne und anhaltende geopolitische Spannungen, vor allem in Europa und im Nahen Osten, erhöhen das Risiko von Störungen in Lieferketten.

Staaten sind sich ihrer Abhängigkeit von Weltmärkten bewusst geworden, um ihre Versorgung mit Rohstoffen sicherzustellen. Zum Beispiel führt die Regionalisierung der Verteidigungs- und Rüstungsindustrie zu einer neuen Nachfrage nach bestimmten Rohstoffen wie Stahl. Um ihre Souveränität zu stärken, schaffen die Staaten zunehmend eigene Lieferketten für strategische Güter (kritische Metalle, Verteidigung, Technologien usw.).

Flexibilität in der Versorgung, insbesondere im Energiesektor, wird zu einem entscheidenden Wettbewerbsvorteil, der Volkswirtschaften hilft, gegenüber zukünftigen Herausforderungen widerstandsfähiger zu sein. Darüber hinaus erhöht die technologische Revolution – insbesondere die Entwicklung von künstlicher Intelligenz und Cloud Computing – den Bedarf an Halbleitern und erfordert zahlreiche energieintensive Rechenzentren. Um ihre Energieversorgung zu sichern, entwickeln die großen Digitalunternehmen Mini-Atomreaktoren, um der steigenden Nachfrage zu begegnen. Der Ausbau dieser neuen Technologien erhöht den Bedarf an Infrastruktur für die notwendigen Netzanbindungen.

Die Energiewende führt zu einem strukturellen Ungleichgewicht auf den Rohstoffmärkten. Eine verstärkte Regionalisierung der Handelsströme könnte die Produktionskosten in bestimmten Wirtschaftssektoren erhöhen. Schließlich könnten der Klimawandel und die zunehmende Häufigkeit extremer Ereignisse Versorgungsprobleme verursachen – bei weltweit steigender Nachfrage, getrieben durch bessere Lebensbedingungen in Schwellenländern und die Entwicklung neuer Technologien.

Optimierung der Rohstoffinvestition

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, diese Anlageklasse zu erschließen, beispielsweise durch eine Investition in physisches Gold oder in Aktien von Unternehmen wie Bergbaugesellschaften. Hier soll eine andere Möglichkeit vorgestellt werden: eine direkte und diversifizierte Investition in Rohstoffe über Futures-Kontrakte und die Nutzung ihrer empirischen Eigenschaften.

Rohstoffpreise weisen drei Hauptmerkmale auf, die sie besonders für systematische Investmentstrategien eignen: hohe Volatilität, geringe Korrelationen untereinander und eine Tendenz zur Mittelwertumkehr. Grundlegende theoretische Arbeiten (Black, Perold, Sharpe, Willenbrock) haben gezeigt, dass ein Portfolio mit konstanter Zusammensetzung, das regelmäßig neu ausbalanciert wird und aus Anlagen mit den oben genannten Eigenschaften besteht, ein besseres Risiko-Rendite-Profil bietet als eine klassische Buy-and-Hold-Strategie. Ein diversifiziertes, liquides und gleichgewichtetes Portfolio von Roh-

stoff-Futures, regelmäßig neu ausbalanciert, maximiert somit die Rebalancing-Prämie, die an die Stelle von Zinsen oder Dividenden bei traditionellen Anlagen tritt (*in Schwarz in Abbildung 2*).

Rohstoffe sind ein besonders großes und vielfältiges Universum, sowohl in ihrer Natur als auch in ihren Endverwendungen. Sie werden meist in drei Hauptkategorien eingeteilt: Energieträger (Öl und Raffinerieprodukte, Erdgas usw.), Metalle (Edel- und Industriemetalle) und Agrarprodukte (Getreide, Ölsaaten, Kaffee, Kakao usw.). Jeder Sektor umfasst eine unterschiedliche Anzahl von Anlagewerten, wobei die Agrarrohstoffe mehr Terminmärkte bietet als Metalle. Zur Ausbalancierung der Sektorengewichtung kann eine jährliche Auswahl nach systematischer Methodik getroffen werden, wobei in jedem Sektor die Rohstoffe mit der höchsten historischen Volatilität und der geringsten Korrelation bevorzugt werden. Dieser Prozess führt zu einem Portfolio mit drei gleichgewichteten Sektoren. Auch innerhalb jedes Sektors sind die ausgewählten Rohstoffe gleichgewichtet (*in Blau in Abbildung 2*).

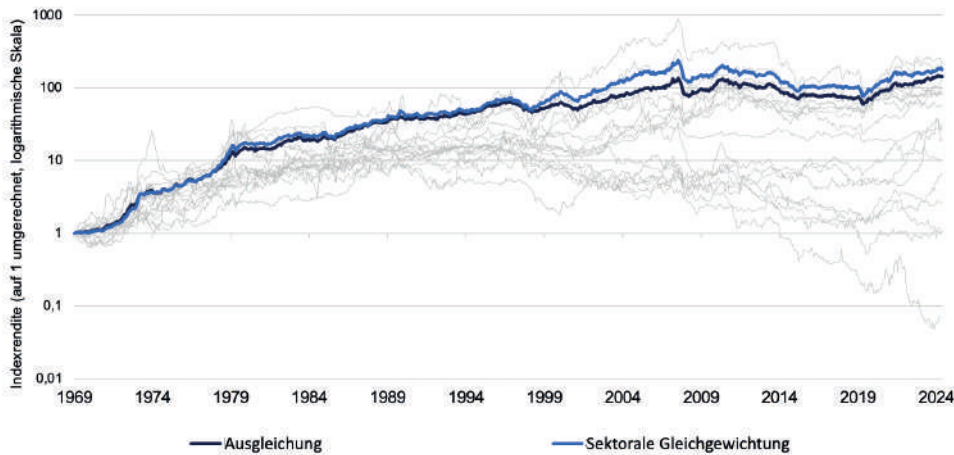
Seit den 1970er Jahren hat sich dieser Ansatz bewährt und einen jährlichen Ertrag in US-Dollar von 9,9% erzielt, höher als der Durchschnitt der Rohstoffe (5,5%) und des nicht optimierten ausgeglichenen Portfolios (9,4%). In der aktuellen Phase hoher Volatilität können Investoren somit von den intrinsischen Eigenschaften der Anlageklasse und einem effizienten Management der Terminkurven profitieren.

Preisbildung und Dynamik der Rohstoffkurven

Ein besonderes Merkmal des Rohstoffmarktes ist die Struktur der Fälligkeiten, dargestellt durch die Terminkurve: Sie beschreibt die Preisentwicklung in Abhängigkeit von der Fälligkeit jedes Kontrakts. Die Terminkurve wird von strukturellen Faktoren (Lagerkosten, Lagerbestände, Absicherungsbedarf physischer Marktteilnehmer), saisonalen Faktoren (Unterschied zwischen alter und neuer Ernte, Sommer- oder Winterlieferungen) und makroökonomischen Faktoren (Wachstumserwartungen, Inflation, Arbitrage) geprägt.

Sind die Lagerbestände hoch, kann der Markt ein Angebotsschock oder eine Nachfragestei-

Abbildung 2 : Renditen von besicherten Rohstoffen



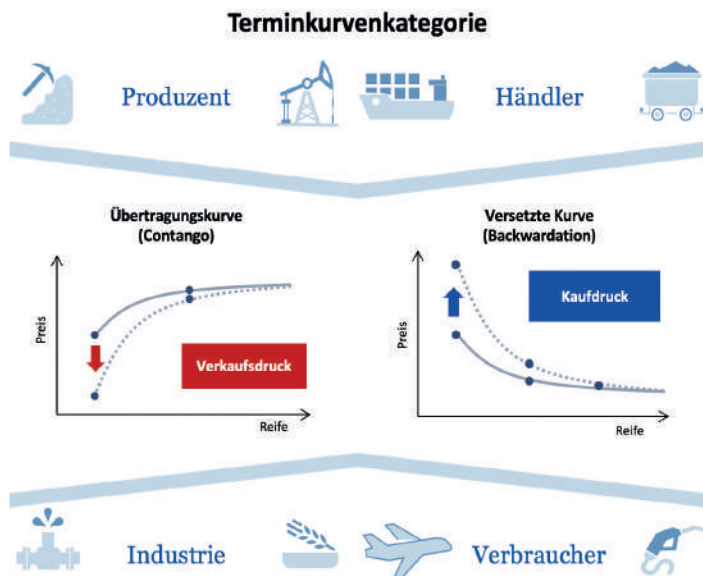
Quelle: Bloomberg, CRB, FRED, eigene Berechnungen der Bank J. Safra Sarasin, vom 31.01.1969 bis 30.06.2025. Die veröffentlichten Kassapreise werden zur Berechnung der Renditen herangezogen, wenn für die folgenden Rohstoffe zwischen den folgenden Daten keine Terminpreise verfügbar sind: Gold (vom 31.12.1969 bis zum 29.11.1974), Rohöl (vom 31.12.1969 bis zum 31.03.1983), Erdgas (vom 31.12.1969 bis zum 30.04.1990), Heizöl (vom 31.12.1969 bis zum 30.11.1978) und Kaffee (vom 31.12.1969 bis zum 31.08.1972). Die veröffentlichten monatlichen Renditen von kurzfristigen Terminkontrakten oder Kassakontrakten werden auf der Grundlage der aktuellen monatlichen Rendite von 3-monatigen US-Schatzanweisungen berechnet, um einen simulierten Renditefluss von garantierten Rohstoffterminkontrakten zu erhalten. Die oben genannten Renditen enthalten keine Kostenschätzungen. Bitte beachten Sie, dass die hier dargestellten Daten nur zu Informationszwecken dienen und nicht als Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung einer Anlagelösung angesehen werden sollten.

Rohstoff	Jahresrendite
Rohöl	10.4%
Heizöl	10.1%
Gold	9.1%
Platin	8.9%
Kupfer	8.8%
Silber	8.5%
Soja	8.3%
Zucker #11	7.3%
Lebende Rinder	6.5%
Kakao	6.4%
Orangensaft	5.3%
Baumwolle	4.3%
Kaffee	3.0%
Mais	1.6%
Mageres Schweinefleisch	0.2%
Weizen	0.1%
Erdgas	-4.9%
Durchschnittliche Rendite	5.5%

Ausgleich und monatliche Neugewichtung	9.4%
---	-------------

Sektorale Gewichtung und monatliche Neugewichtung	9.9%
--	-------------

Abbildung 3



Schlüsselfaktoren, die die Positionierung auf der Kurve bestimmen

Struktur



Macro



Grundlagen



Saisonalität



Momentum



Fluss



gerung absorbieren, ohne sofortige Engpässe zu verursachen. Die Kurve ist dann im sog. Contango, also liegen die Terminkurse über den Kassapreisen, um die Lager- und Finanzierungskosten zu kompensieren. Sind die Lagerbestände niedrig, liegt die Kurve in der sog. Backwardation: Die kurzfristigen Fälligkeiten sind teuer, da ein höheres Risiko von Engpässen besteht.

Eine zusätzliche Ertragsquelle für Investoren

ergibt sich aus dem aktiven Management dieser Terminkurve. Die Antizipation der Kurvenentwicklung ermöglicht die Anpassung der Kontraktpositionen und verbessert die Portfolio-Performance. Bei Backwardation werden nahe Fälligkeiten bevorzugt, bei Contango eher längere Laufzeiten. Siehe Abb. 3.

Verschiedene Faktoren beeinflussen die zukünftige Entwicklung der Terminkurven. Rohstoffe unterliegen grundsätzlich dem Gesetz

von Angebot und Nachfrage. Die Fundamentaldaten jedes Marktes bestimmen die Form der Kurve. Marktakteure bewerten Angebot und Nachfrage fortlaufend anhand neuer Informationen der Regulierungsbehörden. Fundamentale Veränderungen können die aktuelle Kurve verstärken oder abschwächen bzw. invertieren. Je nach Unsicherheitsgrad und Änderung der Fundamentaldaten können erhebliche Preisunterschiede bei bestimmten Liefermonaten auftreten.

Die Kurven spiegeln auch strukturelle Kräfte wider, etwa Lagerkosten, aktuelle Bestände und Absicherungsentscheidungen der physischen Teilnehmer: Kommerzielle Unternehmen können gezwungen sein, sich zu unterschiedlichen Zeitpunkten mit spezifischen Fälligkeiten abzusichern, was ein strukturelles Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage schaffen kann.

Ebenso führen Schwankungen in Produktion, Nachfrage und Lagerbeständen zu einem Überangebot oder einer Übernachfrage an Absicherungskontrakten für spezielle saisonale Fälligkeiten (z. B. Spreads zwischen alter und neuer Ernte auf Agrarmärkten oder Sommer- und Winterlieferungen auf Energiemärkten). Dieses Ungleichgewicht verursacht saisonale Veränderungen in der Form der Kurve, wobei bestimmte Monate zu bestimmten Jahreszeiten mit Auf- oder Abschlüssen gehandelt werden.

Diese strukturelle oder saisonale Ungleichgewichte erzeugen eine beobachtbare Konvexität der Rohstoffterminkurven, die im aktiven Management genutzt werden kann.

Zudem werden Rohstoff-Terminmärkte durch die Teilnahme der Akteure beeinflusst. Die Analyse der Positionen verschiedener Marktteilnehmer über regulatorische Informationen (z. B. CFTC Commitment of Traders Report) ermöglicht eine Einschätzung der Stimmung. Für Investoren drückt sich diese Stimmung meist in den nahe an der Lieferung stehenden Kontrakten aus: Eine Schließung spekulativer Positionen oder die Verknappung von Short-Positionen wirkt sich proportional stärker auf diese Kontrakte aus (bekannt als Samuelson-Effekt).

Schließlich beeinflusst das makroökonomische Umfeld die Investitionsausgaben, die Rohstoffnachfrage und den Energieverbrauch. Kurzfristig können sich Veränderungen in den Wirtschaftsaussichten besonders auf kurzfristige Lieferkontrakte auswirken. Wie bei anderen Anlageklassen beeinflussen auch die Entwicklung der Zinssätze und des US-Dollars die Bewertung der verschiedenen Kontrakte im Zeitverlauf und müssen beim aktiven Management der Terminkurven berücksichtigt werden.

All diese Faktoren verleihen den Rohstoffkurven eine ausnutzbare Komplexität für ein

aktives und anspruchsvolles Management diversifizierter Rohstoffportfolios. Die Positionierung entlang der Terminkurven kann somit zu einer entscheidenden Performancequelle werden.

Fazit

In einer sich tiefgreifend wandelnden Welt – geprägt von wachsender geopolitischer Instabilität, einer beschleunigten Energiewende und einer stärkeren Regionalisierung des Handels – erweisen sich Rohstoffe mehr denn je als eine strategische und unverzichtbare Anlageklasse für Investoren.

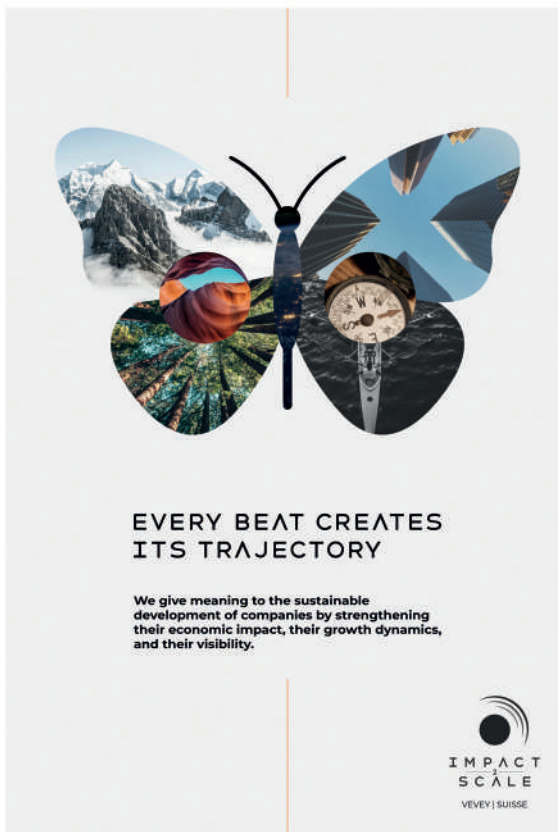
Der neue Superzyklus, getragen von einer strukturell hohen Nachfrage, sei es durch die Erfordernisse des Infrastrukturausbaus, die Energiewende oder den Verteidigungssektor, eröffnet attraktive Renditechancen. Angesichts eines häufig limitierten Angebots und

angespannter Lieferketten bleibt als einzige Anpassungsvariable oft nur ein Anstieg der Rohstoffpreise.

Diese Dynamik betrifft sämtliche Rohstoffe, ob Energie, Metalle oder Agrarprodukte, und verlangt nach einer diversifizierten Anlagestrategie. Angesichts der Herausforderungen des 21. Jahrhunderts können Investoren idealerweise eine Strategie umsetzen, die einerseits auf einer strikten Diversifizierung des Portfolios auf Basis der wiederkehrenden Merkmale dieser Anlageklasse und andererseits auf einem aktiven Management der Exponierung entlang der Terminkurven beruht.

Vor diesem Hintergrund sind Rohstoffe eine diversifizierende Anlageklasse, mit der Investoren sowohl von den technischen als auch den spezifischen Eigenschaften profitieren und damit das Risiko-Rendite-Profil ihres Portfolios verbessern können. ■

PUBLICITÉ



EVERY BEAT CREATES ITS TRAJECTORY

We give meaning to the sustainable development of companies by strengthening their economic impact, their growth dynamics, and their visibility.

IMPACT SCALE
VEVEY | SUISSE

Welche Vorteile bieten Insurance-Linked Securities (ILS) und wie können sie effizient in ein Portfolio integriert werden?



Claire Harding
Co Head of Sales | Head of DACH,
UK & Northern Europe

SCOR Investment Partners

Insurance-Linked Securities: Eine strategische Anlageklasse für institutionelle Anleger

Insurance-Linked Securities (ILS) sind Finanzinstrumente, mit denen Versicherungsrisiken, insbesondere solche im Zusammenhang mit Naturkatastrophen, auf die Kapitalmärkte übertragen werden können. Nachdem dieser alternative Markt vor über 30 Jahren als Ergänzung zum traditionellen Rückversicherungsmarkt entstanden ist, hat er aufgrund der steigenden Nachfrage nach Schutz vor Naturkatastrophen und des zunehmenden Drucks auf die Bilanzen der Versicherer an Bedeutung gewonnen. Strenge regulatorische Auflagen, wie beispielsweise Solvency II, in Verbindung mit erhöhten Anforderungen der Ratingagenturen, bei gleichzeitig begrenzter Risikobereitschaft der Versicherer, veranlassen diese dazu, die Finanzmärkte als wesentliche Ergänzung ihrer Absicherungsstrategien in Anspruch zu nehmen.

Dieser Markt ermöglicht es Anlegern ausserdem, sich synthetisch Versicherungsrisiken auszusetzen und dafür potenziell hohe Renditen zu erzielen. *Siehe Abbildung 1.*

Bemerkenswertes Wachstum

Der ILS-Markt hat ein bedeutendes Wachstum verzeichnet. In den vergangenen zwölf Jahren wuchs das Kapital des globalen Rückversicherungsmarktes um mehr als 40% und

übersteigt nun 700 Milliarden US-Dollar. 85% dieses Kapitals stammen aus traditionellen Quellen wie Versicherungs- und Rückversicherungsgesellschaften, während das alternative Kapital aus ILS ein durchschnittliches jährliches Wachstum von über 8% verzeichnet, was seine bedeutende Entwicklung in diesem Sektor unterstreicht. *Siehe Abbildung 2.*

In diesem Zusammenhang bieten sich ILS als alternative Finanzierungsquelle an. Durch die Erschliessung institutioneller Kapitalquellen – Rentenfonds, Pensionskassen, Family Offices – ermöglichen sie eine Diversifizierung der Finanzierungsquellen für Risiken.

Cat Bonds und andere Instrumente: Struktur und Wirkungsweise

Obwohl Katastrophenanleihen („Cat Bonds“) die bekannteste Form von ILS sind, existieren verschiedene Formen von Risikotransferinstrumenten, die jeweils ihre eigenen Merkmale aufweisen.

Neben Cat Bonds tragen auch andere Instrumente wie besicherte Rückversicherungen, Sidecars oder „Industry Loss Warranties“ zu einer Erweiterung der Anlagemöglichkeiten bei und ermöglichen so eine stärkere Diversifizierung der Strategien innerhalb dieser Anlageklasse.

ILS basieren auf einem Finanztransfer zwi-

schen einer Versicherungsgesellschaft oder einem Rückversicherer und Investoren, häufig Investmentfonds. Dieser Mechanismus beinhaltet in der Regel die Gründung einer speziellen Einheit, einem sogenannten „Special Purpose Vehicle“ (SPV), das gegen Zahlung einer Prämie Anleihen emittiert. *Siehe Abbildung 3.*

Mit diesen Instrumenten wird das Risiko eines bestimmten, vorab definierten Ereignisses, wie beispielsweise Wirbelstürme, Erdbeben oder Überschwemmungen, auf Anleger übertragen. Diese erhalten dafür eine potenziell hohe Rendite. Tritt das Ereignis nicht ein, erhält der Anleger sein Kapital, zuzüglich eines Coupons, zurück. Tritt das Ereignis hingegen entsprechend den definierten Parametern ein, wird das Kapital ganz oder teilweise zur Deckung der Versicherungsverluste eingesetzt.

Der Nutzen von ILS innerhalb einer Anlagestrategie

Mehrere Besonderheiten machen ILS für institutionelle Anleger besonders attraktiv:

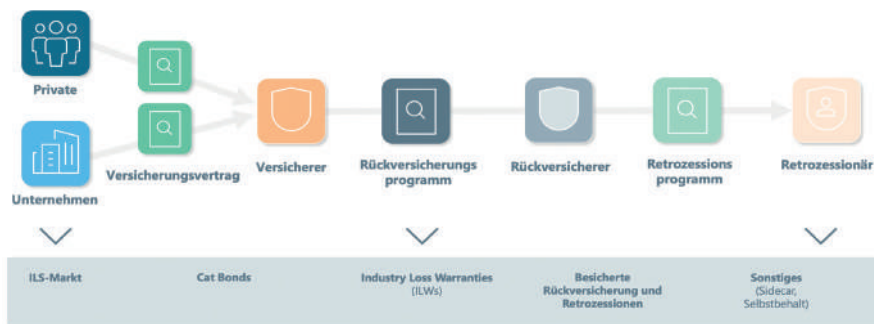
- Geringe Korrelation mit traditionellen Anlageklassen: Die Rendite von ILS hängt nur in geringem Masse von den traditionellen Finanzmärkten ab. ILS reagieren daher kaum auf Konjunkturzyklen oder Finanzkrisen und sind somit ein wirksames Diversifizierungsinstrument.
- Zinsunabhängigkeit: ILS werden zu variablen Zinssätzen emittiert, wodurch sie unempfindlich gegenüber Zinsschwankungen sind.
- Risikobereinigte Rendite: In einem Umfeld volatiler Zinsen bieten ILS ein attraktives Risiko-Rendite-Verhältnis.

Allerdings birgt diese Anlageklasse spezifische Risiken im Zusammenhang mit Naturkatastrophen, wie beispielsweise eine unvollständige Modellierung, oder stellt Herausforderungen hinsichtlich der Liquidität dar: Ein technisches und analytisches Fachwissen ist deshalb unerlässlich.

Ein anspruchsvoller Markt mit hohen Eintrittsbarrieren

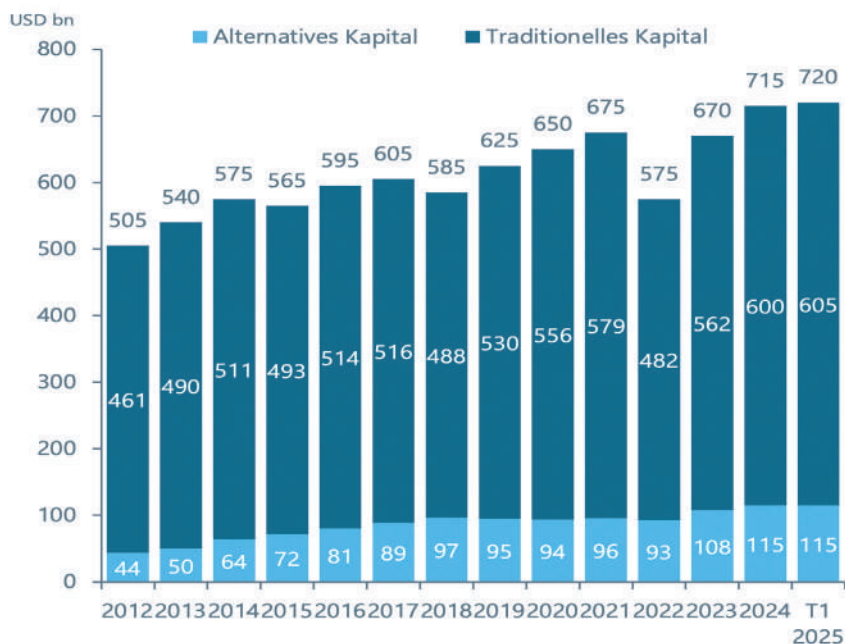
Obwohl ILS heute als etablierte Anlageklasse anerkannt sind, weist der Markt hohe

Abbildung 1: Der (Rück-)Versicherungsmarkt



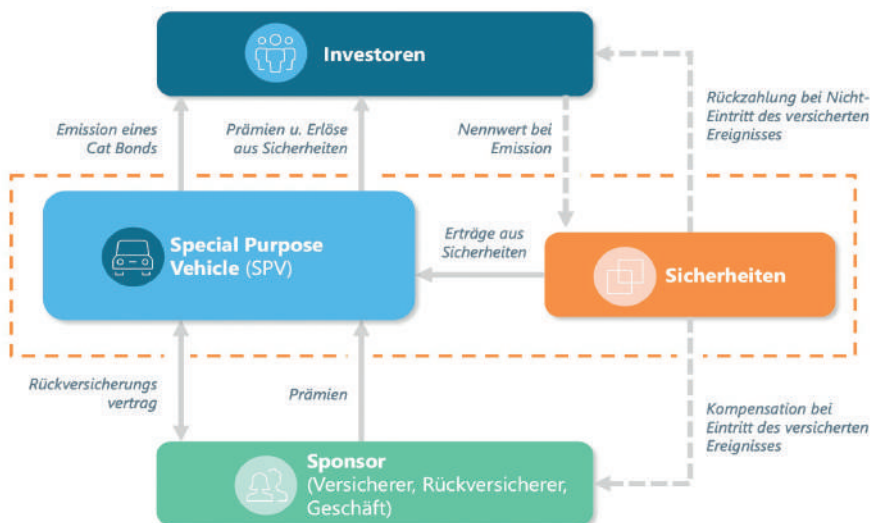
Quelle: SCOR Investment Partners

Abbildung 2: Entwicklung von alternative und traditionellem Kapital



Quelle: AON, am 31.03.2025

Abbildung 3: Cat Bond-Struktur



Quelle: SCOR Investment Partners

Eintrittsbarrieren auf. Er erfordert ein umfassendes Verständnis der zugrundeliegenden Risiken sowie Kenntnisse in der Wahrscheinlichkeitsmodellierung und versicherungsmathematischen Analyse.

Aus diesem Grund bevorzugen institutionelle Anleger den Zugang zu dieser Anlageklasse über spezialisierte Fonds, die von erfahrenen Vermögensverwaltern mit den erforderlichen Kompetenzen und Instrumenten zur Bewertung und Auswahl von Transaktionen verwaltet werden.

Die Fondsmanager verfolgen das Ziel, granulare und geografisch oder hinsichtlich der Risikoart diversifizierte Portfolios aufzubauen, um das Risiko-Rendite-Profil der Fonds zu optimieren. Die Struktur dieser Fonds ähnelt häufig der eines klassischen Obligationenportfolios, wobei ein Ansatz der Diversifizierung und Risikostreuung verfolgt wird.

Zunehmende Integration von ILS in Portfolios

Der ILS-Markt nimmt derzeit einen wichtigen Platz im Extremrisikomanagement ein. Er ermöglicht sowohl die Diversifizierung institutioneller Portfolios als auch die Finanzierung von Extremrisiken.

In den kommenden Jahren dürften Vermögensverwalter und institutionelle Anleger zur Weiterentwicklung, Strukturierung und Liquidität dieses Marktes beitragen. Mit der Verbesserung der Risikomodelle und dem steigenden Bedarf an Absicherungs-lösungen dürfte auch die Berücksichtigung von ILS in institutionellen Anlagestrategien zunehmen. Professionelle Anleger können so zur Stärkung der globalen Finanzstabilität beitragen und gleichzeitig neue Diversifizierungs- und Renditechancen nutzen.

Impact-Anlagen gestalten die Zukunft der Aktienallokationen



Yvan Delaplace
Spezialist für Impact-Investitionen
und Biodiversität

Union Bancaire Privée

I. Smarte Investitionen für eine Welt im Wandel

In einer von strukturellen Umwälzungen wie Klimawandel, demografische Entwicklung, geopolitische Spannungen oder Technologie geprägten Welt greifen traditionelle Aktienanlagen nicht mehr.

Impact-Strategien in kotierten Aktien sind eine smarte Alternative, um angesichts der weltweiten systemischen Veränderungen Mehrwert zu erzielen. Das Impact Investing-Team der UBP identifiziert Unternehmen, deren Produkte und Dienstleistungen eine wesentliche Rolle bei der Lösung dieser strukturellen Veränderungen spielen. Unsere Impact-Strategien konzentrieren sich auf „Lösungsfinder“ oder „Lösungsanbieter“, auf Unternehmen, die über ihre Geschäftstätigkeit zu einer nachhaltigen Gesellschafts- und Umweltentwicklung beitragen. Obwohl diese oft mit den ESG-Kriterien Umwelt, Soziales und Governance verbunden sind, fokussieren Impact-Anlagen nicht ausschliesslich auf die Qualität der Geschäftsleitung. So kann beispielsweise ein Tabakproduzent gute ESG-Ratings aufweisen, wenn er sich Ziele zur Senkung seines CO₂-Ausstosses und die Entwicklung eines robusten Governance-Rahmens setzt. Sein Produkt leistet aber keinen positiven Beitrag für die Gesellschaft. Im Gegensatz dazu ist eine Firma wie Xylem, die Wasseraufbereitungssysteme und Lösungen zur Messung der Wasserqualität entwickelt, eindeutig ein Lösungsanbieter. Ihre Produkte leisten einen direkten Beitrag zur Lösung der weltweiten Wasserkrise, indem sie den Zugang zu sicherem und sauberem Wasser verbessern.

Auch kann Xylem ein Best-in-Class-Profil in Bezug auf die ESG-Kriterien beibehalten, da sie sowohl positive Auswirkungen als auch eine herausragende Geschäftstätigkeit aufweist.

Darin liegt die Essenz unseres Ansatzes: Wir investieren in Firmen, die zu einer resilienten und ressourceneffizienten Wirtschaft beitragen und gleichzeitig wettbewerbsfähige Erträge liefern.

Erträge und gutes Gewissen

Eine der hartnäckigsten Legenden über Impact-Anlagen besagt, dass man dafür Abstriche beim Ertrag in Kauf nehmen muss. Tatsächlich haben diese Strategien dank robusten Fundamentaldaten und ihre Ausrichtung auf historische Wachstumstreiber über mehrere Zyklen hinweg hohe Wertentwicklungen verzeichnet:

- In entwickelten Märkten erzielte die Strategie **Positive Impact Global Equity** seit ihrer Auflegung* einen **jährlichen Ertrag von 14,6%** bei einer annualisierten Volatilität von 15,6%**.
- In Schwellenmärkten erzielte die Strategie **Positive Impact Emerging Equity** seit ihrer Auflegung*** einen **jährlichen Ertrag von 10,5%** bei einer annualisierten Volatilität von 15,6%**.

Diese Entwicklung ist kein Zufall. Impact-Unternehmen befinden sich an der Schnittstelle der drei starken Wachstumsmotoren Innovation, politische Unterstützung und Verbraucherverhalten. Diese Treiber sind in allen Impact-Bereichen vorhanden – Wasser, Infrastruktur oder Healthcare – werden jedoch meist voneinander getrennt betrachtet.

So kommt ein diversifiziertes Wachstum mit einer differenzierten Geschäftsdynamik zustande, die letztendlich zu Rentabilität führt.

Unsere Impact-Unternehmen decken alle Marktkapitalisierungen ab, von mittel- bis grosskapitalisierten Firmen bis zu kleineren Unternehmen. Zurzeit sind in unseren Strategien keine Firmen vertreten, die noch keine Gewinne erzielen. Diese Qualitätsmerkmale und die Art ihrer Produkte tragen zu grösserer Stabilität in unsicheren Zeiten bei und schützen die Portfolios in Zeiten von Volatilität und politischen Veränderungen.

Unsere Strategien haben in den letzten drei Jahren in Bereichen wie nachhaltige Infrastruktur, Wassereffizienz, Kreislaufwirtschaft und regenerative Landwirtschaft eine überdurchschnittliche Wertentwicklung verzeichnet. Sie sind jedoch in den traditionellen Indizes nach wie vor untervertreten. Sehen wir uns einige Beispiele an:

Sprouts vertreibt naturbelassene und biologische Nahrungsmittel zu erschwinglichen Preisen. Sie fördert eine gesündere Lebensweise und nachhaltige Landwirtschaft, bietet Nahrungsmittel aus verantwortungsbewusster Produktion und reduziert Food Waste.

Genera ist eine Finanzgesellschaft, die Mikrokredite und Bankdienstleistungen für unterversorgte Communities in Mexiko und Lateinamerika bereitstellt. Sie fördert finanzielle Inklusion über die Unterstützung von Kleinbetrieben und Unternehmerinnen.

Hitachi ist in Branchen wie Energie, Transport und IT tätig und entwickelt Technologien wie hocheffiziente Züge und intelligente Stromnetze. Diese Innovationen dienen der Reduzierung von CO₂-Emissionen und der Modernisierung der Infrastruktur.

Intuitive ist in der roboter-assistierten Chirurgie tätig, die minimalinvasive Eingriffe ermöglicht. Diese Technologien verkürzen die Genesungszeiten der Patienten, reduzieren Komplikationen und senken die Gesundheitskosten.

Weil sich die Märkte auf Mode-Themen wie künstliche Intelligenz, technologische Plattformen oder grosse Stromproduzenten fokussieren, werden führende Impact-Unternehmen oft übersehen. Derweil erarbeiten sie in we-

niger bekannten Bereichen dauerhafte Rentabilität und gewinnen Marktanteile in strukturell expandierenden Branchen.

II. Komplementäre und nachhaltige Komponenten

In einem immer enger korrelierten Marktumfeld hat die traditionelle Diversifikation nach Sektoren, Stilen und Regionen an Bedeutung verloren. Dies gilt auch für die traditionelle Sektorenunterteilung. Zyklische Werte verkörpern das neue Wachstum: Neun der zehn grössten Unternehmen im MSCI ACWI Growth Index sind auch unter den zehn grössten im MSCI ACWI Cyclical. Die Immobilienbranche ist technologielaastig: Vier der zehn grössten Firmen im MSCI ACWI Real Estate konzentrieren sich auf technologische Infrastruktur, und zwei davon sind auf den Bau von Rechenzentren spezialisiert. Ähnlich verhält es sich mit dem MSCI ACWI Consumer Discretionary, der sich aus 248 Titeln zusammensetzt. Amazon und

Tesla machen jedoch fast 35% des Gesamtgewichts aus! Impact-Strategien wirken dieser Risikokonzentration entgegen, indem sie Unternehmen wählen, die Zugang zu differenzierten Renditequellen bieten.

Komplementäre Impact-Anlagen

Während sich gewisse Anleger für eine 100%-ige Allokation in Aktien von Impact-Unternehmen entscheiden, können diese Werte als leistungsstarke Ergänzung für breiter angelegte Portfolios dienen. Sie verbessern die Resilienz, Breite sowie künftige Engagements der Portfolios, in denen auch andere Firmen vertreten sind.

Der hohe Active Share (von der Benchmark abweichende Zusammensetzung) von Impact-Strategien spiegelt ihre differenzierte Ausrichtung wider. Letztere bringen aber auch eine regionale Diversifizierung mit sich, die oft unterbewertet wird. Viele Schwellen- und Industrieländer befinden sich in unterschiedlichen Phasen ihres Transformationsprozesses. Europa ist in einem fortgeschrittenen Stadi-

um in der Einführung sauberer Energien, während Asien erste Initiativen in Richtung Kreislaufwirtschaft trifft und Nordamerika die Modernisierung der Infrastruktur vornimmt. Aus diesen Unterschieden ergeben sich Chancen im Hinblick auf Machbarkeit (Proof-of-Concept) sowie Lücken in Prozessen (White-Space).

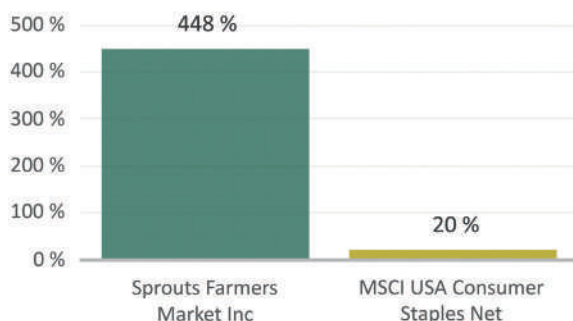
III. Zukunftssicheres Wachstum und Positionierung

Die strukturellen Makrotrends der nächsten zehn Jahre sind auf Wirkungskraft ausgerichtet: Elektrifizierung, Dekarbonisierung, Kreislaufwirtschaft, regenerative Lebensmittelsysteme und digitale Inklusion werden künftig Kapitalflüsse, politische Rahmenbedingungen und Verbraucherverhalten umgestalten.

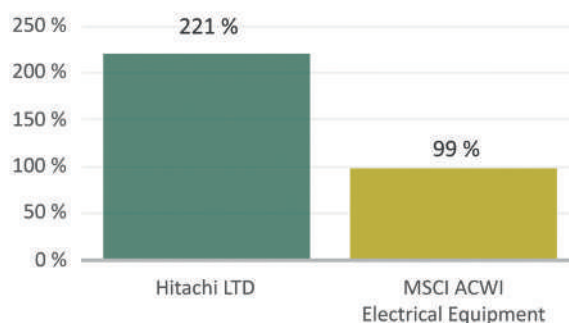
Anbieter von effizienten Lösungen befinden sich an der Schnittstelle regulatorischer Veränderungen, Innovation und Ver-

Outperformance von Impact-Aktien über drei Jahre

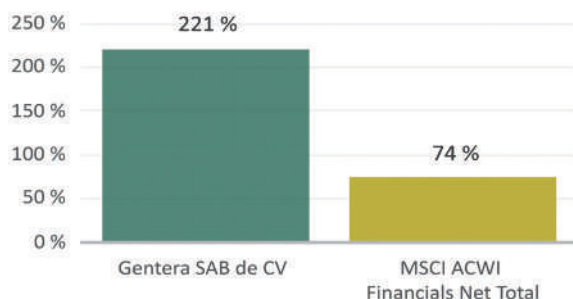
Sprouts



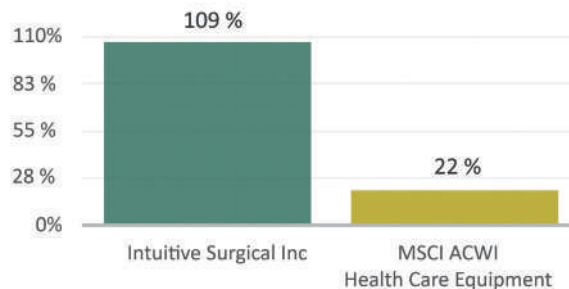
Hitachi



Gentera



Intuitive Surgical



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Vergangene Wertentwicklung lässt nicht auf gegenwärtige oder künftige Wertentwicklungen schliessen.

Anm.: Obengenannte Wertschriften werden weder zum Kauf noch zum Verkauf empfohlen.

brauchertrends. Dabei handelt es sich um strukturelle Themen, die unsere Gesellschaft künftig prägen werden. Wirkung oder Impact ist nicht mehr nur eine Alternative, sondern bildet den Kern eines robusten und zukunftsorientierten Portfolios.

Systemische Nachfrage schafft Chancen

Investoren, die sich frühzeitig in obengenannten Bereichen positionieren, können jahrzehntelange Wachstumsimpulse nutzen und gleichzeitig das Risiko von sogenannten Stranded Assets mindern, da traditionelle und kohlenstoffintensive Geschäftsmodelle zunehmend einem regulatorischen, wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Druck ausgesetzt sind. Betrachten wir die Wasserversorgungssicherheit: Bis 2030 werden voraussichtlich über 60% der Weltbevölkerung unter Wasserknappheit leiden, was die Nachfrage nach Lösungen für die Behandlung, Aufbereitung und Überwachung von Wasser antreiben wird. Oder die Biodiversität: Mehr als 40 Billionen US-Dollar des Wirtschaftswerts hängen von natürlichen Systemen ab. Derzeit wird die Restaurationswirtschaft durch globale Rahmenwerke wie TNFD, COP16 und Naturkredite geprägt. Ähnlich verhält es sich mit der Elektrifizierung: Angesichts der bis 2050 erwarteten Verdopplung des Strombedarfs und der rasch alternden Netzinfrastruktur beschleunigen sich Investitionen in intelligente Stromnetze, Energiespeicher und elektrifizierte Transportmittel. Dies sind keine Risiken, die es zu vermeiden gilt, sondern Wachstumstreiber, die es zu nutzen gilt.

Politisch unterstützte Widerstandsfähigkeit

Viele Impact-Technologien in Sektoren wie Infrastruktur und öffentliche Versorgung profitieren von konsistenten Entscheidungen der politischen Verantwortlichen über mehrere Amtszeiten. Dies gilt sogar für das zweite Mandat von Präsident Trump. In den USA werden Wassersicherheit oder regulierte Infrastrukturen von allen Seiten des politischen Spektrums befürwortet. So hat der Infrastructure Reduction Act (IRA) sowohl Bundesstaaten in demokratischer als auch in republikanischer Hand begünstigt. Viele darin enthaltene Verpflichtungen gelten heute noch. Jeder Plan zur Rückführung von Geschäftszweigen oder Reindustrialisierung der USA kann vielen Unternehmen dienen, die Lösungen im verarbeitenden Gewerbe, der Infrastruktur und Wasserversorgung bereitstellen.

KI als Wegbereiterin für Veränderungen

Künstliche Intelligenz (KI) und Dateninfrastruktur treiben die Entwicklung von Impact-Lösungen voran: Von der Präzisionslandwirtschaft zu intelligenten Stromnetzen, von satellitengestütztem Naturschutz zu digitalisierten Lösungen für finanzielle Inklusion. Eine wachsende Anzahl von Unternehmen – Trane, Autodesk oder Deere – integrieren KI, um die Ressourceneffizienz zu fördern, Infrastruktur zu optimieren und mehr skalierbare und nachhaltige Lösungen zu bieten. Beispielsweise optimiert Trane Technologies die Leistung von HLK-Anlagen dank KI über vorausschauende Wartung und Energieeffizienz-Algorithmen in intelligenten Gebäuden. Autodesk integriert KI in Design-Software und ermöglicht generatives Design sowie schnellere Zyklen in Architektur und Ingenieurwesen. Deere & Co. nutzt KI für seine Präzisionslandwirtschaftsgeräte und setzt Computer Vision und maschinelles Lernen für autonome Traktoren, Echtzeit-Ernteanalysen und variable Ausbringungsmengen ein. So können Landwirte ihre Erträge steigern und den Aufwand reduzieren.

Ebenso nutzen wir als Impact-Anleger KI-gestützte Tools, um unsere Entscheidungsfindung zu verbessern. Diese doppelte Anwendung, sowohl von den Unternehmen im Portfolio als auch in unserem Investitionsprozess zeigt, dass KI uns dabei unterstützt, Kapital präziser und zielgerichteter einzusetzen.

IV. Eine Anlageklasse mit langfristiger Unterstützung durch die UBP

Impact Investing hat eine neue Stufe erreicht. Vor wenigen Jahren noch eine Nische der Finanzbranche, ist es heute eine etablierte und nach strikten Kriterien verwaltete Anlageklasse. Wir betrachten Impact Investing nicht als Trend, sondern als eine unserer wichtigsten Überzeugungen. So hat unser dediziertes Team eigene Impact-Strategien entwickelt, sich mit Stakeholdern engagiert und Partnerschaften mit Pionieren auf diesem Gebiet geschlossen, um dauerhaften Mehrwert zu schaffen.

Wer mit Impact-Anlagen etwas bewegen will, muss sich aktiv engagieren. Es braucht eingehende Fundamentalanalysen, technologisches Know-how und die Einschätzung politischer

Signale vor Ort, ohne das langfristige Ziel aus den Augen zu verlieren.

Regulatorischer Rahmen begünstigt Impact-Anlagen

Die Rückschläge in Bezug auf die ESG-Kriterien haben für mehr Visibilität gesorgt; eine positive Entwicklung. Sie haben die Erwartungen verdeutlicht, das Verantwortungsbewusstsein gestärkt und die Übereinstimmung mit den treuhänderischen Verpflichtungen verbessert. Je mehr sich SFDR- und SDR-Richtlinien, EU-Taxonomie und globale Standards ihrem Reifestadium nähern, desto besser werden Regulierung und Transparenz von Impact-Strategien. Anleger müssen nicht mehr zwischen Zweck und Ertragsentwicklung wählen. Sie können beides verlangen.

Die Lösung systemischer Herausforderungen wird die nächsten zehn Jahre prägen – von der Dekarbonisierung der Stromnetze und Sicherstellung von Wasser-Ressourcen über die Modernisierung von Infrastruktur bis zur Förderung finanzieller Inklusion. Impact-Unternehmen bieten einerseits wichtige Lösungen und werden andererseits von künftigen Entwicklungen profitieren. ■

Die in diesem Dokument erwähnten Anlagen sind nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen.

*Quelle: Bloomberg Finance L.P. Die Performance der Strategie per 31. Juli 2025 versteht sich abzüglich der Gebühren (Anteilsklasse IEC USD). Seit Auflegung (27. September 2022) hat die Strategie ein Plus von +47,40% geliefert. **Quelle: UBP Monthly Institutional Factsheet per 30. Juni 2025. *** Quelle: Bloomberg Finance L.P. Die Performance der Strategie per 31. Juli 2025 versteht sich abzüglich der Gebühren (Anteilsklasse IC USD). Seit Auflegung (7. Mai 2020) hat die Strategie ein Plus von +68,65% geliefert. Vergangene Wertentwicklung lässt nicht auf gegenwärtige oder künftige Wertentwicklungen schliessen. Jede Investition beinhaltet Risiken. Sie könnten einen Teil oder Ihre gesamte Investition verlieren.

Portraits de sociétés / Gesellschaftsporträts

Page / Seite

 **aberdeen**
Investments **83**

CONINCO  **84**
Explorers in finance

 **EDMOND
DE ROTHSCHILD** **85**

ELLIPSIS  **86**
Kepler Cheuvreux

 **MFS** **87**

MIRABAUD **88**
ASSET MANAGEMENT

OLZ  **89**
smart invest

 **J. Safra Sarasin** **90**

SCOR **91**
— INVESTMENT PARTNERS —

 **UBP** **92**

aberdeen Investments

Aberdeen Investments est un gestionnaire d'actifs mondial qui concentre ses efforts dans la création de valeur à long terme, au bénéfice de ses clients. Avec plus de 700 professionnels aguerris de l'investissement, aberdeen gère environ 401.3 milliards de francs suisses (au 30.06.2025) pour des investisseurs du monde entier, dont s'occupent plus de 25 bureaux interconnectés.

Aberdeen Investments est un investisseur à long terme et considère le travail d'équipe et la coopération comme les clés d'une performance d'investissement constante et exceptionnelle. Les considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) sont un élément central de nos décisions d'investissement.

abrdrn Investments Switzerland AG, dont le siège est basé à Zurich et la succursale à Genève, gère environ 7.8 milliards de francs

suisses (au 30.06.2025) pour des investisseurs institutionnels ainsi que pour des partenaires de distribution dans le domaine de la clientèle privée. Ce qui en fait l'un des plus grands gestionnaires de fortune étrangers en Suisse.

abrdrn Investments Switzerland AG

Rue de la Cité 1

1204 Genève

Julien Boissier

Directeur du développement commercial, Suisse, Genève

T +41 22 561 84 03

julien.boissier@aberdeenplc.com

www.aberdeeninvestments.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

aberdeen Investments

Aberdeen Investments ist ein global tätiger und unabhängiger Asset Manager. Unser Ziel ist es, Investoren auf der ganzen Welt zu helfen, ihre Anlageziele zu erreichen und die Breite ihres Anlagespektrums zu erweitern.

Mit mehr als 600 Anlagespezialisten an über 25 global vernetzten Standorten verwalten wir ein Vermögen von rund 401.3 Mrd. CHF. (Stand: 30.06.2025)

Dank dieser globalen Aufstellung, breit gefächelter Anlagekompetenz und dem tiefgehenden, hauseigenen Research sind wir in der Lage, institutionellen Investoren und unseren Vertriebspartnern im Privatkundenbereich eine grosse Bandbreite an Investmentlösungen aus Aktien- und Anleihestrategien der Industrie- und Schwellenländer, Immobilien und Private Markets (u.a. Infrastruktur) sowie Liquiditätsfonds

und integrierte Multi-Asset-Strategien bereitzustellen.

Dabei berücksichtigen wir bei unseren Anlageentscheidungen ökologische, soziale und Governance-Überlegungen (ESG), um so einen Beitrag zur Förderung positiver gesellschaftlicher und ökologischer Veränderungen zu spielen.

Die Schweizer abrdrn Investments Switzerland AG mit Hauptsitz in Zürich und einer Niederlassung in Genf verwaltet mit 6 Mitarbeitenden rund 7.8 Milliarden Schweizer Franken für institutionelle Anleger und Vertriebspartner im Privatkundensegment und gehört damit zu den grössten ausländischen Vermögensverwaltern in der Schweiz.

abrdrn Investments Switzerland AG

Rue de la Cité 1

1204 Genf

Julien Boissier

Director Business Development, Switzerland - Geneva

T +41 22 561 84 03

julien.boissier@aberdeenplc.com

www.aberdeeninvestments.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 ou gestion.

CONINCO propose également ses propres thématiques d'investissement au travers des produits suivants: ONE Solution Fund – Global Environment, ONE Solution Fund – Europe Dividend, ainsi qu'au travers d'OR physique 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'investissement manager.



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



SUPERVISÉ
PAR LA FINMA
DEPUIS 2012

CONINCO Explorers in finance SA

Quai Perdonnet 5

1800 Vevey

Adrien Koehli, co-CEO

Sabine Giammarresi-Mabillard, co-CEO

Elisa Benito, Responsable durabilité

Liudmila Tedeschi, Business development

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.

CONINCO bietet eigene, thematische Investitionen mit den folgenden Produkten an: ONE Solution Fund – Global Environment, ONE Solution Fund – Europe Dividend sowie verantwortungsvolles und nachhaltiges physisches Gold und einem Zertifikat BCV Tracker AMC EcoCircularity, das 2021 den Preis für das beste Produkt für den Kli-

maschutz gewonnen hat und bei welchem CONINCO Investment Manager ist. Wir sind seit 2007 Verwalter der Schweizer Investmentgesellschaft ONE CREATION Impact finance (www.onecreation.org), welche die Entwicklung von Umwelttechnologien in einem globalen und multisektoralen Ansatz stärkt.



SEIT 2012
VON DER FINMA
BEAUFSICHTIGT

CONINCO Explorers in finance SA

Quai Perdonnet 5

1800 Vevey

Adrien Koehli, co-CEO

Sabine Giammarresi-Mabillard, co-CEO

Elisa Benito, Nachhaltigkeitsmanager

Liudmila Tedeschi, Business development

T +41 21 925 00 33

coninco@coninco.ch

www.coninco.ch



EDMOND DE ROTHSCHILD

Edmond de Rothschild est une maison d'investissement fondée sur la conviction que, mise au service de l'économie réelle, la richesse peut faire œuvre utile et contribuer à faire du progrès une idée toujours neuve.

Portée par une culture d'anticipation financière de près de trois siècles, elle est spécialisée dans la banque privée et la gestion d'actifs et dispose d'un savoir-faire reconnu sur ses principaux métiers (gestion de patrimoine, ingénierie patrimoniale, assurance-vie, services aux gestionnaires de fortune indépendants, corporate finance, private equity, immobilier, infrastructure, stratégies liquides et administration de fonds). Son actionnariat 100 % familial lui confère une réelle indépendance qui permet l'alignement sur les intérêts de ses clients et favorise l'émergence de solutions financières adaptées aux besoins spécifiques d'une clientèle de familles, entrepreneurs et investisseurs institutionnels. Au 31 décembre 2024, Edmond de Rothschild gère plus de

184 milliards de francs suisses d'actifs et, affiche un bilan solide avec un CET 1 de 19,7 %. Avec plus de 2 700 collaborateurs et 28 implantations, elle est un acteur de référence sur ses principales places où elle est implantée - dont Genève, Luxembourg, Paris et Monaco.

Edmond de Rothschild est au cœur d'un écosystème unique composé d'activités agricoles, viticoles, hôtelières, d'activités philanthropiques familiales, de l'écurie de course au large Gitana et de la maison de parfumerie Caron.

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

Avenue de l'Etang 62b

1219 Châtelaine

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

Edmond de Rothschild ist als Investmentgesellschaft davon überzeugt, dass Vermögen im Dienst der Realwirtschaft nutzbringend ist und Fortschritt fördern kann.

Das Unternehmen ist auf Private Banking und Vermögensverwaltung spezialisiert und verfügt über anerkanntes Know-how in allen wichtigen Geschäftsbereichen (Vermögensverwaltung, Vermögensplanung, Lebensversicherung, Dienstleistungen für unabhängige Vermögensverwalter, Corporate Finance, Private Equity, Immobilien, Infrastruktur, liquide Strategien und Fondsverwaltung). Als unabhängiges Familienunternehmen trägt es den Interessen seiner Kunden Rechnung und fördert die Entwicklung finanzieller Lösungen, die auf die spezifischen Bedürfnisse eines Kundenkreises bestehend aus Familien, Unternehmern und institutionellen Anlegern zugeschnitten sind. Zum Stichtag 31. Dezember 2024 verwaltet Edmond de Rothschild ein Vermögen von über 184 Milliarden Schweizer Franken

und verweist auf eine solide Bilanz mit einer Kernkapitalquote (CET 1) von 19,7%. Mit über 2.700 Mitarbeitern und 28 Niederlassungen gilt es an ihren wichtigsten Standorten Genf, Luxemburg, Paris und Monaco als Referenzakteur.

Edmond de Rothschild steht im Zentrum eines einzigartigen Ökosystems, das Landwirtschaft und Weinbau, Hotelgewerbe und Philanthropie, den Hochseeregatta-Rennstall Gitana und die Parfümerie Caron umfasst.

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

Avenue de l'Etang 62b

1219 Châtelaine

Hendrik Steenbergen

Stellvertretender Direktor

Institutionelle Kunden

T +41 58 818 75 92

h.steenbergen@edr.com

www.edmond-de-rothschild.com



Avec plus de 20 ans d'histoire de gestion et 5,2 milliards d'euros gérés (au 29/08/2025), ELLIPSIS AM est une société de gestion d'actifs reconnue, spécialisée sur les obligations convertibles, le crédit ainsi que sur les dérivés. Le groupe concentre ainsi son expertise sur des classes d'actifs à forte valeur ajoutée à travers 3 pôles de gestion spécialisés :

- Le pôle Convertibles & Crédit regroupe nos expertises de gestion historiques et confirmées.
- Le pôle Alternative & Risk Mitigation Strategies développe depuis 2008 un savoir-faire dédié aux solutions de couverture de portefeuilles actions et d'allocation de risques.
- Le pôle Fund Solutions renforce l'offre d'investissement du Groupe Kepler Cheuvreux en développant des fonds structurés destinés aux investisseurs institutionnels et entreprises.

En tant que signataire des Principes pour l'Investissement Responsable (UN PRI), Ellipsis AM intègre au sein de sa gestion discrétionnaire une approche ESG (hors périmètre des mandats overlay optionnels).

Toute l'offre de produits basée sur une gestion active de conviction est classifiée « article 8 » selon la réglementation SFDR. Avec près de 25 collaborateurs, ELLIPSIS AM est une filiale de Kepler Cheuvreux depuis 2022.

Ellipsis AM Suisse

Av. Perdtemps 23

1260 Nyon - Suisse

Olivier Machet

Managing Director

Country Head Switzerland & Italy

T +41 22 994 11 02

olivier.machet@ellipsis-am.com

www.ellipsis-am.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Mit über 20 Jahren Erfahrung in der Vermögensverwaltung und einem verwalteten Vermögen von 5,2 Milliarden Euro (Stand 29.08.2025) ist ELLIPSIS AM eine anerkannte Vermögensverwaltungsgesellschaft, die sich auf Wandelanleihen, Kreditprodukte sowie Derivate spezialisiert hat. Die Gruppe konzentriert ihr Fachwissen auf Anlageklassen mit hoher Wertschöpfung in drei spezialisierten Managementbereichen.

- Der Bereich Wandelanleihen & Kredit bündelt unser historisch bewährtes und bestätigtes Fachwissen in der Verwaltung.
- Der Bereich Alternative & Risk Mitigation Strategies entwickelt seit 2008 ein spezielles Know-how für Lösungen zur Absicherung von Aktienportfolios und zur Risikozuweisung.
- Der Bereich Fund Solutions stärkt das Investitionsangebot der Gruppe Kepler Cheuvreux durch die Entwicklung strukturierter Fonds, die sich an institutionelle Investoren und Unternehmen richten.

Als Unterzeichner der Prinzipien für verantwortungsvolles Investieren (UN PRI) integriert Ellipsis AM einen ESG-Ansatz in das diskretionäre Management (außerhalb des Geltungsbereichs der optionalen Overlay-Mandate).

Das gesamte Produktangebot, das auf einem aktiven und überzeugungsbasierten Management beruht, ist gemäß der SFDR-Verordnung als „Artikel 8“ klassifiziert. Mit fast 25 Angestellten ist ELLIPSIS AM seit 2022 eine Tochtergesellschaft von Kepler Cheuvreux.

Ellipsis AM Schweiz

Av. Perdtemps 23

1260 Nyon - Schweiz

Olivier Machet

Managing Director

Country Head Schweiz & Italien

T +41 22 994 11 02

olivier.machet@ellipsis-am.com

www.ellipsis-am.com



En 1924, MFS a lancé le premier fonds commun de placement à capital variable aux États-Unis, facilitant ainsi l'accès aux marchés pour des millions d'investisseurs. Aujourd'hui, en tant que gestionnaire d'investissements mondial offrant une gamme complète de services aux conseillers et intermédiaires financiers, comme aussi aux clients institutionnels, MFS poursuit toujours le même objectif: créer de la valeur à long terme pour ses clients en allouant les capitaux de manière responsable. Pour atteindre cet objectif, nous adaptons notre approche d'investissement unique, qui combine notre expertise collective avec une gestion des risques prudente et une discipline d'investissement à long terme. Notre culture de collaboration et nos valeurs communes encouragent des discussions actives au sein de nos équipes d'experts aux profils variés, afin d'échanger des idées, d'évaluer les risques matériels et d'identi-

fier les meilleures opportunités d'investissement sur les marchés. Au 31 octobre 2024, MFS gère 626,4 milliards de dollars d'actifs pour le compte d'investisseurs privés et institutionnels du monde entier.

MFS International Switzerland GmbH

Theaterstrasse 16

CH-8001 Zürich

Daniel Lucchetta

Managing Director – Institutional Sales

T +41 (0)44 588 00 82

dlucchetta@MFS.com

www.mfs.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



1924 legte MFS den ersten Publikumsfonds der USA auf. Millionen von Anlegern erhielten dadurch Zugang zum Markt. Heute ist MFS ein internationaler Full-Service-Investmentmanager für Finanzberater, Vertriebspartner und institutionelle Kunden. Aber noch immer haben wir nur ein Ziel: langfristige Werte für unsere Kunden durch verantwortungsvolle Finanzanlagen. Dazu verfolgen wir einen leistungsfähigen Investmentansatz. Seine Grundlagen sind kollektives Know-how, umsichtiges Risikomanagement und langfristige Anlagedisziplin. Unsere Kultur der Zusammenarbeit und der gleichen Werte fördert aktive Diskussionen unserer Teams aus Experten mit unterschiedlichen Denkweisen, um Ideen zu erörtern, wichtige Risiken zu beurteilen und die aus unserer Sicht besten Investmentideen am Markt zusammenzutragen. Am 31. Oktober 2024 managten wir ein Vermögen von 626,4 Milliarden US-Dollar

für Privatanleger und institutionelle Investoren weltweit.

MFS International Switzerland GmbH

Theaterstrasse 16

CH-8001 Zürich

Daniel Lucchetta

Managing Director – Institutional Sales

T +41 (0)44 588 00 82

dlucchetta@MFS.com

www.mfs.com

MIRABAUD

ASSET MANAGEMENT

Mirabaud Asset Management est un gestionnaire d'actifs indépendant dont l'ADN est la gestion de forte conviction sur des segments de marché où la gestion active est génératrice de valeur ajoutée. Mirabaud Asset Management fait partie du Groupe Mirabaud, un acteur international de services financiers et de conseil sur mesure établi en 1819 à Genève, en Suisse.

Nos expertises phares s'articulent autour des obligations internationales, les actions et notamment les petites et moyennes entreprises mais aussi des actifs privés, offrant une gamme de solutions d'investissement qui s'alignent sur les objectifs de nos clients. Notre sens des responsabilités et l'alignement d'intérêts avec nos investisseurs, profondément enraciné par sept générations de propriétaires privés, définit notre approche de la gestion d'actifs. Nous investissons aujourd'hui pour construire le monde des générations futures.

Mirabaud Asset Management

Boulevard Georges-Favon 29
1204 Genève

Féthi Hassaoui

Sales Executive, Switzerland
T +41 58 200 60 08
fethi.hassaoui@mirabaud-am.com
www.mirabaud-am.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

MIRABAUD

ASSET MANAGEMENT

Wir sind ein unabhängiger Vermögensverwalter, der fest davon überzeugt ist, dass Verantwortung die richtigen Ergebnisse durch langfristige, nachhaltige und überzeugungsstarke Investitionen ermöglicht. Mirabaud Asset Management ist Teil der Mirabaud Gruppe, einem internationalen Anbieter von massgeschneiderten Finanzdienstleistungen und Beratungsleistungen, der 1819 in Genf, Schweiz, gegründet wurde.

Wir wurden 2012 zum unabhängigen Investmentzweig der Gruppe. Seitdem haben wir aktive Verwaltungsstrategien in den Bereichen Anleihen, Aktien und Privatvermögen entwickelt und bieten eine Reihe von Anlagelösungen an, die sich an den Zielen und Grundsätzen unserer Kunden orientieren.

Unsere Kultur und unsere Werte, die durch sieben Generationen von Familienbesitzern tief verwurzelt sind, leiten unseren Ansatz in

der Vermögensverwaltung. Wir investieren heute, um die Welt für zukünftige Generationen zu gestalten.

Mirabaud Asset Management

Boulevard Georges-Favon 29
1204 Genf

Féthi Hassaoui

Sales Executive, Switzerland
T +41 58 200 60 08
fethi.hassaoui@mirabaud-am.com
www.mirabaud-am.com



OLZ est un gestionnaire d'actifs suisse qui fêtera bientôt ses 25 ans d'existence. Parmi nos clients figurent non seulement des investisseurs privés, mais aussi des banques, des fonds de pension, des compagnies d'assurance, des fondations et des family offices. Notre clientèle principale est toutefois constituée d'investisseurs institutionnels.

Nous proposons à nos clients des solutions d'investissement quantitatives de haute qualité. Au cœur de notre approche se trouve une optimisation rigoureuse des risques dans la construction de portefeuilles actions. Notre expertise va cependant bien au-delà : de l'exploitation de sources systématiques de rendement supplémentaires, aux stratégies de durabilité, jusqu'au contrôle de l'écart par rapport à l'indice. Nos 15 fonds actions et obligataires reflètent cette large palette – allant de solutions globales, par exemple, avec une allocation actions dynamique, à des stratégies suisses Small et Mid Cap basées sur notre optimisation du risque.

Pour nous, l'essentiel n'est pas seulement ce que nous faisons, mais aussi comment nous le faisons. Afin d'atteindre les objectifs d'investissement de nos clients, nous combinons un savoir-faire solide avec des données de grande qualité. Notre équipe de recherche est spécialisée dans les méthodes statistiques appliquées à la construction de portefeuilles. Nous obtenons nos données auprès de fournisseurs de premier plan tels que MSCI, FactSet, Bloomberg et SIX. De plus, nous avons externalisé la gestion des données à un partenaire spécialisé, garantissant ainsi une qualité optimale.

Avec CHF 1,8 milliard d'actifs sous gestion, nous sommes un gestionnaire d'actifs de taille relativement modeste – mais avec le savoir-faire et la puissance d'un grand prestataire. Nous restons toujours fidèles à nos valeurs : à long terme, transparents, scientifiques, indépendants.

OLZ AG

Marktgasse 24

CH-3011 Bern

Philipp Bregy, Partenaire

Cédric Kohler, Senior Advisor

T +41 31 326 80 00

info@olz.ch

www.olz.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



OLZ ist ein Schweizer Asset Manager, der bald sein 25-jähriges Bestehen feiert. Zu unseren Kunden zählen neben Privatkunden auch Banken, Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen und Family Offices. Unsere Hauptkundschaft bilden jedoch institutionelle Investoren.

Wir bieten unseren Kunden hochwertige, quantitativ fundierte Anlagelösungen. Im Zentrum steht unser risikooptimierter Ansatz bei der Konstruktion von Aktienportfolios. Unsere Expertise reicht jedoch weit darüber hinaus: von der Nutzung zusätzlicher systematischer Renditequellen über Nachhaltigkeitsstrategien bis hin zur Kontrolle der Indexabweichung. Die 15 Aktien- und Obligationenfonds spiegeln diese breite Palette wider – von globalen Aktienlösungen beispielsweise mit dynamischer Aktienquote bis hin zu Schweizer Small- und Mid-Cap-Strategien, die auf unserer Risikooptimierung basieren.

Entscheidend ist für uns nicht nur, was wir tun, sondern wie wir es tun. Um die Anlageziele unserer Kunden zu erreichen, kombinieren wir fundiertes Fachwissen mit hochwertigen Daten. Unser Research-Team ist auf statistische Verfahren in der Portfoliokonstruktion spezialisiert. Wir beziehen unsere Daten von führenden Anbietern wie MSCI, FactSet, Bloomberg und SIX. Zusätzlich haben wir das Datenmanagement an einen spezialisierten Partner ausgelagert, um höchste Datenqualität sicherzustellen.

Mit CHF 1.8 Milliarden verwaltetem Vermögen sind wir ein eher kleiner Asset Manager – jedoch mit dem Wissen und der Leistungsstärke eines grossen Anbieters. Dabei bleiben wir unseren Werten stets treu: langfristig, transparent, wissenschaftlich, unabhängig.

OLZ AG

Marktgasse 24

CH-3011 Bern

Philipp Bregy, Partner

Cédric Kohler, Senior Advisor

T +41 31 326 80 00

info@olz.ch

www.olz.ch



J. Safra Sarasin

**Groupe J. Safra Sarasin – Sustainable
Swiss Private Banking since 1841**

Au total, le Groupe J. Safra Sarasin gère plus de CHF 224,2 milliards d'actifs. Le Groupe, qui opère depuis plus de 30 sites dans le monde, est le quatrième établissement suisse selon le capital Tier 1, et une des plus grandes banques privées familiales du monde, avec un ratio CET1 de 42.7 %. Le Groupe emploie actuellement 2'558 personnes.

Les plus de 180 ans d'existence de la Banque lui ont permis de bâtir un héritage fondé sur une culture rigoureuse et axée sur sa clientèle. C'est cette culture si particulière, conjugée à un capital d'une solidité exceptionnelle et à une approche prudente en matière de gestion des risques, qui permet à la Banque de faire face à la conjoncture et de surmonter les imprévus.

**J. Safra Sarasin Sustainable Asset
Management**

Les activités de gestion d'actifs du Groupe J. Safra Sarasin sont regroupées sous la marque J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management. Notre approche place les intérêts des investisseurs avant tout le reste, et nous entretenons des relations à long terme avec nos clients. J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management s'est donné pour mission de permettre à ses clients d'atteindre leurs objectifs financiers et extra-financiers, en proposant des solutions d'investissement de qualité et une large gamme de fonds actifs et de mandats. J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management assure la gestion de CHF 43.2 milliards d'actifs. Le qualificatif « Sustainable » dans notre nom n'est pas un simple slogan : la durabilité est le fil conducteur qui nous a guidé tout au long de notre histoire.

En effet, nous avons lancé nos premiers mandats durables, il y a plus de 30 ans (1989), ce qui fait de nous des pionniers du secteur. En 2020, J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management s'est engagée à atteindre la neutralité carbone d'ici 2035. Plus récemment, la Banque est devenue le premier établissement financier suisse à rejoindre l'initiative « Finance for Biodiversity Pledge ».

Banque J. Safra Sarasin SA

4, rue de la Corraterie

Case Postale

1211 Genève 11

Alexander von Helmersen

Executive Director, Institutional clients

Suisse Romande

Direct +41 (0)58 317 39 86

alexander.vonhelmersen@jsafrasarasin.com

www.am.jsafrasarasin.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



J. Safra Sarasin

**Groupe J. Safra Sarasin – Sustainable
Swiss Private Banking since 1841**

Die Gruppe J. Safra Sarasin verwaltet insgesamt CHF 224.2 Milliarden an Vermögenswerten. Die Gruppe, die an über 30 Standorten weltweit tätig ist, ist die viertgrößte Schweizer Bank nach dem Eigenkapital Tier 1 und eine der größten Familienbanken der Welt mit einem CET1-Ratio von 42.7%. Die Gruppe beschäftigt derzeit 2'558 Mitarbeiter.

Die über 180-jährige Geschichte der Bank hat ein Erbe geschaffen, das auf einer strengen, kundenorientierten Kultur basiert. Diese einzigartige Kultur, kombiniert mit einem außergewöhnlich starken Kapital und einer vorsichtigen Risikostrategie, ermöglicht es der Bank, sich in schwierigen Zeiten zu behaupten und unvorhergesehene Ereignisse zu bewältigen.

**J. Safra Sarasin Sustainable Asset
Management**

Die Vermögensverwaltungstätigkeiten der J. Safra Sarasin Gruppe sind unter der Marke J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management zusammengefasst. Wir setzen auf einen Investor-first-Ansatz und pflegen langfristige Kundenbeziehungen. J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management hat sich zum Ziel gesetzt, seinen Kunden eine breite Palette an hochwertigen Investitionslösungen und Fonds sowie Mandate zur Erreichung ihrer finanziellen und nicht-finanziellen Ziele anzubieten. J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management verwaltet CHF 43.2 Milliarden an Vermögenswerten. Der Begriff „Sustainable“ in unserem Namen ist nicht nur ein Slogan. Vielmehr ist Nachhaltigkeit der Leitgedanke, der uns durch unsere gesamte Geschichte geführt hat. Tatsächlich haben wir unsere ersten

nachhaltigen Mandate bereits vor über 30 Jahren (1989) lanciert, womit wir zu den Pionieren der Branche gehören. Im Jahr 2020 verpflichtete sich JSS SAM dazu, bis 2035 CO2-neutral zu werden. Zuletzt hat sich die Bank als erstes Schweizer Finanzinstitut der Initiative «Finance for Biodiversity Pledge» angeschlossen.

Banque J. Safra Sarasin SA

4, rue de la Corraterie

Postfach

1211 Genf 11

Alexander von Helmersen

Executive Director, Institutional clients

French-speaking Switzerland

Direkt +41 (0)58 317 39 86

alexander.vonhelmersen@jsafrasarasin.com

www.am.jsafrasarasin.com



Société de gestion d'actifs établie depuis plus de 15 ans, SCOR Investment Partners est reconnue pour ses expertises dans la gestion obligataire alternative pour le compte exclusif d'investisseurs institutionnels.

Filiale du Groupe SCOR, réassureur mondial de premier plan, SCOR Investment Partners gère 27 milliards d'euros d'encours, dont plus de 8 milliards pour plus de 300 investisseurs institutionnels externes au Groupe SCOR, répartis dans une trentaine de pays (au 30.06.2025).

SCOR Investment Partners compte près de 100 collaborateurs, principalement basés à Paris, avec des bureaux également à Zurich et Londres.

SCOR Investment Partners crée de la valeur dans l'univers obligataire alternatif en ciblant des rendements supérieurs, ajustés

du risque, à travers une approche holistique des risques et l'intégration de critères durables.

Les stratégies d'investissement s'articulent autour de trois plateformes :

- Le crédit liquide : obligations à haut rendement et investissement en prêts syndiqués (leveraged loans) pour financer les entreprises européennes.
- Le financement d'actifs réels : financement de projets d'infrastructure afin d'accompagner la transition environnementale ou la digitalisation de l'économie et de projets immobiliers value-add favorisant les projets de rénovations ou restructurations avec des objectifs d'amélioration énergétique.
- Les Insurance-Linked Securities : investissement dans les instruments financiers permettant de transférer les risques d'assurance, notamment ceux liés aux

catastrophes naturelles, vers les marchés financiers.

Toutes les stratégies d'investissement intègrent des politiques d'investissement durable spécifiques à chaque catégorie d'actifs.

SCOR Investment Partners

Philippe Secnazi

Co-Head of Sales | Head of French-speaking Countries & Southern Europe
5 avenue Kléber, 75116 Paris – France

psecnazi@scor.com

Umberto SETTER

Institutional Sales Manager
Claridenstrasse 4, 8002 Zurich, Suisse

usetter@scor.com

www.scor-ip.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



SCOR Investment Partners ist eine seit über 15 Jahren etablierte Vermögensverwaltungsgesellschaft, die für ihre Expertise im Bereich der alternativen Anleiheverwaltung ausschliesslich für institutionelle Anleger bekannt ist.

Als Tochtergesellschaft des weltweit führenden Rückversicherers SCOR verwaltet SCOR Investment Partners ein Vermögen von 27 Milliarden Euro, davon mehr als 8 Milliarden Euro für über 300 institutionelle Investoren ausserhalb der SCOR-Gruppe in rund 30 Ländern (Stand: 30.06.2025).

SCOR Investment Partners beschäftigt fast 100 Mitarbeitende, die hauptsächlich in Paris tätig sind sowie in weiteren Niederlassungen in Zürich und London.

SCOR Investment Partners schafft Wert im Bereich der alternativen Anleihen, indem

mittels eines ganzheitlichen Risikoansatzes und der Einbeziehung nachhaltiger Kriterien höhere risikobereinigte Renditen angestrebt werden.

Die Anlagestrategien basieren auf drei Plattformen:

- Liquide Kredite: Hochverzinsliche Anleihen und Investitionen in Syndikatskredite (Leveraged Loans) zur Finanzierung europäischer Unternehmen.
- Finanzierung von Sachwerten: Finanzierung von Infrastrukturprojekten zur Unterstützung des ökologischen Wandels oder der Digitalisierung der Wirtschaft sowie von Value-Add-Immobilienprojekten, die Renovierungs- oder Umstrukturierungsvorhaben mit dem Ziel der Energieeffizienzsteigerung fördern.
- Insurance-Linked Securities: Investitionen in Finanzinstrumente, mit denen Versicherungsrisiken, insbesondere im

Zusammenhang mit Naturkatastrophen, auf die Finanzmärkte übertragen werden können.

Alle Anlagestrategien beinhalten nachhaltige Anlagepolitiken, die für jede Anlageklasse spezifisch sind.

SCOR Investment Partners

Claire Harding

Co Head of Sales | Head of DACH, UK & Northern Europe

Claridenstrasse 4, 8002 Zurich, Switzerland

charding@scor.com

www.scor-ip.com



L'Union Bancaire Privée (UBP), fondée en 1969, a toujours eu pour philosophie d'offrir aux investisseurs un service de gestion de fortune avisé et novateur. Elle figure aujourd'hui parmi les leaders de la gestion patrimoniale en Suisse, et parmi les 4 banques privées en mains familiales, non cotées, les plus importantes à l'échelle mondiale. Nos 2 dernières acquisitions en date – Société Générale Private Banking (Suisse) SA et SG Kleinwort Hambros – constituent une étape majeure, nous permettant d'accélérer le développement de nos activités en Suisse et au Royaume-Uni.

Nous avons bâti notre réputation sur la force et l'indépendance de notre offre de gestion. Proposant une vaste gamme de stratégies activement gérées, nous nous différencions par notre capacité à rechercher en permanence des solutions optimales pour investir dans les classes d'actifs traditionnelles et alternatives, tout en veillant à répondre aux objectifs de nos clients et à leur propension

au risque. Ces stratégies s'articulent autour de 5 grandes thématiques : le segment crédit et "carry"; l'investissement responsable et l'impact investing; les solutions à alpha élevé ("high alpha"); la convexité; et les activités centrées sur les marchés privés ("private markets").

Au 30.06.2025, les avoirs sous gestion pour l'Asset Management totalisaient CHF 29,7 mia, ce chiffre incluant les CHF 8,7 mia gérés par l'Asset Management pour le compte de clients du Wealth Management.

Investissement responsable

Depuis que nous sommes devenus signataires des Principes des Nations Unies pour l'investissement responsable (UN PRI) en mars 2012, notre expertise ainsi que l'univers de l'investissement responsable ont considérablement évolué. Pour exercer au mieux notre devoir fiduciaire, nous nous attachons à intégrer des approches

d'investissement responsable, telles que le filtrage ("screening") négatif, l'intégration de critères ESG, et l'engagement actionnarial ("stewardship"), ainsi que l'inclusion positive et "l'impact investing".

Union Bancaire Privée, UBP SA

Rue du Rhône 96-98

1211 Genève 1

Florian Carrel

Responsable Relation clientèle institutionnelle & distribution Suisse romande

T +41 58 819 39 45

florian.carrel@ubp.ch

Jean-Pierre Buchs

Clientèle institutionnelle & distribution Suisse romande

T +41 58 819 29 75

jean-pierre.buchs@ubp.ch

www.ubp.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Seit ihrer Gründung im Jahr 1969 ist die Union Bancaire Privée (UBP) bemüht, hochwertige und innovative Dienstleistungen in der Vermögensverwaltung und im Asset Management zu erbringen. Heute gehört sie zu den führenden Instituten im Schweizer Wealth Management und weltweit zu den Top 4 der nicht-börsennotierten Familienbanken. Unsere beiden jüngsten Übernahmen, Societe Generale Private Banking (Schweiz) AG und SG Kleinwort Hambros, sind eine wichtige Etappe für den weiteren Ausbau unserer Geschäftstätigkeit in der Schweiz und im Vereinigten Königreich.

Unser robustes und unabhängiges Angebot im Asset Management hat im Laufe der Jahre unseren Ruf gefestigt. Wir bieten eine breite Palette an aktiv gemanagten Strategien und zeichnen uns durch die fortlaufende Suche nach optimalen Lösungen für Investitionen in traditionellen und alternativen Anlageklassen aus. Dabei stehen die Anlageziele der Kundinnen und Kunden und

ihre Risikobereitschaft im Mittelpunkt. Unsere Strategien konzentrieren sich auf fünf zentrale Themen: Credit & Carry, verantwortungsbewusste und Impact-Anlagen, High Alpha, Konvexität und Privatmarktanlagen.

Per 30.06.2025 beliefen sich die verwalteten Kundenvermögen im Asset Management auf CHF 29,7 Milliarden. Davon entfielen CHF 8,7 Milliarden auf unsere Kunden im Wealth Management.

Seit der Unterzeichnung der Prinzipien für verantwortungsbewusstes Investieren der Vereinten Nationen (UNPRI) im März 2012, haben wir unser Engagement und unser verantwortungsvolles Anlageuniversum konsequent erweitert.

Gemäss unserer treuhänderischen Pflicht orientieren wir uns an verantwortungsvollen Verwaltungsansätzen. Dazu zählen negatives Screening, die Integration der ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales, Unter-

nehmensführung) und aktives Engagement bei Unternehmen (Stewardship) sowie positive Inklusion und Impact-Anlagen.

Union Bancaire Privée, UBP SA

Rue du Rhône 96-98

1211 Genf 1

Florian Carrel

Head of Relationship Management Institutional & Distribution Romandie

T +41 58 819 39 45

florian.carrel@ubp.ch

Jean-Pierre Buchs

Institutional & Distribution Romandie

T +41 58 819 29 75

jean-pierre.buchs@ubp.ch

www.ubp.com

La « Fondation de prévoyance propre » - Un centre de profit(s) à visage humain



Olivier Ferrari
Fondateur



CONINCO Explorers in finance SA

Depuis son entrée en vigueur en 1985, la LPP a progressivement conduit à une concentration du nombre de caisses de pensions passées de 18'000 à moins de 1'350 aujourd'hui. Ce mouvement, largement encouragé par des arguments de simplification et de réduction des coûts, a pourtant éloigné les entreprises d'un outil de gestion stratégique : leur propre fondation de prévoyance.

Disposer d'une fondation de prévoyance propre, c'est bien plus qu'assurer un régime de retraite. C'est ancrer au cœur de l'entreprise une dynamique de création de valeurs — un centre de profit(s) où les bénéfices se mesurent autant en cohésion sociale et en attractivité du capital humain qu'en performances financières multiples.

Un outil de gouvernance responsable

Dotée de sa propre personnalité juridique et gérée paritairement entre employeur et employés, la fondation de prévoyance agit comme une entité autonome : un modèle de cogestion. Elle renforce la gouvernance, la transparence et la confiance interne, tout en incarnant la responsabilité sociale de l'entreprise.

Ce modèle, loin d'être réservé aux grandes structures, peut être mis en œuvre par toute société désireuse d'aligner ses valeurs, sa politique sociale et sa stratégie économique. L'expérience d'une fondation de prévoyance qui compte 16 actifs et un retraité, avec un degré de couverture supérieur à 110 %, illustre cette cohérence entre vision et réalité.

Une prospérité partagée

La fondation propre permet de définir un plan de prévoyance sur mesure : collaborateurs, cadres, dirigeants. Dans un cadre unique, elle simplifie la coordination des assurances de personnes, réduit les frais de gestion et optimise les couvertures.

En assurant des réserves adaptées et une couverture intégrale des prestations promises, les moyens financiers excédentaires sont intégralement redistribués aux affiliés.

L'entreprise peut ainsi valoriser un véritable modèle de partage de valeurs : une approche où le plan de prévoyance identifié à l'entreprise, le rendement du capital deviennent un moteur de sécurité et d'engagement, plutôt qu'une simple ligne comptable.

Dans un marché de l'emploi tendu, cet atout se traduit par des avantages compétitifs tangibles que sont la fidélisation, une motivation accrue, une attractivité des talents. Les collaborateurs se sentent considérés et deviennent acteurs et ambassadeurs de la culture d'entreprise, bien au-delà de leur parcours professionnel interne.

Un levier d'efficience économique

Contrairement aux idées reçues, la gestion d'une fondation propre n'exige ni effectif spécifique ni moyens disproportionnés. Elle repose sur une gestion budgétaire à moyen et long termes, encadrée par la loi et soutenue par des experts en prévoyance, conseillers institutionnels et gérants de fortune. Ceux-ci forment un ensemble de partenaires stra-

tégiques tant de la fondation de prévoyance que de sa fondatrice, respectivement entreprise.

Cette entreprise y gagne en maîtrise de ses flux assurantiels : la coordination des couvertures accident, perte de gain et prévoyance réduit les doublons et les coûts superflus. De plus, les rendements accumulés au sein de la fondation peuvent financer l'amélioration des prestations futures sans alourdir les charges salariales.

Un vecteur de performance collective

Disposer de sa propre fondation donne à l'entreprise une réelle souveraineté pour définir sa stratégie de gouvernance sociale et sa politique de gestion, en cohérence avec son développement et celui de ses collaborateurs. Les profits qui en découlent dépassent la seule dimension financière : ils sont humains, culturels et réputationnels.

La fondation devient un véritable outil de management et de communication, fédérant les équipes autour d'un projet collectif et contribuant à la résilience économique de l'entreprise.

Une stratégie de valeur ajoutée

La fondation de prévoyance propre offre à l'entreprise une autonomie durable et une cohérence sociale alignée sur sa stratégie de long terme. En réunissant gouvernance, par une gestion paritaire assumée, gestion financière et engagement humain, elle transforme la prévoyance en levier de performance collective et de création de valeur partagée.

Plus qu'un instrument de retraite, elle devient un outil stratégique de pilotage et de responsabilité, reliant l'intérêt économique à la prospérité de ses collaborateurs.

Ainsi, la fondation propre s'impose comme un véritable centre de profit(s) — au sens le plus complet du terme : économique, humain et sociétal. ■

Les dividendes comme bouclier : nuances entre marchés mondiaux et européens



Myriam Allani
Analyste en investissement



CONINCO Explorers in finance SA

Les stratégies axées sur les dividendes élevés sont souvent perçues comme un «bouclier» en période de turbulences boursières. Mais une analyse comparée entre indices mondiaux et européens révèle une réalité plus nuancée : si le dividende agit comme une protection au niveau global, son efficacité apparaît plus relative en Europe.

Dividendes et résilience : fréquence de la protection

L'étude des indices MSCI High Dividend sur la période 2015–2025 montre un contraste net entre l'Europe et le monde. Voir tableau ci-dessous.

Au niveau mondial, l'effet défensif du dividende, en période baissières notamment, est clair : près de deux tiers des mois baissiers se traduisent par une surperformance du MSCI World High Dividend par rapport à son indice de référence. En Europe, en revanche, la protection est bien moins évidente, avec une fréquence de surperformance proche d'un tirage aléatoire.

Au-delà de la fréquence : l'amplitude des écarts

La fréquence seule ne suffit pas à évaluer la valeur défensive d'une stratégie. L'amplitude des surperformances ou sous-performances est tout aussi déterminante.

- Pour le MSCI World High Dividend, la protection en baissier est régulière, mais le prix à payer en marché haussier est élevé. Comme les marchés sont haussiers environ 60 % du temps, cette sous-performance graduelle se traduit par un écart

cumulé important. En effet, sur 10 ans la performance du MSCI World a été de +133 % contre +66 % pour le MSCI World High Dividend.

- Pour le MSCI Europe High Dividend, la protection n'est pas systématique, mais lorsqu'elle se manifeste en période baissière, son intensité est significative. Ces épisodes compensent largement les phases de sous-performance en haussier, si bien que la performance cumulée reste proche. L'indice MSCI Europe surpasse légèrement le MSCI Europe High Dividend, avec des performances respectives de +62 % et +59 %.

Ainsi, la valeur défensive des dividendes doit être jugée à la fois sur la régularité et sur l'ampleur des épisodes de protection.

La clé sectorielle : une différence structurelle

Cette divergence s'explique également par la déviation sectorielle induite par le filtre «high dividend».

- Dans le MSCI World, le poids des technologies est très important dans l'indice large, mais ce secteur distribue peu de dividendes. Il est donc largement absent

du World High Dividend, qui surpondère au contraire les secteurs défensifs (santé, consommation de base, télécoms, utilities). Ce biais sectoriel accentue l'écart de comportement entre les deux indices.

- En Europe, l'indice large est déjà dominé par des secteurs à forte distribution (financières, énergie, utilities). L'application du filtre «High Dividend» ne modifie pas radicalement cette structure, ce qui rend les deux indices plus proches dans leur composition... et dans leur performance.

Implications pour les investisseurs institutionnels

Pour les investisseurs à long terme, cette comparaison rappelle que les dividendes élevés ne constituent pas un bouclier universel :

- À l'échelle mondiale, ils offrent une vraie protection en période de stress, mais au prix d'une performance cumulée inférieure.
- En Europe, la protection est moins systématique, mais son intensité permet de maintenir une performance comparable au benchmark.

En définitive, la stratégie «high dividend» doit être envisagée non pas comme une recette unique, mais comme un outil dont l'efficacité dépend de l'univers d'investissement et de ses biais sectoriels. Une gestion active et sélective demeure indispensable pour exploiter pleinement cette dimension défensive.

Conclusion

Les dividendes restent un facteur essentiel de discipline et de stabilité pour les investisseurs institutionnels. Mais leur rôle de «bouclier» varie fortement selon les marchés : puissant et régulier à l'échelle mondiale, plus ponctuel, mais efficace par amplitude en Europe. Dans un monde de cycles incertains, comprendre ces nuances sectorielles et géographiques est crucial pour calibrer la recherche de rendement et de résilience. ■

	Périodes haussières	Périodes baissières
Europe High Div.	Surperf. 26/67 mois (49%)	Surperf. 27/53 mois (51%)
World High Div.	Surperf. 19/73 mois (36%)	Surperf. 34/47 mois (64%)

Sources : CONINCO ; LSEG Workspace.

Peut-on vraiment demander aux caisses de pensions de sauver la planète ?



Elisa Benito
Responsable durabilité



CONINCO Explorers in finance SA

L'idée que les caisses de pensions pourraient, à elles seules, transformer le monde grâce à leurs choix d'investissement est séduisante, mais trompeuse. Ces institutions de prévoyance gèrent des avoirs considérables et sont par conséquent des acteurs financiers influents. Toutefois, leur mission première reste de garantir la sécurité financière des assurés, pas de mener une révolution climatique ou sociale.

Le cadre suisse : entre gestion prudente et durabilité

Le deuxième pilier suisse constitue un pilier central de la prévoyance, les fonds appartiennent aux assurés, et les caisses de pensions ont pour mission de les gérer dans leur intérêt à long terme. Dans ce contexte, la durabilité prend une place croissante : déjà en 2021, environ un tiers des actifs du secteur de la prévoyance et des assurances, soit plus de CHF 550 milliards, étaient gérés selon des approches intégrant des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) (PwC Suisse).

Une grande majorité des institutions de prévoyance appliquent une forme de stratégie ESG et près de la moitié de la fortune totale de prévoyance fait l'objet d'un reporting de durabilité conforme aux standards de l'ASIP. Depuis le 1er janvier 2025, la nouvelle version de la norme de reporting ESG de l'ASIP (v.1.1) renforce encore les exigences qualitatives et quantitatives (votes, engagement, données climatiques, immobilier, etc.) (ASIP, 2024).

Cette évolution ne découle pas seulement d'une volonté d'affichage, mais d'une logique économique et prudentielle. Les risques climatiques, sociaux et de gouvernance peuvent en effet avoir un impact direct sur la valeur des actifs. En intégrant l'ESG, les caisses cherchent à protéger la stabilité de l'épargne, à répondre aux attentes croissantes de leurs assurés et à anticiper un cadre réglementaire en constante évolution.

Un rôle important, mais limité

Il serait injuste de placer sur les caisses de pensions le poids exclusif du « changement du monde ». Certes, leurs décisions d'investissement doivent être en phase avec les valeurs de la société actuelle, notamment en matière de durabilité. Mais leur rôle est avant tout celui d'un accompagnateur : elles s'alignent sur l'évolution des normes et attentes, plutôt que de définir elles-mêmes la direction.

Le parallèle est parlant : tout comme le consommateur individuel ne sauvera pas la planète uniquement en utilisant un sac en coton réutilisable, une caisse de pensions ne peut, à elle seule, changer les pratiques économiques globales par son vote lors des assemblées générales ou par la sélection de certains titres. Ces actions comptent, mais elles ne suffisent pas.

L'alignement, pas le leadership

L'intégration des critères ESG est désormais considérée comme une composante normale d'une gestion responsable. Ces critères ne relèvent plus d'une simple démarche « éthique », mais d'une approche pragma-

tique visant à réduire les risques et à renforcer la résilience des portefeuilles.

Néanmoins, il serait illusoire d'attendre des caisses de pensions qu'elles deviennent les moteurs de la transition. Elles opèrent dans un cadre légal et réglementaire qui définit leurs marges de manœuvre. Attendre d'elles qu'elles mènent seules la transition vers une économie durable revient à ignorer la structure même de notre système politique et économique.

Le véritable moteur : la politique

Le changement systémique doit venir du politique. Ce sont les lois, les incitations fiscales et les réglementations qui orientent véritablement le comportement des entreprises et des investisseurs institutionnels. Si la législation n'encourage pas la durabilité – ou pire, si elle ne la prend pas en compte –, il est irréaliste d'exiger des caisses de pensions qu'elles ouvrent la voie.

Par exemple, tant que les obligations légales ne contraignent pas les entreprises à réduire leurs émissions, les caisses de pensions peuvent faire ce qu'elles peuvent (exclusions ciblées, dialogue, vote actif), mais leur capacité d'influence restera limitée.

Conclusion

Les caisses de pensions jouent un rôle crucial dans le financement de l'économie, et leur capacité à orienter les flux financiers vers des activités durables est indéniable. Les chiffres montrent des progrès : près d'un tiers des actifs du secteur de la prévoyance sont déjà gérés selon des approches ESG, davantage de caisses intègrent des critères de durabilité dans leurs politiques d'investissement, et les standards de reporting deviennent plus stricts. Mais elles ne sont pas (et ne doivent pas être) le moteur principal du changement. Ce rôle incombe aux décideurs politiques, qui ont la responsabilité de créer un cadre légal propice à la durabilité.

En attendant, les caisses de pensions continueront de faire ce qu'elles savent faire le mieux : gérer prudemment l'épargne de leurs assurés, tout en s'alignant, pas à pas, sur les évolutions sociétales et réglementaires. ■

Construire la performance de demain entre tradition et innovation



Sabine Giammarresi-Mabillard
Co-CEO & Responsable
des solutions d'investissement



CONINCO Explorers in finance SA

Depuis plus de trois décennies, nous avons toujours cherché à regarder plus loin que le présent immédiat. Le monde de l'investissement change trop vite pour se contenter des recettes toutes faites. Les marchés sont plus volatils, les taux d'intérêt jouent aux montagnes russes, et la transition énergétique bouleverse déjà nos économies. Dans ce contexte, rester bloqué sur les seuls actifs traditionnels – actions, obligations, immobilier – n'est tout simplement plus suffisant.

Chez CONINCO, nous avons pris le parti d'élargir notre horizon. Pour nous, un portefeuille solide ne se construit pas uniquement sur trois piliers classiques. Il a besoin d'autres appuis, moins visibles parfois, mais tout aussi essentiels : les actifs alternatifs.

Pourquoi les alternatifs ?

Parce qu'ils offrent des réponses concrètes là où les classes d'actifs traditionnelles montrent leurs limites.

- Les **infrastructures** fournissent des revenus réguliers et prévisibles, tout en soutenant la modernisation énergétique et la mobilité durable.
- Le **private equity** permet d'accompagner des entreprises en croissance là où les marchés cotés n'offrent plus les mêmes perspectives.
- La **dette privée** ou les **green bonds** financent des projets indispensables, tout en offrant des primes de rendement intéressantes.

Ces choix ne relèvent pas d'un effet de mode. Ils sont le fruit d'une conviction pro-

fonde : la performance durable vient de la diversification.

Notre manière de faire

Tout le monde parle de diversification. Mais encore faut-il la pratiquer avec rigueur. L'innovation, mal maîtrisée, peut vite devenir un piège. Nous le voyons chaque jour : trop de produits « alternatifs » promettent monts et merveilles sans réelle substance. C'est précisément là que notre rôle d'asset manager indépendant prend tout son sens.

Nous appliquons trois principes simples, mais exigeants :

- **Équilibre** : l'alternatif ne remplace pas le traditionnel, il le complète.
- **Durabilité** : chaque produit doit prouver son impact réel, et pas seulement coller à un label.
- **Indépendance** : nous décidons en toute liberté, sans céder aux tendances passagères ni aux arguments marketing.

À ces principes s'ajoute une conviction forte : les investisseurs doivent juger la valeur d'un produit sur sa **performance nette**, et non sur ses seuls frais. Trop souvent, la communication financière se limite à comparer les coûts. Mais qu'importe de payer quelques points de frais si, au final, la performance corrigée du risque est nettement supérieure ? Chez CONINCO, nous privilégions toujours l'analyse du rendement net obtenu, car c'est lui qui crée la vraie valeur pour nos clients.

Cette discipline est la garantie que nous offrons : leurs portefeuilles ne reposent pas sur

des effets de mode ni sur une course artificielle au « moins cher », mais sur des choix réfléchis et cohérents, capables de délivrer des résultats concrets dans la durée.

La valeur pour nos clients

Fonds de pension, family offices, fondations ou investisseurs privés : tous partagent un même besoin, celui de portefeuilles capables de traverser les cycles et de générer de la valeur sur le long terme. En diversifiant intelligemment, nous construisons des allocations qui résistent mieux aux chocs et profitent des nouvelles opportunités.

Ce positionnement nous distingue clairement. Alors que beaucoup de nos concurrents se cantonnent encore au triptyque actions-obligations-immobilier, nous avons fait le choix d'intégrer l'alternatif comme pilier stratégique. C'est cette différence qui explique, année après année, la confiance renouvelée de nos clients.

Et demain ?

Je suis convaincu que dans dix ans, la frontière entre tradition et innovation aura largement disparu. Les portefeuilles seront naturellement hybrides, combinant le meilleur des deux mondes. Mais encore faudra-t-il faire les bons choix. C'est là que l'expérience, l'indépendance et la cohérence feront la différence.

Notre mission est claire : construire dès aujourd'hui des solutions capables de durer, de s'adapter, et de créer un impact positif. Innover ne veut pas dire courir après la dernière tendance. Innover, c'est bâtir sur des convictions solides et préparer l'avenir de nos clients, avec exigence et responsabilité.

C'est cette philosophie qui nous anime chez CONINCO depuis 35 ans, et c'est elle qui, j'en suis persuadée, guidera les quarante prochaines années de notre écosystème financier. ■

Dans l'inflation des contenus IA, l'humain reste l'actif rare



Elina Mikhaylova
Créatrice de contenu



CONINCO Explorers in finance SA

Chaque jour, des millions de textes, d'images et de vidéos générés par l'intelligence artificielle envahissent nos écrans. L'IA générative est présentée comme une solution miracle : produire plus vite, moins cher, à grande échelle. Toutefois, dans l'audiovisuel comme dans la finance, la logique du volume se heurte à une limite fondamentale : la confiance. Dans un monde saturé de contenus artificiels, quelle est la véritable ressource précieuse ? Ce n'est plus la production. C'est l'humain.

En économie, le mécanisme est connu : trop d'offres font chuter le prix. Ce qui était rare hier devient banal aujourd'hui. Résultat : une cacophonie numérique où chaque voix se perd dans le bruit ambiant. Dans ce contexte, ce n'est plus la production qui compte, mais la capacité à capter et retenir l'attention. Cependant, cette dernière reste limitée. Elle est devenue un capital stratégique. Comme un investisseur diversifie son portefeuille, une entreprise doit apprendre à protéger ce lien fragile avec son public. Ce capital se mesure très concrètement : en réputation et en fidélité des clients.

Face à l'automatisation, un dilemme se pose : vaut-il mieux produire beaucoup, au risque d'inonder le marché de contenus interchangeables, ou miser sur la qualité et la traçabilité ? Pour les entreprises comme pour les investisseurs, la question est cruciale. En effet, si l'IA permet de réduire les coûts, elle menace aussi le cœur de la valeur : la crédibilité. Une réputation se construit dans la durée, mais elle peut disparaître en une seule nuit. Un rapport financier erroné, une vidéo manipulée, une communication perçue comme

artificielle suffisent à fragiliser la confiance. Or, sans confiance, il n'y a ni clients fidèles ni financements durables. Le risque majeur n'est donc pas la production de masse, mais la dilution de la responsabilité.

C'est ce que l'Europe a voulu encadrer avec l'AI Act, entré en vigueur en 2024. Depuis, les contenus générés par IA doivent être signalés. Transparence obligatoire, sanctions en cas d'opacité. En réalité, c'est un rappel fondamental : la confiance ne se bâtit pas sur l'opacité. À court terme, l'obligation peut sembler lourde. À long terme, elle devient un avantage concurrentiel. Une entreprise qui assume ses choix, qui dit clairement ce qui est produit par la machine et ce qui est validé par l'humain, inspire plus de crédibilité que celle qui cherche à masquer ses pratiques. Dans un monde saturé, la transparence est un facteur de différenciation.

Le secteur du cinéma a été l'un des premiers à affronter cette question. En 2023, la grève des scénaristes de la Writers Guild of America a paralysé Hollywood. Parmi leurs revendications figurait l'encadrement du recours à l'IA : les auteurs craignaient que les studios ne l'utilisent pour écrire ou réécrire des scénarios, réduisant ainsi la place de l'humain dans le processus créatif. Le message était clair : le public n'achète pas un flux anonyme, mais une voix incarnée.

Ce principe ne concerne pas seulement le cinéma, mais s'étend également à d'autres domaines tels que la musique, le journalisme ou la finance. Dans chacun d'eux, la valeur ne repose pas uniquement sur le contenu livré, mais sur la certitude qu'il existe une res-

ponsabilité humaine derrière. L'authenticité devient marchande. Une signature, un nom, une réputation fonctionnent comme des labels de confiance. C'est cela, l'actif rare du XXI^e siècle.

Il est possible de copier une image, de générer un rapport ou d'imiter une voix. Ce qui demeure impossible à reproduire, c'est l'acte de responsabilité : affirmer « J'atteste. J'assume ce que vous lisez ou regardez. » À première vue, l'IA nous entraîne vers une ère d'abondance infinie. Pourtant, l'économie nous rappelle que l'abondance sans limites détruit la valeur.

Dans un futur proche, nous paierons peut-être non pas pour l'accès à un contenu, mais pour la garantie qu'il est signé, vérifié et incarné. Comme on paie plus cher pour une appellation d'origine contrôlée ou pour un certificat de qualité, l'étiquette « validée par un humain » pourrait devenir le nouveau standard.

Cet article a été rédigé avec l'aide d'outils d'intelligence artificielle, puis relu, vérifié et modifié par son autrice. Pour certains, l'admettre peut sembler une faiblesse. Pourtant, se priver de ces outils reviendrait à ignorer des ressources capables d'amplifier la qualité du travail. L'IA est et restera un assistant, non un substitut à la responsabilité humaine.

Reste une question, plus large et plus essentielle : entre quelles mains mettons-nous ces outils, et à quelles fins choisissons-nous de les utiliser ? La réponse n'appartient pas seulement aux régulateurs ni aux entreprises : elle appartient à chacun de nous.

Alors, en tant que lecteur, investisseur ou créateur, demandez-vous : pour quoi utilisez-vous l'IA, et surtout, à qui êtes-vous prêt à accorder votre confiance ? ■

Le Private Equity ou la diversification du risque à l'heure des 7 magnifiques



Fulvio Maccarone
Private Equity Senior Manager



CONINCO Explorers in finance SA

Depuis 2020, la performance des marchés actions américains est dominée par un petit groupe de valeurs technologiques emblématiques : Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia et Tesla. Ces « 7 Magnifiques » représentent désormais près de 30% de la capitalisation du S&P 500. Leur envolée spectaculaire a largement soutenu l'indice, créant un biais majeur pour tout investisseur qui l'utilise comme référence, notamment dans les comparaisons avec des classes d'actifs illiquides tel le « Private Equity ».

Le problème est double. D'une part cet indice de référence, censé refléter la performance diversifiée des grandes entreprises américaines, est aujourd'hui devenu fortement concentré dans un petit nombre de sociétés. D'autre part, ces dernières opèrent dans un segment – la technologie et l'innovation numérique – qui bénéficie de dynamiques structurelles spécifiques : effets de réseau, leadership mondial, marges supérieures à la moyenne. Leurs valorisations boursières sont ainsi propulsées par des attentes de croissance qui dépassent largement celles du reste de l'économie américaine.

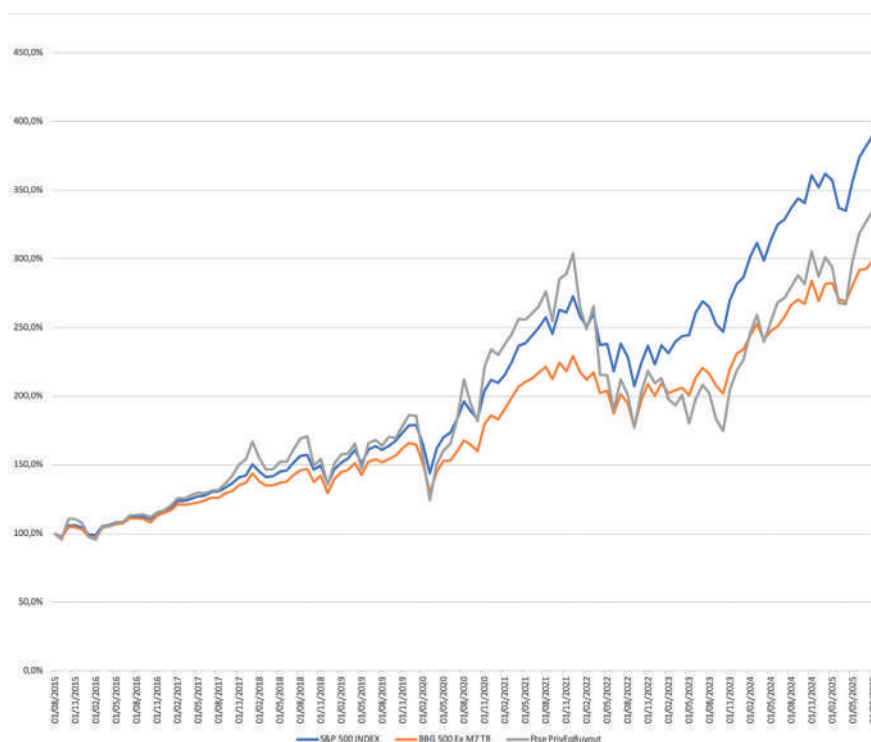
Si on compare la performance du « Private Equity » américain sur 10 ans (en utilisant comme référence l'indice des structures cotées), on remarque que l'écart s'est progressivement creusé à partir de 2022, période à partir de laquelle il y a eu une forte accélération pour les actions du S&P 500. Nous avons une image totalement différente si on utilise un indice boursier comparable excluant les

dité est désormais insuffisante. Ce phénomène s'est matérialisé par un déclin continu en termes de levée de fonds au niveau global depuis le pic de 2021.

Dans un monde où les indices boursiers sont de plus en plus polarisés, la question n'est plus seulement de savoir si le « Private Equity » surperforme l'indice S&P 500, mais quand cette situation risque de s'inverser; et si les portefeuilles seront prêts à encaisser le choc. De par sa nature et son fonctionnement, cette classe d'actifs résiste mieux aux accidents boursiers et elle reste diversifiée par secteurs et par tailles d'entreprises. De plus, elle conserve une dynamique solide basée non seulement sur la pure croissance comme création de valeur, mais également sur l'amélioration de l'efficacité.

En définitive, les « 7 Magnifiques » sont à la fois un moteur et un biais. Ils reflètent la vitalité exceptionnelle d'une poignée d'entreprises américaines, mais pour l'investisseur il est crucial de reconnaître le décalage qu'elles induisent et l'opportunité de diversification offerte par le « Private Equity ».

Performance Private Equity US sur 10 ans (Base 100 Août 2015)



Est-ce qu'on peut (presque) se passer d'obligations ?



Sabahudin Softic
Fondé de pouvoir
Conseiller institutionnel



CONINCO Explorers in finance SA

Les obligations occupent une part importante de l'allocation des placements des caisses de pensions suisses. Malgré les continues baisses de rendement qu'on a connu depuis plusieurs décennies sur cette classe d'actif, la part des placements à taux fixe au sens large (obligations, liquidités, hypothèques, etc.) continue à occuper une part substantielle de l'allocation stratégique moyenne des Institutions de prévoyance (IP) suisses.

Constats historiques

Si l'on se réfère à l'indice UBS des caisses de pensions suisses, à fin juin 2025 la pondération moyenne des placements à taux fixe se situait à 36,9 %. Il est néanmoins vrai que cette pondération a eu tendance à diminuer ces dernières années (encore 43,8% en janvier 2017), mais reste tout de même à un niveau élevé si on la compare au potentiel de rendement qui n'a cessé de diminuer. Par exemple, le taux à 10 ans des obligations de la Confédération est passé d'environ 4 % au début du millénaire à environ 0,50 % à fin juin 2025. Soit substantiellement moins que l'actuel taux minimum que les caisses de pensions suisses sont censées verser sur les comptes des actifs (1,25 %). Les autres placements à taux fixe ont connu une tendance similaire. (Graphique 1)

Idées reçues et nivellement par le bas

Au vu du constat relativement simple que l'on vient de faire, on peut se demander pourquoi les IP suisses continuent d'investir de manière

aussi importante dans les placements à taux fixe. Après tout, il existe un grand nombre d'autres classes d'actifs qui proposent des rendements bien plus intéressants et qui permettraient de sensiblement améliorer la situation des assurés sur le long terme.

Une des réponses possibles réside dans le fait que beaucoup de caisses de pensions se fixent des objectifs de rendement trop bas. Elles adaptent ensuite leur allocation à cet objectif et finissent mécaniquement avec des pondérations élevées dans des classes d'actifs qui ne rapportent pas grand-chose, mais considérées comme « sûres » sur le long terme. Cette idée de sécurité est en partie une illusion. Les obligations sont effectivement relativement stables, mais uniquement sur le court terme. À long terme, l'inflation agit comme un destructeur de valeur invisible. Par le simple fait que les taux obliga-

taires soient actuellement proches, voire inférieurs aux taux d'inflation potentiels de long terme, cela indique que les obligations ne sont en fait pas vraiment sûres. Cela dit, en taux nominal, sans tenir compte de l'inflation, cela peut paraître comme étant le cas.

Une autre idée reçue est que la majeure partie de l'allocation doit absolument rester très liquide. Là aussi, ce n'est pas forcément le cas. En réalité, beaucoup d'IP peuvent se permettre d'avoir une grande partie de leur allocation avec un faible niveau de liquidité. Une étude ALM bien faite peut définir les besoins de liquidités et ainsi adapter l'allocation stratégique en conséquence afin d'optimiser le rendement. Ceci peut permettre d'aller chercher des primes à l'illiquidité sur certaines classes d'actifs et ainsi améliorer l'espérance de rendement globale.

On peut encore rajouter aux éléments précédemment mentionnés, la hantise des frais de gestion. Depuis le 1er janvier 2014, les institutions de prévoyance ont l'obligation de publier dans leurs comptes annuels les frais de gestion induits par l'ensemble de leurs placements et pas uniquement les éléments ressortant de leur comptabilité. Dans l'ensemble, on peut dire que c'était une bonne évolution puisque cela a amené de la transparence et a mis une certaine pression à la baisse sur les frais de gestion en général. Mais cela a également induit beaucoup d'IP à trop se focaliser sur ce seul aspect. Elles tendent ainsi à éviter d'investir dans des classes d'actifs aux ratios de frais élevés, et ce malgré des performances nettes supérieures. ▶▶▶

Graphique 1 - Taux des obligations de la confédération à 10 ans (en %)



Source : Refinitiv/Coninco

Un cas d'école

Tous les éléments mentionnés jusqu'ici peuvent paraître intéressants en théorie, mais le lecteur peut légitimement se demander si cela se vérifie en pratique. Intéressons-nous donc à une Fondation de prévoyance existante, dans laquelle je siège au Conseil, et que l'on appellera « FP Modèle » (FPM).

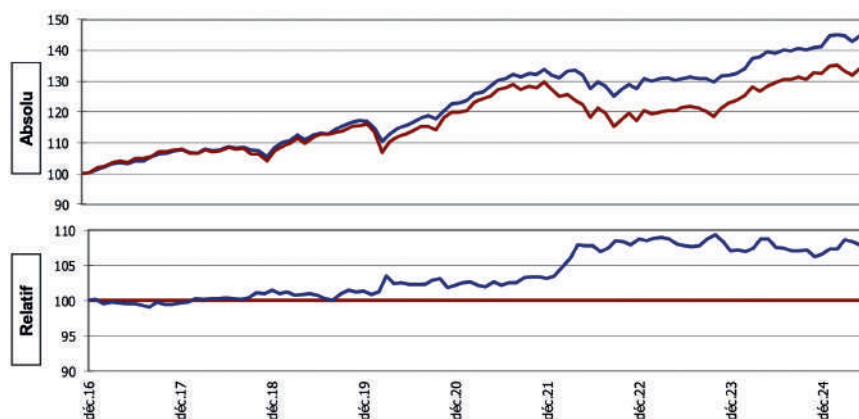
Entre décembre 2016 et juin 2025, le Conseil de Fondation a progressivement réduit la part des placements à taux fixe de 27,5 % à 12,5 %. Ceci a été compensé majoritairement par divers placements alternatifs (or, matières premières, private equity, etc.). C'est ainsi qu'à fin juin 2025, l'allocation stratégique de la FPM comportait 30 % de placements dits alternatifs, contre « seulement » 15 % en 2016. Pour comparaison, la moyenne des caisses de pension a moins de 10 % de placements alternatifs.

Ceci a permis de réaliser une performance nette supérieure à la moyenne des caisses de pension suisses, tout en ayant une volatilité inférieure. Entre janvier 2017 et juin 2025, la FPM a réalisé une performance nette annualisée de 4,4 % contre 3,5 % (également nette) pour la moyenne des caisses de pension suisses (Indice UBS des caisses de pension). (Graphique 2)

On peut donc constater qu'à condition de bien choisir par quoi on la remplace, il est possible de drastiquement réduire la part obligataire tout en réduisant le risque. Les rendements supérieurs ainsi générés peuvent permettre d'améliorer les prestations des assurés et éviter de se cantonner aux minimums légaux qui ne doivent pas être un objectif, mais un plancher. ■

Graphique 2 - Analyse comparée FPM

Période	janv.17	juin.25
Indice UBS des caisses de pension		
FPM		
Ratios sur les données historiques		
Performance totale	34.07%	44.14%
Performance annualisée	3.5%	4.4%
Volatilité annualisée	5.08%	4.05%
Corrélation		0.93
Sharpe Ratio	0.69	1.08



ET SI VOTRE CAISSE DE PENSIONS
DEVENAIT VRAIMENT LA VÔTRE ?

CONINCO 
Explorers in finance

De la restauration à la finance : une même leçon, la confiance



Liudmila Tedeschi
Business development



CONINCO Explorers in finance SA

On nous promettait déjà la vie sur Mars... avec un frigo dans le salon. Hier, séduire c'était enjoliver. Aujourd'hui, convaincre passe par autre chose : la clarté et la cohérence.

Deux mondes, deux temporalités

La restauration et la finance semblent éloignées, mais elles partagent une logique commune : répondre aux attentes du client. Dans un restaurant, tout est immédiat : un plat en retard ou un service hésitant, et l'expérience s'effondre. En finance institutionnelle, le temps s'étire : une relation avec un investisseur ou une institution se construit sur des années, parfois des décennies. La différence est dans le tempo, mais la règle reste la même : anticiper, respecter ses engagements et livrer ce qui est promis. Dans les deux cas, l'erreur se paie cher : une assiette ratée ruine un repas ; un manque de rigueur peut briser une relation de confiance bâtie depuis dix ans.

La transparence comme ingrédient essentiel

Un plat trop salé, une promesse trop belle : dans les deux cas, la confiance disparaît aussitôt. Être transparent, c'est dire ce qui est possible, mais aussi ce qui ne l'est pas. Expliquer les risques, assumer ses choix. La crédibilité naît de cette sincérité, et sans elle il n'y a pas de fidélité. C'est aussi une question de réputation. Dans un restaurant, un client mécontent en avertit aussitôt d'autres. En finance, la logique est identique : la confiance se construit lentement, mais peut s'effondrer en un instant si la parole donnée n'est pas tenue.

Le collectif comme moteur

Un repas n'est jamais l'œuvre d'une seule per-

sonne : il résulte de la coordination entre la cuisine, la salle, la cave. En finance également, la performance ne repose pas seulement sur une stratégie, mais sur la cohésion d'un collectif : analystes, gérants, spécialistes de la conformité, experts du risque. La confiance ne se gagne pas par une figure isolée, mais par l'alignement d'une équipe entière.

Construire pour durer

La restauration valorise la rapidité et la réactivité ; la finance exige patience et rigueur. Deux univers différents, une leçon commune : la fidélité ne se nourrit pas d'artifices, mais de constance.

La performance pérenne ne se limite pas uniquement aux chiffres. Elle s'incarne dans une allocation alignée avec les engagements à l'horizon, une gouvernance capable de résister aux cycles conjoncturels et une relation humaine qui dépasse la simple transaction. C'est cette combinaison qui fonde la loyauté et, paradoxalement, génère la meilleure performance financière.

Conclusion : du frigo spatial à la confiance réelle

Si les réfrigérateurs «de l'ère spatiale» faisaient rêver les ménages des années 1960, ils n'ont jamais emmené personne sur Mars. Aujourd'hui, les investisseurs ne veulent plus de promesses futuristes sans substance. Ils recherchent une stratégie solide, une relation transparente et un partenaire capable d'assumer dans le temps. La vraie modernité n'est pas dans la promesse d'un futur imaginaire, mais dans la construction patiente et durable du présent.

«La réalité, c'est que personne ne peut être authentique en essayant de ressembler à quelqu'un d'autre. Les gens vous font confiance lorsque vous êtes sincère et authentique, pas quand vous jouez un rôle.» Bill George, True North



Former l'esprit critique à l'ère du Big Data



Shankar Velupillai
Chargé de projet IA



CONINCO Explorers in finance SA

Une transformation silencieuse mais décisive. La place financière suisse est confrontée à une mutation profonde: l'irruption de l'intelligence artificielle et du Big Data. Les banques, assureurs et gestionnaires d'actifs disposent désormais d'algorithmes capables de parcourir des millions de données en quelques secondes pour repérer des tendances, détecter des anomalies ou ajuster des portefeuilles. Mais si la puissance de ces outils est indéniable, une question demeure : comment former les professionnels pour qu'ils en tirent parti sans en devenir prisonniers ?

Deux logiques d'apprentissage : déduction vs induction

Deux approches d'apprentissage éclairent ce défi. Le raisonnement **déductif**, qui part de principes généraux pour les appliquer à des cas concrets, a longtemps structuré la formation financière. C'est lui qui sous-tend les modèles d'évaluation, les cadres réglementaires ou les méthodes de gestion des risques. Sa force est la clarté et la cohérence, mais il peut manquer de souplesse face à un environnement mouvant.

À l'inverse, le raisonnement **inductif** observe les données pour en extraire des tendances. C'est la logique du machine learning : apprendre des marchés eux-mêmes, détecter l'inattendu, identifier des signaux invisibles à l'œil humain. Une puissance fascinante, mais souvent au prix de la transparence et de l'explicabilité des découvertes.

Former des profils hybrides en Suisse

Dans la formation des financiers, ce face-à-face devient décisif. L'IA ne peut pas être

introduite comme un simple « outil technique ». Elle oblige à repenser la manière dont les professionnels sont préparés. Les institutions suisses attendent désormais des profils **hybrides** : des experts capables de manier les fondamentaux de la finance mais aussi de comprendre les logiques de la data science. De nouveaux cursus se développent comme au Swiss Finance Institute, dans les hautes écoles spécialisées ou les programmes exécutifs pour combiner ces deux cultures.

L'esprit critique comme compétence clé

Mais la compétence la plus cruciale ne se résume pas à la maîtrise d'un langage de programmation ou à l'application mécanique d'un modèle réglementaire. C'est **l'esprit critique**. Face à un résultat produit par un algorithme inductif, le professionnel doit savoir interroger : d'où viennent les données ? Sont-elles représentatives et qualitatives ? Quels biais cachés pourraient fausser la conclusion ? Et surtout : ce résultat est-il cohérent avec ce que l'on sait déjà des marchés, des comportements économiques ou du cadre prudentiel ?

Trouver l'équilibre entre innovation et rigueur

Autrement dit, l'enjeu n'est pas de choisir entre induction et déduction, mais de savoir les combiner. C'est dans cet équilibre que se pourrait se jouer l'avenir de la formation financière en Suisse. Car une finance innovante mais opaque perdrait rapidement la confiance des clients, des régulateurs et de la société. À l'inverse, une finance crispée sur ses modèles déductifs traditionnels risquerait de manquer les signaux faibles et les opportunités que révèlent les données massives.

Conclusion : dans une ère de données, l'esprit critique est la pierre angulaire de la finance suisse

L'esprit critique devient la **clé de voûte** : il permet de tirer le meilleur du Big Data tout en respectant la tradition de rigueur et de responsabilité qui caractérise la place financière suisse. Les algorithmes n'ont pas vocation à remplacer le jugement humain ; **ils doivent l'augmenter**. La vraie maîtrise ne consiste pas à « faire tourner un modèle », mais à **relier** ses sorties aux objectifs métier, à l'appétit au risque et au cadre prudentiel, et à **assumer** la décision qui en découle. On pourrait appeler ça « l'alignement décisionnel ».

Institutionnaliser cette posture critique, c'est passer d'une adoption opportuniste de l'IA à une **capacité organisationnelle durable**. Cela implique une gouvernance des modèles claire (propriété, validation indépendante, documentation), une **explicabilité minimale** exigée pour tout usage en production, et des **boucles de retour** entre équipes métier, data et conformité. C'est aussi reconnaître le rôle central de **l'humain dans la boucle** : arbitrer quand le signal statistique contredit l'intuition économique ou les contraintes réglementaires, et tracer ces arbitrages.

Ainsi, la Suisse préservera son avance non par la magie d'algorithmes opaques, mais par **l'union exigeante** entre vitesse inductive et solidité déductive, renforçant ainsi la collaboration entre humains et machines, dans cette nouvelle ère du Big Data. ■

Die „eigene Vorsorgestiftung“ Ein Profitcenter mit menschlichem Antlitz



Olivier Ferrari
Gründer



CONINCO Explorers in finance SA

Seit seinem Inkrafttreten im Jahr 1985 hat das BVG zu einer schrittweisen Konzentration der Anzahl Pensionskassen geführt, deren Zahl von 18'000 auf heute weniger als 1'350 gesunken ist. Diese Entwicklung, die weitgehend mit Argumenten der Vereinfachung und Kostensenkung begründet wurde, hat den Unternehmen jedoch ein strategisches Managementinstrument genommen: ihre eigene Vorsorgestiftung.

Eine eigene Vorsorgestiftung zu haben, bedeutet viel mehr als nur eine Altersvorsorge zu gewährleisten. Es bedeutet, im Herzen des Unternehmens eine Dynamik der Wertschöpfung zu verankern – ein Profitcenter, in dem sich der Gewinn sowohl in sozialem Zusammenhalt und Attraktivität des Humankapitals als auch in vielfältigen finanziellen Leistungen messen lässt.

Ein Instrument für verantwortungsvolle Unternehmensführung

Die Vorsorgestiftung verfügt über eine eigene Rechtspersönlichkeit und wird paritätisch von Arbeitgebern und Arbeitnehmern verwaltet. Sie agiert als eigenständige Einheit: ein Modell der Mitbestimmung. Sie stärkt die Governance, die Transparenz und das interne Vertrauen und verkörpert gleichzeitig die soziale Verantwortung des Unternehmens.

Dieses Modell ist keineswegs nur großen Strukturen vorbehalten, sondern kann von jedem Unternehmen umgesetzt werden, das seine Werte, seine Sozialpolitik und seine Wirtschaftsstrategie in Einklang bringen möchte. Die Erfahrung einer Vorsorgestiftung

mit 16 Aktiven und einem Rentner und einem Deckungsgrad von über 110 % veranschaulicht diese Kohärenz zwischen Vision und Realität.

Gemeinsamer Wohlstand

Die eigene Stiftung ermöglicht die Erstellung eines maßgeschneiderten Vorsorgeplans für Mitarbeiter, Führungskräfte und leitende Angestellte. In einem einzigen Rahmen vereinfacht sie die Koordination der Personenversicherungen, reduziert die Verwaltungskosten und optimiert den Versicherungsschutz. Durch die Gewährleistung angemessener Reserven und einer vollständigen Deckung der versprochenen Leistungen werden die überschüssigen finanziellen Mittel vollständig an die Mitglieder zurückverteilt.

Das Unternehmen kann so ein echtes Modell der Werteteilung fördern: einen Ansatz, bei dem der mit dem Unternehmen identifizierte Vorsorgeplan und die Kapitalrendite zu einem Motor für Sicherheit und Engagement werden und nicht nur eine einfache Bilanzposition sind.

In einem angespannten Arbeitsmarkt führt dieser Vorteil zu greifbaren Wettbewerbsvorteilen wie Mitarbeiterbindung, erhöhter Motivation und Attraktivität für Talente. Die Mitarbeiter fühlen sich wertgeschätzt und werden zu Akteuren und Botschaftern der Unternehmenskultur, weit über ihre interne berufliche Laufbahn hinaus.

Ein Hebel für wirtschaftliche Effizienz

Entgegen der landläufigen Meinung erfordert die Verwaltung einer eigenen Stiftung weder spezielles Personal noch unverhältnismässige

Mittel. Sie basiert auf einer mittel- und langfristigen Haushaltsführung, einer gesetzlich geregelten Verwaltung und der Unterstützung durch Vorsorgeexperten, institutionelle Berater und Vermögensverwalter. Diese bilden eine Gruppe strategischer Partner sowohl für die Vorsorgestiftung als auch für ihren Gründer bzw. das Unternehmen.

Das Unternehmen gewinnt dadurch mehr Kontrolle über seine Versicherungsströme: Die Koordination von Unfall-, Erwerbsausfall- und Vorsorgedeckungen reduziert Doppelspurigkeiten und unnötige Kosten. Darüber hinaus können die in der Stiftung angesammelten Erträge zur Finanzierung künftiger Leistungsverbesserungen verwendet werden, ohne die Lohnkosten zu erhöhen.

Ein Faktor für kollektive Leistungsfähigkeit

Mit einer eigenen Stiftung verfügt das Unternehmen über echte Souveränität bei der Festlegung seiner Strategie für die soziale Governance und seiner Managementpolitik im Einklang mit seiner Entwicklung und der seiner Mitarbeiter. Die daraus resultierenden Vorteile gehen über die rein finanzielle Dimension hinaus: Sie sind menschlicher, kultureller und reputationsbezogener Natur. Die Stiftung wird zu einem echten Management- und Kommunikationsinstrument, das die Teams um ein gemeinsames Projekt herum vereint und zur wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit des Unternehmens beiträgt.

Eine Strategie mit Mehrwert

Eine eigene Vorsorgestiftung bietet dem Unternehmen nachhaltige Autonomie und soziale Kohärenz, die auf seine langfristige Strategie abgestimmt ist. Durch die Verbindung von Governance, paritätischer Verwaltung, Finanzmanagement und menschlichem Engagement macht sie die Vorsorge zu einem Hebel für kollektive Leistung und gemeinsame Wertschöpfung.

Sie ist mehr als nur ein Instrument der Altersvorsorge, sondern wird zu einem strategischen Steuerungs- und Verantwortungsinstrument, das das wirtschaftliche Interesse mit dem Wohlstand seiner Mitarbeiter verbindet.

So etabliert sich die eigene Stiftung als echtes Profitcenter im umfassendsten Sinne des Wortes: wirtschaftlich, menschlich und gesellschaftlich.

Dividenden als Schutzschild: Unterschiede zwischen den globalen und europäischen Märkten



Myriam Allani
Investmentanalystin



CONINCO Explorers in finance SA

Strategien, die auf hohe Dividenden ausgerichtet sind, werden oft als „Schutzschild“ in Zeiten turbulenter Börsen angesehen. Eine vergleichende Analyse zwischen globalen und europäischen Indizes zeigt jedoch ein differenzierteres Bild: Während Dividenden auf globaler Ebene als Schutz dienen, scheint ihre Wirksamkeit in Europa eher relativ zu sein.

Dividenden und Widerstandsfähigkeit: Häufigkeit des Schutzes

Die Untersuchung der MSCI High Dividend-Indizes für den Zeitraum 2015–2025 zeigt einen deutlichen Kontrast zwischen Europa und dem Rest der Welt.

Auf globaler Ebene ist der defensive Effekt der Dividende, insbesondere in Baissephasen, klar: In fast zwei Dritteln der Monate mit Kursrückgängen übertraf der MSCI World High Dividend seinen Referenzindex. In Europa hingegen ist der Schutz weit weniger offensichtlich, da die Häufigkeit der Outperformance fast einer Zufallsauswahl entspricht.

Über die Häufigkeit hinaus: die Amplitude der Abweichungen

Die Häufigkeit allein reicht nicht aus, um den defensiven Wert einer Strategie zu bewerten. Die Amplitude der Outperformance oder Underperformance ist ebenso entscheidend.

- Beim MSCI World High Dividend ist der Schutz in Baissephasen regelmäßig gegeben, aber der Preis, der in Haussephasen zu zahlen ist, ist hoch. Da die Märkte etwa 60% der Zeit in einer Haussephase sind, führt diese allmähliche Underperformance zu ei-

ner erheblichen kumulierten Abweichung (siehe Grafik unten). Tatsächlich betrug die Performance des MSCI World über einen Zeitraum von 10 Jahren +133% gegenüber +66% für den MSCI World High Dividend.

- Beim MSCI Europe High Dividend ist der Schutz nicht systematisch, aber wenn er sich in Baissephasen bemerkbar macht, ist seine Intensität erheblich. Diese Phasen gleichen die Outperformance-Phasen in Haussephasen weitgehend aus, sodass die kumulierte Performance nahezu gleich bleibt (siehe Tabelle unten). Der MSCI Europe Index übertrifft den MSCI Europe High Dividend Index leicht mit einer Performance von +62% bzw. +59%.

Der defensive Wert von Dividenden muss daher sowohl anhand der Regelmäßigkeit als auch anhand des Ausmaßes der Schutzphasen beurteilt werden.

Der sektorale Schlüssel: ein struktureller Unterschied

Diese Divergenz lässt sich auch durch die sektorale Abweichung erklären, die durch den Filter „High Dividend“ verursacht wird.

- Im MSCI World hat der Technologiesektor ein sehr hohes Gewicht im breiten Index, aber dieser Sektor schüttet nur wenige Di-

videnden aus. Er ist daher im World High Dividend weitgehend nicht vertreten, der hingegen defensive Sektoren (Gesundheit, Basiskonsumgüter, Telekommunikation, Versorger) Übergewichtet. Diese sektorale Verzerrung verstärkt die Performance-Differenz zwischen den beiden Indizes.

- In Europa wird der breite Index bereits von Sektoren mit hoher Ausschüttung (Finanzen, Energie, Versorger) dominiert. Die Anwendung des „High Dividend“-Filters verändert diese Struktur nicht grundlegend, wodurch sich die beiden Indizes in ihrer Zusammensetzung und ihrer Performance annähern.

Implikationen für institutionelle Anleger

Für langfristige Anleger zeigt dieser Vergleich, dass hohe Dividenden kein universeller Schutzschild sind.

- Weltweit bieten sie in Stressphasen einen echten Schutz, allerdings zum Preis einer geringeren kumulierten Performance.
- In Europa ist der Schutz weniger systematisch, aber seine Intensität ermöglicht es, eine mit dem Benchmark vergleichbare Performance aufrechtzuerhalten.

Letztendlich sollte die „High-Dividend“-Strategie nicht als Patentrezept betrachtet werden, sondern als ein Instrument, dessen Wirksamkeit vom Anlageuniversum und seinen sektoralen Verzerrungen abhängt. Ein aktives und selektives Management bleibt unerlässlich, um diese defensive Dimension voll auszuschöpfen.

Fazit

Dividenden bleiben ein wesentlicher Faktor für Disziplin und Stabilität für institutionelle Anleger. Ihre Rolle als „Schutzschild“ variiert jedoch stark je nach Markt: weltweit stark und regelmäßig, in Europa eher punktuell, aber in ihrer Reichweite wirksam. In einer Welt unsicherer Zyklen ist es entscheidend, diese sektoralen und geografischen Nuancen zu verstehen, um die Suche nach Rendite und Widerstandsfähigkeit zu kalibrieren. ■

	Haussephasen	Baissephasen
Europa High Div.	Outperformance 26/67 Monate (49 %)	Outperformance 27/53 Monate (51 %)
Weltweit hohe Dividenden	Überperformance 19/73 Monate (36 %)	Outperformance 34/47 Monate (64 %)

Quellen: CONINCO; LSEG Workspace.

Kann man von den Pensionskassen wirklich verlangen, den Planeten zu retten?



Elisa Benito
Leiterin Nachhaltigkeit



CONINCO Explorers in finance SA

Die Vorstellung, dass Pensionskassen allein durch ihre Anlageentscheidungen die Welt verändern könnten, ist verlockend, aber irreführend. Diese Vorsorgeeinrichtungen verwalten beträchtliche Vermögenswerte und sind daher einflussreiche Finanzakteure. Ihre Hauptaufgabe besteht jedoch nach wie vor darin, die finanzielle Sicherheit der Versicherten zu gewährleisten, und nicht darin, eine klimatische oder soziale Revolution anzuführen.

Der Schweizer Rahmen: zwischen vorsichtiger Verwaltung und Nachhaltigkeit

Die zweite Säule der Schweizer Vorsorge ist ein zentraler Pfeiler der Altersvorsorge. Die Gelder gehören den Versicherten, und die Pensionskassen haben die Aufgabe, sie im langfristigen Interesse der Versicherten zu verwalten. In diesem Zusammenhang gewinnt Nachhaltigkeit zunehmend an Bedeutung: Bereits 2021 wurde rund ein Drittel der Vermögenswerte des Vorsorge- und Versicherungssektors, d. h. mehr als 550 Milliarden CHF, nach Ansätzen verwaltet, die Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG) berücksichtigen (PwC Schweiz). Eine grosse Mehrheit der Vorsorgeeinrichtungen wendet eine Form der ESG-Strategie an, und fast die Hälfte des gesamten Vorsorgevermögens wird gemäss den Standards der ASIP nachhaltig berichtet. Seit dem 1. Januar 2025 verschärft die neue Version des ESG-Berichtsstandards der ASIP (v.1.1) die qualitativen und quantitativen Anforderungen (Abstimmungen, Engagement, Klimadaten, Immobilien usw.) weiter (ASIP, 2024).

Diese Entwicklung ist nicht nur auf den Wunsch nach mehr Transparenz zurückzuführen, sondern auch auf wirtschaftliche und aufsichtsrechtliche Überlegungen. Klimatische, soziale und Governance-Risiken können sich nämlich direkt auf den Wert der Vermögenswerte auswirken. Durch die Integration von ESG-Kriterien wollen die Kassen die Stabilität der Ersparnisse schützen, den steigenden Erwartungen ihrer Versicherten gerecht werden und einem sich ständig weiterentwickelnden regulatorischen Rahmen vorzugreifen.

Eine wichtige, aber begrenzte Rolle

Es wäre unfair, den Pensionskassen die alleinige Verantwortung für die „Veränderung der Welt“ aufzubürden. Natürlich müssen ihre Anlageentscheidungen mit den Werten der heutigen Gesellschaft im Einklang stehen, insbesondere in Bezug auf Nachhaltigkeit. Aber ihre Rolle ist in erster Linie die eines Begleiters: Sie passen sich der Entwicklung von Normen und Erwartungen an, anstatt selbst die Richtung vorzugeben.

Die Parallele ist vielsagend: So wie der einzelne Verbraucher den Planeten nicht allein durch die Verwendung einer wiederverwendbaren Baumwolltasche retten kann, kann auch eine Pensionskasse allein nicht die globalen Wirtschaftspraktiken durch ihre Stimmabgabe bei Hauptversammlungen oder durch die Auswahl bestimmter Wertpapiere verändern. Diese Maßnahmen sind wichtig, aber sie reichen nicht aus.

Anpassung statt Führung

Die Integration von ESG-Kriterien wird mitt-

lerweile als normaler Bestandteil einer verantwortungsvollen Verwaltung angesehen. Diese Kriterien sind nicht mehr nur ein „ethischer“ Ansatz, sondern ein pragmatischer Ansatz zur Risikominderung und Stärkung der Widerstandsfähigkeit von Portfolios.

Dennoch wäre es illusorisch, von den Pensionskassen zu erwarten, dass sie zu Triebkräften des Wandels werden. Sie agieren in einem rechtlichen und regulatorischen Rahmen, der ihren Handlungsspielraum definiert. Von ihnen zu erwarten, dass sie den Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft alleine vorantreiben, hiesse, die Struktur unseres politischen und wirtschaftlichen Systems zu ignorieren.

Der eigentliche Motor: die Politik

Der systemische Wandel muss von der Politik ausgehen. Es sind Gesetze, steuerliche Anreize und Vorschriften, die das Verhalten von Unternehmen und institutionellen Anlegern wirklich beeinflussen. Wenn die Gesetzgebung Nachhaltigkeit nicht fördert – oder schlimmer noch, wenn sie sie nicht berücksichtigt –, ist es unrealistisch, von den Pensionskassen zu verlangen, dass sie den Weg weisen. Solange gesetzliche Verpflichtungen Unternehmen nicht dazu zwingen, ihre Emissionen zu reduzieren, können Pensionskassen tun, was in ihrer Macht steht (gezielte Ausschlüsse, Dialog, aktives Abstimmen), doch ihre Einflussmöglichkeiten bleiben begrenzt.

Fazit

Pensionskassen spielen eine entscheidende Rolle bei der Finanzierung der Wirtschaft, und ihre Fähigkeit, Finanzströme in nachhaltige Aktivitäten zu lenken, ist unbestreitbar. Die Zahlen zeigen Fortschritte: Fast ein Drittel der Vermögenswerte im Vorsorgebereich wird bereits nach ESG-Ansätzen verwaltet, immer mehr Kassen integrieren Nachhaltigkeitskriterien in ihre Anlagepolitik, und die Berichtsstandards werden strenger. Aber sie sind nicht (und sollten auch nicht) die Haupttriebkraft des Wandels sein. Diese Rolle kommt den politischen Entscheidungsträgern zu, die für die Schaffung eines für Nachhaltigkeit förderlichen rechtlichen Rahmens verantwortlich sind.

In der Zwischenzeit werden die Pensionskassen weiterhin das tun, was sie am besten können: die Ersparnisse ihrer Versicherten umsichtig verwalten und sich dabei Schritt für Schritt an gesellschaftlichen und regulatorischen Entwicklungen ausrichten.

Die Performance von morgen zwischen Tradition und Innovation gestalten



Sabine Giammarresi-Mabillard
Co-CEO & Verantwortlicher
für Anlagelösungen



CONINCO Explorers in finance SA

Seit mehr als drei Jahrzehnten versuchen wir stets, über den Tellerrand der unmittelbaren Gegenwart hinauszuschauen. Die Welt der Investitionen verändert sich zu schnell, als dass man sich mit vorgefertigten Rezepten zufrieden geben könnte. Die Märkte sind volatil, die Zinssätze unterliegen starken Schwankungen und die Energiewende verändert bereits jetzt unsere Volkswirtschaften. Vor diesem Hintergrund reicht es einfach nicht mehr aus, sich ausschließlich auf traditionelle Vermögenswerte wie Aktien, Anleihen und Immobilien zu konzentrieren.

Bei CONINCO haben wir uns dafür entschieden, unseren Horizont zu erweitern. Für uns basiert ein solides Portfolio nicht nur auf den drei klassischen Säulen. Es braucht weitere, manchmal weniger sichtbare, aber ebenso wichtige Stützen: alternative Anlagen.

Warum alternative Anlagen?

Weil sie konkrete Antworten bieten, wo traditionelle Anlageklassen an ihre Grenzen stoßen.

- **Infrastrukturen** sorgen für regelmäßige und vorhersehbare Erträge und unterstützen gleichzeitig die Modernisierung der Energieversorgung und die nachhaltige Mobilität.
- **Private Equity** ermöglicht es, Wachstumsunternehmen zu unterstützen, wo die börsennotierten Märkte nicht mehr die gleichen Perspektiven bieten.
- **Private Debt** oder **Green Bonds** finanzieren unverzichtbare Projekte und bieten gleichzeitig attraktive Renditeprämien.

Diese Entscheidungen sind keine Modeerscheinung. Sie sind das Ergebnis einer tiefen Überzeugung: Nachhaltige Performance entsteht durch Diversifizierung.

Unsere Vorgehensweise

Alle reden von Diversifizierung. Aber sie muss konsequent umgesetzt werden. Innovation kann, wenn sie nicht gut beherrscht wird, schnell zur Falle werden. Wir sehen es jeden Tag: Zu viele „alternative“ Produkte versprechen das Blaue vom Himmel, ohne wirklich Substanz zu haben. Genau hier kommt unsere Rolle als unabhängiger Vermögensverwalter ins Spiel.

Wir wenden drei einfache, aber anspruchsvolle Grundsätze an:

- **Ausgewogenheit:** Alternative Produkte ersetzen nicht die traditionellen, sondern ergänzen sie.
- **Nachhaltigkeit:** Jedes Produkt muss seine tatsächliche Wirkung unter Beweis stellen und darf sich nicht nur auf ein Label verlassen.
- **Unabhängigkeit:** Wir entscheiden frei, ohne uns von vorübergehenden Trends oder Marketingargumenten beeinflussen zu lassen.

Zu diesen Grundsätzen kommt eine feste Überzeugung hinzu: Anleger müssen den Wert eines Produkts anhand seiner **Nettoperformance** beurteilen und nicht nur anhand seiner Kosten. Allzu oft beschränkt sich die Finanzkommunikation auf einen Kostenvergleich. Aber was macht es schon aus, ein paar Prozentpunkte mehr an Kosten zu zah-

len, wenn die risikobereinigte Performance am Ende deutlich höher ist? Bei CONINCO legen wir stets Wert auf die Analyse der erzielten Nettorendite, denn sie ist es, die den wahren Wert für unsere Kunden schafft.

Diese Disziplin ist die Garantie, die wir bieten: Ihre Portfolios basieren nicht auf Modeerscheinungen oder einem künstlichen Wettlauf um den „günstigsten Preis“, sondern auf durchdachten und kohärenten Entscheidungen, die langfristig konkrete Ergebnisse liefern können.

Der Wert für unsere Kunden

Pensionsfonds, Family Offices, Stiftungen oder Privatanleger: Sie alle haben dasselbe Bedürfnis, nämlich Portfolios, die Konjunkturzyklen überstehen und langfristig Wert schaffen. Durch intelligente Diversifizierung bauen wir Allokationen auf, die widerstandsfähiger gegenüber Schocks sind und von neuen Chancen profitieren.

Diese Positionierung unterscheidet uns deutlich von anderen. Während sich viele unserer Mitbewerber noch immer auf das Dreigespann Aktien-Anleihen-Immobilien beschränken, haben wir uns dafür entschieden, alternative Anlagen als strategische Säule zu integrieren. Dieser Unterschied erklärt das Jahr für Jahr erneute Vertrauen unserer Kunden.

Und morgen?

Ich bin überzeugt, dass in zehn Jahren die Grenze zwischen Tradition und Innovation weitgehend verschwunden sein wird. Die Portfolios werden ganz natürlich hybrid sein und das Beste aus beiden Welten vereinen. Aber es wird weiterhin darauf ankommen, die richtigen Entscheidungen zu treffen. Hier werden Erfahrung, Unabhängigkeit und Kohärenz den Unterschied ausmachen.

Unsere Mission ist klar: Wir müssen heute Lösungen entwickeln, die Bestand haben, anpassungsfähig sind und eine positive Wirkung erzielen. Innovation bedeutet nicht, dem neuesten Trend hinterherzulaufen. Innovation bedeutet, auf soliden Überzeugungen aufzubauen und die Zukunft unserer Kunden mit Anspruch und Verantwortung zu gestalten.

Diese Philosophie treibt uns bei CONINCO seit 35 Jahren an, und ich bin überzeugt, dass sie auch die nächsten vierzig Jahre unseres Finanzökosystems prägen wird. ■

Inmitten der Flut von KI-Inhalten bleibt der Mensch das seltene Gut



Elina Mikhaylova
Content Creator



CONINCO Explorers in finance SA

Jeden Tag überschwemmen Millionen von Texten, Bildern und Videos, die von künstlicher Intelligenz generiert wurden, unsere Bildschirme. Generative KI wird als Wunderlösung präsentiert: schneller, kostengünstiger und in großem Maßstab produzieren. Sowohl im audiovisuellen Bereich als auch in der Finanzwelt stößt die Logik des Volumens jedoch auf eine grundlegende Grenze: Vertrauen. Was ist in einer Welt, die mit künstlichen Inhalten übersättigt ist, die wirklich wertvolle Ressource? Es ist nicht mehr die Produktion. Es ist der Mensch.

In der Wirtschaft ist der Mechanismus bekannt: Zu viele Angebote lassen den Preis fallen. Was gestern noch selten war, ist heute alltäglich. Das Ergebnis ist eine digitale Kakophonie, in der jede Stimme im Umgebungslärm untergeht. In diesem Zusammenhang zählt nicht mehr die Produktion, sondern die Fähigkeit, Aufmerksamkeit zu erregen und zu halten. Letztere ist jedoch begrenzt. Sie ist zu einem strategischen Kapital geworden. So wie ein Investor sein Portfolio diversifiziert, muss ein Unternehmen lernen, diese fragile Verbindung zu seinem Publikum zu schützen. Dieses Kapital lässt sich ganz konkret messen: an der Reputation und der Kundentreue.

Angesichts der Automatisierung stellt sich ein Dilemma: Ist es besser, viel zu produzieren und damit zu riskieren, den Markt mit austauschbaren Inhalten zu überschwemmen, oder auf Qualität und Rückverfolgbarkeit zu setzen? Für Unternehmen wie für Investoren ist diese Frage von entscheidender Bedeutung. Denn KI ermöglicht zwar Kostensenkungen, bedroht aber auch den Kernwert: die Glaubwürdigkeit. Ein Ruf baut sich über einen langen Zeitraum

auf, kann aber über Nacht zerstört werden. Ein fehlerhafter Finanzbericht, ein manipuliertes Video oder eine als künstlich empfundene Kommunikation reichen aus, um das Vertrauen zu erschüttern. Ohne Vertrauen gibt es jedoch weder treue Kunden noch nachhaltige Finanzierungen. Das größte Risiko ist also nicht die Massenproduktion, sondern die Verwässerung der Verantwortung.

Dies wollte Europa mit dem AI Act regeln, der im 2024 in Kraft trat. Seitdem müssen KI-generierte Inhalte gekennzeichnet werden. Transparenz ist Pflicht, bei Undurchsichtigkeit drohen Sanktionen. In Wirklichkeit ist dies eine grundlegende Erinnerung daran, dass Vertrauen nicht auf Undurchsichtigkeit aufgebaut werden kann. Kurzfristig mag diese Verpflichtung als Belastung erscheinen. Langfristig wird sie jedoch zu einem Wettbewerbsvorteil. Ein Unternehmen, das zu seinen Entscheidungen steht, klar sagt, was von der Maschine produziert und was vom Menschen validiert wird, wirkt glaubwürdiger als eines, das versucht, seine Praktiken zu verschleiern. In einer übersättigten Welt ist Transparenz ein Differenzierungsfaktor.

Die Filmindustrie war eine der ersten Branchen, die sich mit dieser Frage auseinandersetzen musste. Im Jahr 2023 legte der Streik der Drehbuchautoren der Writers Guild of America Hollywood lahm. Zu ihren Forderungen gehörte die Regulierung des Einsatzes von KI: Die Autoren befürchteten, dass die Studios KI zum Schreiben oder Umschreiben von Drehbüchern einsetzen würden, wodurch der Platz des Menschen im kreativen Prozess von eingeschränkt würde. Die Botschaft war klar: Das Publikum kauft keinen

anonymen Stream, sondern eine verkörperte Stimme.

Dieses Prinzip gilt nicht nur für das Kino, sondern auch für andere Bereiche wie Musik, Journalismus oder Finanzen. In jedem dieser Bereiche beruht der Wert nicht nur auf den gelieferten Inhalten, sondern auch auf der Gewissheit, dass dahinter menschliche Verantwortung steht. Authentizität wird zu einer Handelsware. Eine Unterschrift, ein Name, ein Ruf fungieren als Vertrauenssiegel. Das ist das seltene Kapital des 21. Jahrhunderts.

Es ist möglich, ein Bild zu kopieren, einen Bericht zu erstellen oder eine Stimme zu imitieren. Was jedoch unmöglich zu reproduzieren ist, ist der Akt der Verantwortung: zu bekräftigen „Ich bestätige. Ich übernehme die Verantwortung für das, was Sie lesen oder sehen.“ Auf den ersten Blick führt uns die KI in ein Zeitalter unendlichen Überflusses. Die Wirtschaft erinnert uns jedoch daran, dass grenzenloser Überfluss Werte zerstört.

In naher Zukunft werden wir vielleicht nicht mehr für den Zugang zu Inhalten bezahlen, sondern für die Garantie, dass diese signiert, verifiziert und verkörpert sind. So wie man für eine kontrollierte Herkunftsbezeichnung oder ein Qualitätszertifikat mehr bezahlt, könnte das Label „von einem Menschen validiert“ zum neuen Standard werden.

Dieser Artikel wurde mit Hilfe von Tools der künstlichen Intelligenz verfasst und anschließend vom Autor Korrektur gelesen, überprüft und überarbeitet. Für manche mag es wie eine Schwäche erscheinen, dies zuzugeben. Doch auf diese Tools zu verzichten, hieße, Ressourcen zu ignorieren, die die Qualität der Arbeit verbessern können. KI ist und bleibt ein Assistent, kein Ersatz für menschliche Verantwortung.

Es bleibt eine umfassendere und wesentlichere Frage: In wessen Hände legen wir diese Tools und zu welchen Zwecken entscheiden wir uns, sie einzusetzen? Die Antwort liegt nicht nur bei den Regulierungsbehörden oder den Unternehmen, sondern bei jedem Einzelnen von uns.

Fragen Sie sich also als Leser, Investor oder Entwickler: Wofür nutzen Sie KI und vor allem, wem sind Sie bereit, Ihr Vertrauen zu schenken?

Private Equity oder Risikostreuung in Zeiten der „Magnificent Seven“



Fulvio Maccarone
Private Equity Senior Manager



CONINCO Explorers in finance SA

Seit 2020 wird die Performance der US-Aktienmärkte von einer kleinen Gruppe symbolträchtiger Technologiewerte dominiert: Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia und Tesla. Diese „7 Magnificent Seven“ machen mittlerweile fast 30% der Marktkapitalisierung des S&P 500 aus. Ihr spektakulärer Aufstieg hat den Index stark gestützt und zu einer erheblichen Verzerrung für alle Anleger geführt, die ihn als Referenz verwenden, insbesondere beim Vergleich mit illiquiden Anlageklassen wie „Private Equity“.

Das Problem ist zweierlei. Einerseits ist dieser Referenzindex, der eigentlich die diversifizierte Performance großer US-Unternehmen widerspiegeln soll, heute stark auf eine kleine Anzahl von Unternehmen konzentriert. Andererseits sind diese Unternehmen in einem Segment tätig – Technologie und digitale Innovation –, das von spezifischen strukturellen Dynamiken profitiert: Netzwerkeffekte, weltweite Führungsposition, überdurchschnittliche Margen. Ihre Börsenbewertungen werden somit von Wachstumserwartungen angetrieben, die weit über denen der übrigen US-Wirtschaft liegen.

Vergleicht man die Performance von US-amerikanischem Private Equity über einen Zeitraum von zehn Jahren (unter Verwendung des Index börsennotierter Unternehmen als Referenz), so stellt man fest, dass sich die Kluft ab 2022, als die Aktien des S&P 500 einen starken Aufschwung erlebten, allmählich vergrößerte. Ein völlig anderes Bild ergibt sich, wenn man einen vergleichbaren

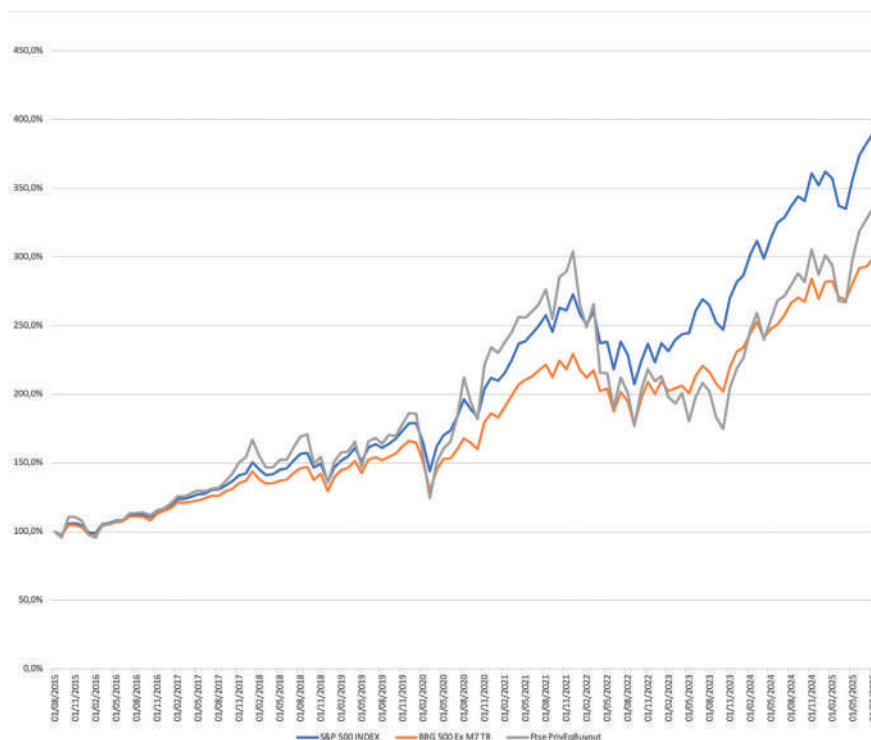
Aktienindex ohne die „Magnificent Seven“ heranzieht. Dessen Performance liegt im gleichen Zeitraum deutlich unter der von Private Equity. Obwohl diese Grafik nur einen Anhaltspunkt liefert und nicht perfekt ist, veranschaulicht sie, wie die Bedeutung der „Magnificent Seven“ den Anleger blenden kann. Letztere könnten dazu veranlasst werden, ihre Allokation in illiquiden Vermögenswerten wie „Private Equity“ zu verringern,

da sie die Illiquiditätsprämie nun für unzureichend halten. Dieses Phänomen hat sich seit dem Höchststand im Jahr 2021 in einem kontinuierlichen Rückgang der globalen Kapitalbeschaffung niedergeschlagen.

In einer Welt, in der die Aktienindizes zunehmend polarisiert sind, geht es nicht mehr nur um die Frage, ob Private Equity den S&P 500 Index übertrifft, sondern wann sich diese Situation umkehren könnte und ob die Portfolios bereit sind, den Schock zu verkraften. Aufgrund ihrer Beschaffenheit und Funktionsweise ist diese Anlageklasse widerstandsfähiger gegenüber Börsencrashes und bleibt nach Sektoren und Unternehmensgrößen diversifiziert. Darüber hinaus verfügt sie über eine solide Dynamik, die nicht nur auf reinem Wachstum als Wertschöpfung basiert, sondern auch auf Effizienzsteigerungen.

Letztendlich sind die „7 Magnificents“ sowohl Motor als auch Verzerrung. Sie spiegeln die außergewöhnliche Vitalität einer Handvoll amerikanischer Unternehmen wider, aber für den Anleger ist es entscheidend, die durch sie verursachte Verzerrung und die Diversifizierungsmöglichkeit, die „Private Equity“ bietet, zu erkennen.

Performance Private Equity USA über 10 Jahre (Basis 100 August 2015)



Quelle: Bloomberg.

Kann man (fast) ganz auf Obligationen verzichten?



Sabahudin Softoc
Prokurist
Berater Institutionelle Kunden



CONINCO Explorers in finance SA

Anleihen nehmen einen wichtigen Teil der Anlageallokation der Schweizer Pensionskassen ein. Trotz der seit mehreren Jahrzehnten anhaltenden Renditerückgänge bei dieser Anlageklasse machen festverzinsliche Anlagen im weiteren Sinne (Anleihen, liquide Mittel, Hypotheken usw.) weiterhin einen wesentlichen Teil der durchschnittlichen strategischen Allokation der Schweizer Vorsorgeeinrichtungen (VE) aus.

Historische Feststellungen

Bezogen auf den UBS-Index der Schweizer Pensionskassen lag die durchschnittliche Gewichtung der festverzinslichen Anlagen Ende Juni 2025 bei 36,9%. Zwar ist diese Gewichtung in den letzten Jahren tendenziell zurückgegangen (im Januar 2017 lag sie noch bei 43,8%), doch bleibt sie im Vergleich zum stetig sinkenden Renditepotenzial weiterhin auf einem hohen Niveau. So ist beispielsweise der 10-Jahres-Zinssatz für Bundesanleihen von rund 4% zu Beginn des Jahrtausends auf rund 0,50% Ende Juni 2025 gesunken. Das ist deutlich weniger als der aktuelle Mindestzinssatz, den die Schweizer Pensionskassen auf die Konten der Erwerbstätigen zahlen müssen (1,25%). Bei den anderen festverzinslichen Anlagen war eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. (Graphik 1)

Vorurteile und Nivellierung nach unten

Angesichts dieser relativ einfachen Feststellung stellt sich die Frage, warum die Schweizer Vorsorgeeinrichtungen weiterhin so

stark in festverzinsliche Anlagen investieren. Schließlich gibt es eine Vielzahl anderer Anlageklassen, die deutlich attraktivere Renditen bieten und die Situation der Versicherten langfristig erheblich verbessern würden.

Eine mögliche Antwort liegt darin, dass viele Pensionskassen sich zu niedrige Renditeziele setzen. Sie passen dann ihre Allokation an dieses Ziel an und landen automatisch bei hohen Gewichtungen in Anlageklassen, die zwar wenig Rendite bringen, aber langfristig als „sicher“ gelten. Diese Vorstellung von Sicherheit ist jedoch teilweise eine Illusion. Anleihen sind zwar relativ stabil, aber nur kurzfristig. Langfristig wirkt die Inflation wie ein unsichtbarer Wertvernichter. Allein die Tatsache, dass die Anleihezinsen derzeit nahe oder sogar unter den potenziellen langfristigen Inflationsraten liegen, deutet

darauf hin, dass Anleihen in Wirklichkeit nicht wirklich sicher sind. Nominal, ohne Berücksichtigung der Inflation, mag dies jedoch der Fall sein.

Ein weiteres Vorurteil ist, dass der größte Teil der Allokation unbedingt sehr liquide bleiben muss. Auch dies ist nicht unbedingt der Fall. Tatsächlich können es sich viele IPs leisten, einen Großteil ihrer Allokation mit geringer Liquidität zu halten. Eine gut durchgeführte ALM-Studie kann den Liquiditätsbedarf ermitteln und die strategische Allokation entsprechend anpassen, um die Rendite zu optimieren (). Dies kann es ermöglichen, bei bestimmten Anlageklassen Illiquiditätsprämien zu erzielen und so die Gesamtrenditeerwartung zu verbessern.

Zu den zuvor genannten Punkten kommt noch die Angst vor Verwaltungskosten hinzu. Seit dem 1. Januar 2014 sind Vorsorgeeinrichtungen verpflichtet, in ihren Jahresabschlüssen die Verwaltungskosten für alle ihre Anlagen offenzulegen und nicht nur die in ihrer Buchhaltung ausgewiesenen Posten. Insgesamt kann man sagen, dass dies eine positive Entwicklung war, da sie zu mehr Transparenz geführt und einen gewissen Druck auf die Verwaltungskosten im Allgemeinen ausgeübt hat. Allerdings hat dies auch dazu geführt, dass sich viele Vorsorgeeinrichtungen zu sehr auf diesen einen Aspekt konzentrieren. Sie neigen daher dazu, Anlagen in Anlageklassen mit hohen Kostenquoten zu vermeiden, obwohl diese eine überdurchschnittliche Nettoerformance aufweisen.

Graphik 1 - Rendite 10-jähriger Bundesanleihen (in %)



Quelle: Refinitiv/Coninco



Ein Lehrbuchbeispiel

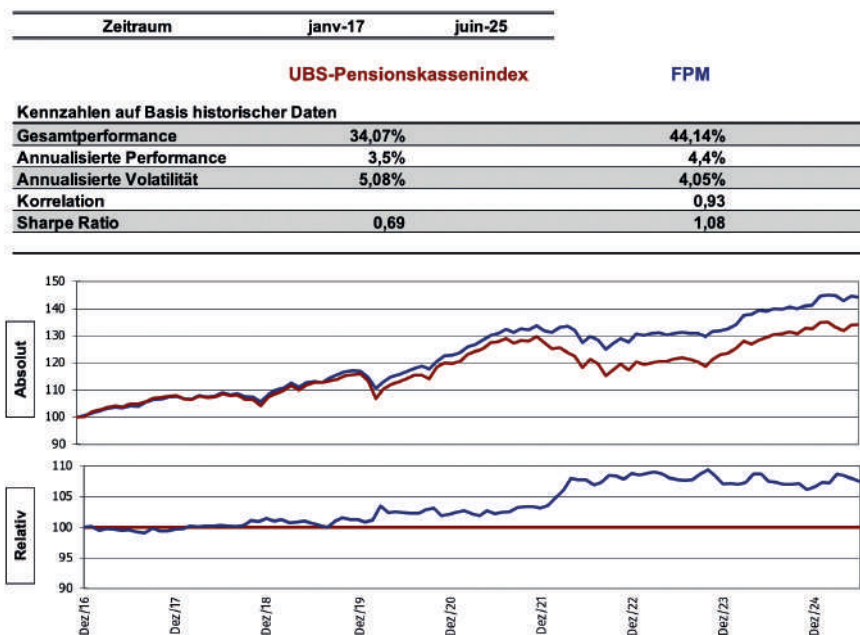
Alle bisher genannten Elemente mögen theoretisch interessant erscheinen, aber der Leser kann sich zu Recht fragen, ob dies auch in der Praxis zutrifft. Betrachten wir daher eine bestehende Vorsorgestiftung, in deren Verwaltungsrat ich sitze und die wir „FP Modelle“ (FPM) nennen wollen.

Zwischen Dezember 2016 und Juni 2025 hat der Stiftungsrat den Anteil der festverzinslichen Anlagen schrittweise von 27,5% auf 12,5% reduziert. Dies wurde größtenteils durch verschiedene alternative Anlagen (Gold, Rohstoffe, Private Equity usw.) kompensiert. So umfasste die strategische Allokation der FPM Ende Juni 2025 30% sogenannte alternative Anlagen, gegenüber „nur“ 15% im Jahr 2016. Zum Vergleich: Der Durchschnitt der Pensionskassen liegt bei weniger als 10% alternativen Anlagen.

Dadurch konnte eine über dem Durchschnitt der Schweizer Pensionskassen liegende Nettoperformance bei geringerer Volatilität erzielt werden. Zwischen Januar 2017 und Juni 2025 erzielte die FPM eine annualisierte Nettoperformance von 4,4% gegenüber 3,5% (ebenfalls netto) für den Durchschnitt der Schweizer Pensionskassen (UBS-Pensionskassenindex). (Graphik 2)

Es zeigt sich also, dass es möglich ist, den Anteil an Obligationen drastisch zu reduzieren und gleichzeitig das Risiko zu senken, sofern man sich für einen geeigneten Ersatz entscheidet. Die dadurch erzielten höheren Renditen können zu einer Verbesserung der Leistungen für die Versicherten führen und verhindern, dass man sich auf die gesetzlichen Mindestleistungen beschränkt, die kein Ziel, sondern eine Untergrenze sein sollten. ■

Graphik 2 - Vergleichende Analyse FPM



MIT IHRER EIGENEN PENSIONS KASSE SIE HABEN...

- ♦ ZIELGERICHTETE ANLAGEN.
- ♦ KONTROLLIERTE KOSTEN.
- ♦ STARKE FINANZIELLE LEISTUNGEN.



www.coninco.ch

CONINCO 
Explorers in finance

Von der Gastronomie bis zur Finanzwelt: eine gemeinsame Lektion, Vertrauen



Liudmila Tedeschi
Business development



CONINCO Explorers in finance SA

Man versprach uns bereits das Leben auf dem Mars ... mit einem Kühlschrank im Wohnzimmer. Früher bedeutete Verführung, zu beschönigen. Heute braucht es etwas anderes, um zu überzeugen: Klarheit und Kohärenz.

Zwei Welten, zwei Zeitlichkeiten

Gastronomie und Finanzwesen scheinen weit voneinander entfernt zu sein, aber sie haben eine gemeinsame Logik: die Erwartungen der Kunden zu erfüllen.

In einem Restaurant ist alles unmittelbar: Ein verspätetes Gericht oder ein zögerlicher Service, und schon ist das Erlebnis ruiniert. Im institutionellen Finanzwesen dehnt sich die Zeit: Eine Beziehung zu einem Investor oder einer Institution baut sich über Jahre, manchmal Jahrzehnte hinweg auf.

Der Unterschied liegt im Tempo, aber die Regel bleibt dieselbe: vorausschauend handeln, Verpflichtungen einhalten und Versprechen einlösen. In beiden Fällen sind Fehler teuer: Ein missglücktes Gericht ruiniert ein Essen, mangelnde Sorgfalt kann eine über zehn Jahre aufgebaute Vertrauensbeziehung zerstören.

Transparenz als wesentliche Zutat

Ein zu salziges Gericht, ein zu schönes Versprechen: In beiden Fällen schwindet das Vertrauen sofort. Transparent zu sein bedeutet, zu sagen, was möglich ist, aber auch, was nicht möglich ist. Risiken erklären, zu seinen Entscheidungen stehen. Glaubwürdigkeit entsteht aus dieser Aufrichtigkeit, und ohne sie gibt es keine Loyalität.

Es ist auch eine Frage des Rufs. In einem Restaurant warnt ein unzufriedener Kunde sofort andere. In der Finanzwelt gilt die gleiche Logik: Vertrauen baut sich langsam auf, kann aber in einem Augenblick zusammenbrechen, wenn ein gegebenes Versprechen nicht eingehalten wird.

Das Kollektiv als Motor

Ein Essen ist nie das Werk einer einzelnen Person: Es ist das Ergebnis der Zusammenarbeit zwischen Küche, Service und Keller. Auch in der Finanzwelt beruht die Leistung nicht nur auf einer Strategie, sondern auf dem Zusammenhalt eines Kollektivs: Analysten, Manager, Compliance-Spezialisten, Risikoexperten. Vertrauen wird nicht durch eine einzelne Person gewonnen, sondern durch die Zusammenarbeit eines ganzen Teams.

Auf Dauer angelegt

In der Gastronomie werden Schnelligkeit und Reaktionsfähigkeit geschätzt, in der Finanzwelt hingegen sind Geduld und Disziplin gefragt. Zwei unterschiedliche Welten, eine gemeinsame Lektion: Treue entsteht nicht durch Kunstgriffe, sondern durch Beständigkeit.

Nachhaltige Performance beschränkt sich nicht nur auf Zahlen. Sie zeigt sich in einer Allokation, die auf die langfristigen Verpflichtungen abgestimmt ist, einer Governance, die Konjunkturzyklen standhält, und einer menschlichen Beziehung, die über eine einfache Transaktion hinausgeht. Diese Kombination bildet die Grundlage für Loyalität und führt paradoxerweise zu der besten finanziellen Performance.

Fazit: Vom Weltraumkühlschrank zum echten Vertrauen

Die Kühlschränke des „Weltraumzeitalters“ ließen die Haushalte der 1960er Jahre zwar träumen, aber sie haben niemanden zum Mars gebracht. Heute wollen Anleger keine futuristischen Versprechungen ohne Substanz mehr: Sie suchen nach einer soliden Strategie, einer transparenten Beziehung und einem Partner, der langfristig Verantwortung übernehmen kann.

Wahre Modernität liegt nicht im Versprechen einer imaginären Zukunft, sondern im geduldierten und nachhaltigen Aufbau der Gegenwart.

„Die Realität ist, dass niemand authentisch sein kann, wenn er versucht, wie jemand anderes zu sein. Menschen vertrauen Ihnen, wenn Sie aufrichtig und authentisch sind, nicht wenn Sie eine Rolle spielen.“ Bill George, True North



Kritisches Denken im Zeitalter von Big Data schulen



Shankar Velupillai
KI-Projektleiter



CONINCO Explorers in finance SA

Eine stille, aber entscheidende Transformation. Der Finanzplatz Schweiz steht vor einem tiefgreifenden Wandel: dem Einzug der künstlichen Intelligenz und von Big Data. Banken, Versicherungen und Vermögensverwalter verfügen nun über Algorithmen, die in wenigen Sekunden Millionen von Daten durchsuchen können, um Trends zu erkennen, Anomalien aufzudecken oder Portfolios anzupassen. Doch obwohl die Leistungsfähigkeit dieser Tools unbestreitbar ist, bleibt eine Frage offen: Wie können Fachleute so geschult werden, dass sie davon profitieren, ohne sich davon vereinnahmen zu lassen?

Zwei Lernansätze: Deduktion vs. Induktion

Zwei Lernansätze beleuchten diese Herausforderung. Das **deduktive** Denken, das von allgemeinen Prinzipien ausgeht und diese auf konkrete Fälle anwendet, hat lange Zeit die Finanzausbildung geprägt.

Es bildet die Grundlage für Bewertungsmodelle, regulatorische Rahmenbedingungen oder Risikomanagementmethoden. Seine Stärke liegt in seiner Klarheit und Kohärenz, aber es kann in einem sich wandelnden Umfeld an Flexibilität mangeln.

Im Gegensatz dazu beobachtet das **induktive** Denken Daten, um daraus Trends abzuleiten. Das ist die Logik des maschinellen Lernens: von den Märkten selbst lernen, Unerwartetes erkennen, Signale identifizieren, die für das menschliche Auge unsichtbar sind. Eine faszinierende Leistungsfähigkeit, die jedoch oft auf Kosten der Transparenz und Erklärbarkeit der Erkenntnisse geht.

Hybridprofile in der Schweiz ausbilden

Bei der Ausbildung von Finanzfachleuten wird diese Gegenüberstellung entscheidend. KI kann nicht einfach als „technisches Werkzeug“ eingeführt werden. Sie zwingt dazu, die Art und Weise, wie Fachleute ausgebildet werden, zu überdenken. Schweizer Institutionen erwarten heute **hybride** Profile: Experten, die sich mit den Grundlagen der Finanzwelt auskennen, aber auch die Logik der Datenwissenschaft verstehen. Neue Studiengänge wie am Swiss Finance Institute, an Fachhochschulen oder in Executive-Programmen werden entwickelt, um diese beiden Kulturen zu verbinden.

Kritisches Denken als Schlüsselkompetenz

Die wichtigste Kompetenz beschränkt sich jedoch nicht auf die Beherrschung einer Programmiersprache oder die mechanische Anwendung eines Regulierungsmodells. Es ist der **kritische Geist**. Angesichts eines durch einen induktiven Algorithmus erzielten Ergebnisses muss der Fachmann fragen können: Woher stammen die Daten? Sind sie repräsentativ und qualitativ hochwertig? Welche versteckten Verzerrungen könnten die Schlussfolgerung verfälschen? Und vor allem: Steht dieses Ergebnis im Einklang mit dem, was wir bereits über die Märkte, das Wirtschaftsverhalten oder den aufsichtsrechtlichen Rahmen wissen?

Das Gleichgewicht zwischen Innovation und Strenge finden

Mit anderen Worten: Es geht nicht darum, sich zwischen Induktion und Deduktion zu entscheiden, sondern darum, beide zu kombinieren. Von diesem Gleichgewicht könnte die

Zukunft der Finanzausbildung in der Schweiz abhängen. Denn eine innovative, aber undurchsichtige Finanzwelt würde schnell das Vertrauen der Kunden, der Regulierungsbehörden und der Gesellschaft verlieren. Umgekehrt würde eine Finanzwelt, die sich zu sehr auf ihre traditionellen deduktiven Modelle und ihre n Modelle versteift, Gefahr laufen, die schwachen Signale und Chancen zu übersehen, die sich aus den Massendaten ergeben.

Fazit: Im Zeitalter der Daten ist kritisches Denken der Grundpfeiler der Schweizer Finanzwelt

Kritisches Denken wird zum **Grundpfeiler**: Es ermöglicht, das Beste aus Big Data herauszuholen und gleichzeitig die Tradition der Strenge und Verantwortung zu wahren, die den Finanzplatz Schweiz auszeichnet. Algorithmen sollen das menschliche Urteilsvermögen nicht ersetzen, **sondern ergänzen**. Wahre Kompetenz besteht nicht darin, „ein Modell laufen zu lassen“, sondern dessen Ergebnisse mit den Geschäftszielen, der Risikobereitschaft und dem aufsichtsrechtlichen Rahmen in **Verbindung zu bringen** und die daraus resultierende Entscheidung **zu treffen**. Man könnte dies als „Entscheidungsausrichtung“ bezeichnen.

Die Institutionalisierung dieser kritischen Haltung bedeutet den Übergang von einer opportunistischen Einführung der KI zu einer **nachhaltigen organisatorischen Fähigkeit**. Dies erfordert eine klare Modell-Governance (Eigentum, unabhängige Validierung, Dokumentation), eine **Mindestauslegbarkeit** für jede Verwendung in der Produktion und **Rückkopplungsschleifen** zwischen Fach-, Daten- und Compliance-Teams. Es bedeutet auch, die zentrale Rolle des **Menschen in diesem Kreislauf** anzuerkennen: zu entscheiden, wenn das statistische Signal der wirtschaftlichen Intuition oder den regulatorischen Auflagen widerspricht, und diese Entscheidungen zu dokumentieren.

So wird die Schweiz ihren Vorsprung nicht durch die Magie undurchsichtiger Algorithmen bewahren, sondern durch **die anspruchsvolle Verbindung** von induktiver Geschwindigkeit und deduktiver Solidität, wodurch die Zusammenarbeit zwischen Mensch und Maschine in diesem neuen Zeitalter der Big Data gestärkt wird. ■

VOTRE GESTION DURABLE...

... Nos services à votre service

Évaluation et mise en place d'une stratégie durable

Définition d'une charte éthique

Sélection de gestionnaires durables

Reporting durable de portefeuilles

Suivi des exclusions et controverses

Mesure de l'intensité carbone des portefeuilles

Formation en durabilité

CONINCO Explorers in finance SA

VEVEY | GENÈVE

+41 21 925 00 33

coninco@coninco.ch

www.coninco.ch

Signatory of:



Supervisé
par la FINMA
depuis 2012



networking
conseils
formations
conférences
expertise
innovation
excellence
plus

HUB+ Un éco-système au service des indépendants de la finance en Suisse

HUB+ (anciennement GSCGI) est une association indépendante et à but non lucratif qui défend les intérêts des professionnels indépendants de la finance en Suisse, tout en représentant ses membres auprès des régulateurs, décideurs et partenaires du secteur. Depuis 1993, notre vocation est d'offrir à nos membres des connaissances, des outils et des opportunités adaptés à leurs besoins. Nos membres sont des gestionnaires de fortune indépendants, trustees, analystes financiers, gestionnaires de fonds, banques privées, family offices et tous les métiers indépendants de la finance.

Avantages à rejoindre la communauté HUB+

- Une plateforme de communication indépendante, innovante et riche en contenu grâce au HUBmag, notre magazine digital diffusé largement en Suisse et en Europe.
- Networking Qualitatif et Ciblé à taille humaine pour favoriser les échanges d'affaires.
- Conférences éducatives régulières et Formations de Haut Niveau sur l'actualité financière et réglementaire.
- Soutien Juridique et Administratif par nos Partenaires et Conseils à l'implantation.

Rejoindre HUB+ offre à votre société une visibilité unique, des opportunités exclusives de networking et de développement d'affaires, ainsi qu'un accompagnement personnalisé répondant aux défis actuels du secteur financier indépendant suisse.

Plus d'informations: www.hubplus.ch

HUB+
independent
finance network

Rue François Versonnex 7,
1207 Genève, Suisse
+41 (0)22 736 18 22
contact@hubplus.ch