

# SWISS GLOBAL FINANCE

MAGAZINE

WE GO WHERE  
WE ARE  
ATTRACTED TO!



**À LA RECHERCHE DU RENDEMENT PERDU**

**AUF DER SUCHE  
NACH DER VERLORENEN RENDITE**

*Péru*

## Editorial • Leitartikel

### À la recherche du rendement perdu

Un titre qui à lui seul exprime, d'une part, le désarroi des investisseurs qui ne peuvent plus réaliser des performances comparables historiquement et, d'autre part, l'impuissance des gestionnaires de fortune à trouver des solutions d'investissement permettant de compenser la baisse généralisée de rentabilité de tout type de placement et de répondre aux attentes des clients.



Olivier Ferrari - CEO  
Fondateur de / Gründer von

**CONINCO**   
*Explorers in finance*

Le premier fautif, c'est une inflation qui se fait désirer et dont le niveau atteint impacte négativement les rendements directs obligataires. Et ce, bien que la performance de ces mêmes investissements ait été toute aussi exceptionnelle au cours de ces dernières années, plus spécifiquement pour les emprunts obligataires en CHF. Les gérants institutionnels regrettent le temps où les dispositions légales permettaient de garder une obligation à son prix d'achat dans une stratégie « buy & hold ». Il y aurait encore des coupons à près de 3% de rendement direct. Alors même que le « court termisme » induit par la dernière révision de la LPP a fait que les positions en obligations suisses ont rapporté de substantiels gains en capitaux qui ont permis de compenser le manque de financement des prestations promises par des cotisations insuffisantes.

Le deuxième fautif (ou le premier selon l'angle sous lequel on se place) est bien entendu la dérive financière qu'à révélée la crise financière de 2008 et qui a plongé les États dans un continent de dettes qui ne seront peut-être plus remboursables.

Identifier les conséquences d'une situation, quantifier les impacts à court, moyen et long termes de la situation acquise, innover en matière de modèle d'investissement et être un acteur d'un développement durable, tel est le défi de l'héritage d'une période qui a été une référence historique et qui restera peut-être unique. On ne peut projeter les années de croissance « bénies » pour en faire un parallèle de projection de rendement à futur.

Le monde a changé, les attentes des investisseurs sont toujours identiques, mais les potentialités ne sont plus les mêmes.

Il est traité dans cette édition du magazine de différentes approches pour réaliser un rendement et non « le » rendement attendu. Sortir du schéma classique « actions – obligations – immobilier suisse », ce n'est pas prendre plus de risque, mais bien intégrer l'évolution de l'économie et de ses besoins en investissement. Ne serait-ce que de parler de microfinance, infrastructure, investissement durable pour retrouver un temps patient, un temps industriel et pas uniquement financier.

Nous vous souhaitons une bonne lecture.

Olivier Ferrari

### Auf der Suche nach der verlorenen Rendite

Dieser Titel zeugt einerseits von der Ratlosigkeit der Anleger, die keine mit früher vergleichbaren Performances mehr erzielen können, und andererseits von der Machtlosigkeit der Vermögensverwalter, die keine Anlagelösungen mehr finden, mit denen man den allgemeinen Rückgang der Rentabilität aller Anlagen-Klassen kompensieren und die Erwartungen der Kunden erfüllen kann.

Der erste Schuldige ist die Inflation, deren Rückkehr auf sich warten lässt und deren heutiges Niveau sich negativ auf die direkten Renditen der Obligationen auswirkt. Dies obwohl die Performance genau dieser Anlagen im Verlauf der vergangenen Jahre ausserordentlich war; insbesondere die der Obligationen in Schweizer Franken. Die institutionellen Vermögensverwalter sehnen sich in die Zeit zurück, in der es die rechtlichen Bestimmungen erlaubten, eine Obligation zu ihrem Ankaufpreis in einer „Buy & Hold“-Strategie zu halten. Die Zeit, als es noch Coupons mit fast 3 % direkter Rendite gab. Obwohl das kurzfristige Anlageverhalten, das durch die jüngste BVG-Revision verursacht wurde, zu substantiellen Kapitalgewinnen für Anlagepositionen in Schweizer Obligationen führte. Letztere haben es ermöglicht, die aufgrund von Beitragslücken mangelnde Finanzierung der versprochenen Leistungen zu kompensieren.

Der zweite Schuldige (oder der erste, je nach Blickwinkel) ist natürlich die finanzielle Schiefelage, die durch die Finanzkrise 2008 hervorgerufen wurde und bei der die Staaten mit Schulden überhäuft wurden, die sie vielleicht nie zurückzahlen können.

Die Folgen einer Situation zu erkennen, die kurz-, mittel- und langfristigen Auswirkungen der eingetretenen Situation quantitativ zu erfassen, innovative Anlagenmodelle zu entwickeln und nachhaltige Entwicklung zu betreiben – das sind die Herausforderungen des Vermögensverwalters dieser Zeit, die historisch einzigartig war und es vielleicht auch bleiben wird. Was die zukünftige Rendite angeht, wird es nicht mehr möglich sein, die „gesegneten“ Jahre des vergangenen Wachstums auf die Zukunft zu projizieren.


Die Welt hat sich verändert: Die Erwartungen der Anleger sind gleich geblieben, aber die Möglichkeiten sind nicht mehr dieselben.

In dieser Ausgabe unserer Zeitschrift werden verschiedene Ansätze diskutiert, mit denen Rendite – wenn auch nicht „die“ erwartete Rendite – erzielt werden kann. Aus dem klassischen Anlagemuster „Aktien – Obligationen – Schweizer Immobilien“ auszubrechen, heisst nicht, mehr Risiken einzugehen, sondern die Entwicklung der Wirtschaft und ihren Investitionsbedarf zu berücksichtigen. Wenn man über Mikrofinanzierung, Infrastruktur und nachhaltige Anlagemöglichkeiten diskutiert, kann man langfristig Geduld schöpfen und wieder zu dem Punkt kommen, an dem die Finanzierung der Industrie wichtiger ist als das Erzielen von kurzfristigen finanziellen Erfolgen.

Wir wünschen Ihnen eine gute Lektüre.

Olivier Ferrari



Les sociétés participant au Beteiligten Unternehmen in der  
**CONINCO**  **MASTER CLASS**  
 se présentent en pages 86 à 96  
 sind auf Seiten 86 bis 96  
 vorgestellt

**Aberdeen**

 **BCV**

**CONINCO**   
*Explorers in finance*

 **CARMIGNAC**

  
**FUNDANA**  
*Fundamentally different*

 **NATIXIS**  
GLOBAL ASSET MANAGEMENT

  
**NOTENSTEIN**  
BANQUE PRIVÉE

 **Schroders**

 **BANQUE PÂRIS BERTRAND STURDZA**

  
**SwissLife**  
Asset Managers

SGF No 10

SOMMAIRE / INHALTSVERZEICHNIS

Novembre/November 2014

## À LA RECHERCHE DU RENDEMENT PERDU AUF DER SUCHE NACH DER VERLORENEN RENDITE

- 04 La dette des marchés émergents – des opportunités de croissance parmi les plus fortes au monde**  
 Aberdeen Asset Managers Switzerland
- 46 Schwellenländerobligationen - Zugang zu den Regionen mit dem höchsten Wachstumspotential weltweit.**  
 Aberdeen Asset Managers Switzerland
- 07 Investissements immobiliers indirects : quels risques et opportunités aujourd'hui ?**
- 50 Indirekte Immobilienanlagen: Risiken und Chancen heute**  
 Banque Cantonale Vaudoise
- 12 Une conjoncture mondiale toujours conditionnée par le volontarisme des Banques centrales et les effets récessifs de la réduction de l'endettement des pays développés**
- 54 Eine Weltkonjunktur, die weiterhin vom guten Willen der Zentralbanken und den rezessiven Auswirkungen des Schuldenabbaus in den Industrieländern abhängt**  
 Carmignac Gestion
- 16 Institution de prévoyance : savoir pour prévoir, afin de pouvoir**
- 57 Vorsorgeeinrichtungen: Wissen, um vorherzusehen, vorherzusehen, um handeln zu können**  
 CONINCO Explorers in finance SA
- 20 Des stratégies asymétriques pour une gestion responsable !**
- 61 Asymmetrische Strategien für eine verantwortungsbewusste Anlageverwaltung!**  
 Fundana SA
- 24 Quels sont les risques et rendements en infrastructures ?**
- 64 Welches sind die Chancen und Risiken im Bereich Infrastruktur?**  
 Natix Global Asset Management



41x32x5cm

- 27 Quelles attentes par rapport à l'investissement durable ?**
- 68 Was kann von nachhaltigen Kapitalanlagen erwartet werden?**  
 Notenstein Banque Privée SA
- 32 La fin du « super-cycle » des matières premières agricoles ?**
- 72 Ist der Superzyklus für Agrargüter und Rohstoffe vorbei?**  
 Schroder Investment Management (Switzerland) AG
- 36 Comment maîtriser, à travers les cycles économiques et financiers, le risque et le rendement des investissements dans le Private Equity ?**
- 76 Wie können Risiko und Rendite von Private-Equity-Anlagen über die Wirtschafts- und Finanzzyklen hinweg überwacht werden?**  
 Banque Pâris Bertrand Sturdza SA
- 42 Quels investissements choisir en cas de hausse des taux d'intérêts ?**
- 82 Welche Anlagen sind bei steigenden Zinsen zu wählen?**  
 Swiss Life Asset Managers AG



Magazine édité par :  
 CONINCO  
 Explorers in finance SA  
 Case postale 240  
 CH - 1800 Vevey 1

Imprimerie:  
 Musumeci Spa, Quart, Aosta - Italie

Illustration de couverture:  
 Pécub

Source images:  
 Sculptures de Jean Paul Blais,  
 photos de Simon Rimaz

Tirage: 3'500 ex.

Plus d'informations:  
[www.coninco.ch](http://www.coninco.ch)

Le magazine est illustré par des œuvres  
 du sculpteur Jean Paul Blais proposées par :  
 Die Zeitschrift ist mit Skulpturen von Jean Paul Blais  
 illustriert, die Ihnen präsentiert werden von:

**FERRARIARTGALLERY**  
 VEVEY

Quai Perdonnet 22 - Vevey - Suisse  
[www.ferrariartgallery.ch](http://www.ferrariartgallery.ch)

Responsable de production :

Sylvie Ferrari

Tél.: +41 21 925 00 30

Fax: +41 21 925 00 34

Mail: [sferrari@coninco.ch](mailto:sferrari@coninco.ch)



UNE COOPERATIVE  
INNOVANTE POUR  
UNE RELATION DE  
CONFIANCE ENTRE  
LA FINANCE ET  
L'INDUSTRIE

Les défis économiques, financiers et sociaux doivent réconcilier les besoins de la Société et la préservation de l'environnement.

Notre Coopérative ONE CREATION vous propose de prendre des participations dans des sociétés actives dans les technologies de l'environnement à tous les stades du développement industriel. Cette fonction résulte de la prise de conscience de la nécessité d'un déploiement économique intégré pour une évolution durable de l'économie, de l'environnement et de notre Société.

ISIN CH0211420010

[www.onecreation.org](http://www.onecreation.org)

Vevey - Suisse

**ONE CREATION**

*Think Sustainable*

# La dette des marchés émergents – des opportunités de croissance parmi les plus fortes au monde



par Frederic Niamkey

Senior Business  
Development Manager

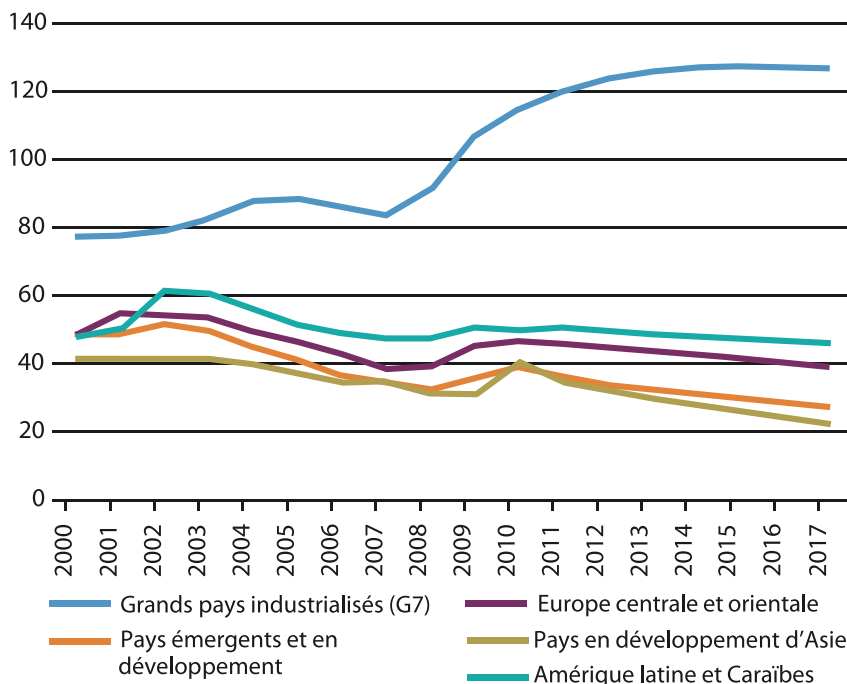
Aberdeen Asset Managers Switzerland

À mesure que les économies émergentes se développent, les États et les entreprises se tournent vers les marchés de capitaux nationaux et internationaux pour financer leur croissance. Ce segment de marché en plein essor permet aux gérants obligataires de talent d'identifier de multiples opportunités d'investissement attrayantes de manière à bénéficier de l'amélioration de la situation des sociétés et des pays.

## Les pays émergents – en quoi sont-ils attrayants ?

Les pays émergents affichent des potentiels de croissance et des opportunités d'investissement parmi les plus solides au monde.

Graphique I : Dette publique brute (% du PIB)



Sources : FMI, Base de données sur les perspectives économiques mondiales, avril 2012

• **Désinflation** : le niveau élevé de l'inflation dans les économies émergentes avait auparavant dissuadé les investisseurs d'envisager sérieusement des investissements libellés en devise locale. Or, les réformes politiques ont conduit à une indépendance des banques centrales et, à l'avenir, l'inflation sera, selon nous plus cyclique que structurelle. Si la plupart des pays émergents ont aujourd'hui réussi à juguler l'inflation, nous reconnaissons toutefois qu'elle pourrait constituer une menace dans le futur et c'est pourquoi les réponses des autorités seront importantes pour atténuer les inquiétudes des investisseurs (voir graphique II).

• **Démographie** : l'augmentation et la jeunesse des populations, ainsi qu'un essor de la main-d'œuvre, sont autant de facteurs qui contribuent à la hausse des salaires et du pouvoir d'achat, soutenant ainsi la croissance intérieure et réduisant la dépendance vis-à-vis des pays développés.

## Une classe d'actifs en plein développement

Au cours des dix dernières années, l'univers de la dette des marchés émergents a connu un développement très rapide et a suscité l'intérêt de plus en plus d'investisseurs. Les principales raisons en sont les suivantes :

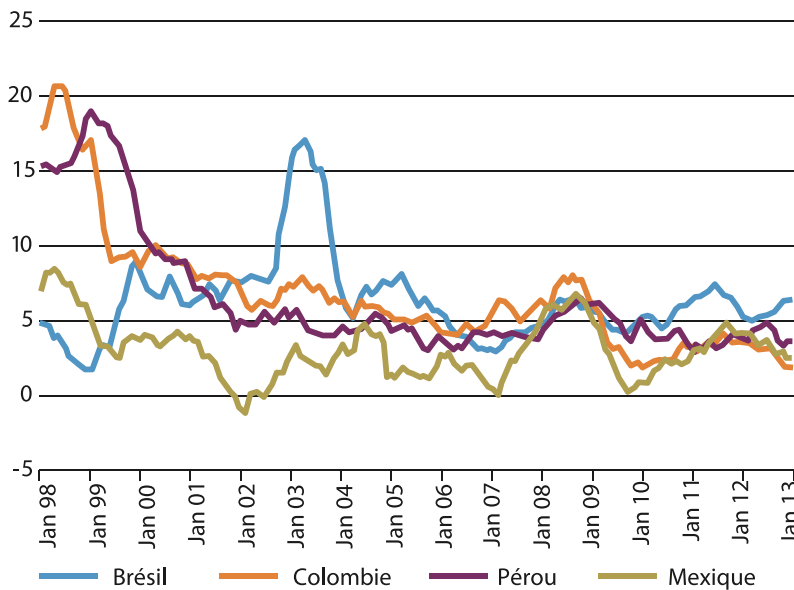
### L'amélioration de la qualité de crédit

De nombreux pays émergents ont mis en œuvre des politiques budgétaires et monétaires rigoureuses au cours des dix dernières années. Ces dernières ont permis une amélioration structurelle de leur solvabilité et une baisse considérable de la volatilité historiquement élevée de la classe d'actifs. L'amélioration de la qualité de crédit et des fondamentaux des pays émergents a permis d'attirer de nouveaux investisseurs dans la classe d'actifs et, ce faisant, d'accroître sa liquidité (graphique III).

### Des perspectives positives

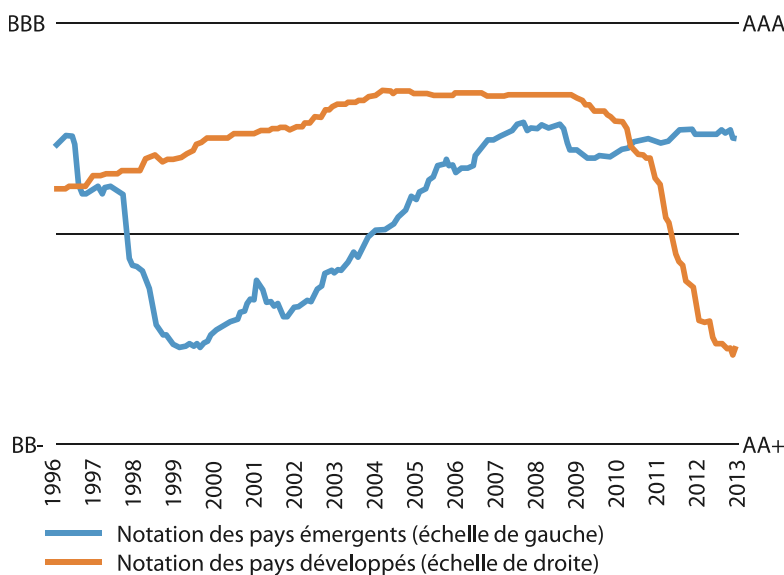
Les anticipations de croissance à long terme des pays émergents sont confortées par des fondamentaux solides, au premier rang desquels figurent notamment des caractéristiques démographiques, des réformes économiques, une amélioration de la gouvernance d'entreprise et une industrialisation croissante. Selon nous, l'extrême faiblesse des taux d'intérêt va conduire les

Graphique II : Évolution de l'inflation - Amérique latine



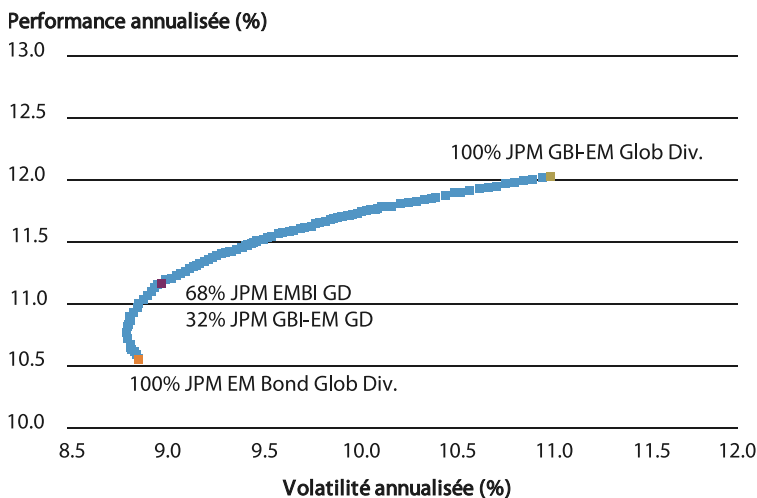
Source : Aberdeen Asset Management, 31 mars 2013

Graphique III : Notation comparée des obligations souveraines des pays développés et émergents



Source : Morgan Stanley, mars 2013

Graphique IV : Évolution comparée des indices JPM EMBI Global Diversified et JPM GBI-EM Global Diversified (janvier 2003-mars 2013)



Source : Aberdeen Asset Management, 31 mars 2013  
 Note : performance annualisée = 11,20 % ;  
 Volatilité annualisée = 8,93 %

investisseurs dans les produits à taux fixe à rechercher des sources alternatives de rendement et, compte tenu de la solidité persistante des fondamentaux de crédit de la classe d'actifs, la dette émergente devrait continuer à profiter du renforcement de l'appétit pour le risque. La dette des pays émergents devrait également bénéficier de la réduction de la sous-exposition structurelle des investisseurs internationaux à la classe d'actifs.

**Des avantages précieux en matière de diversification**

La dette des pays émergents, tant en devise forte que locale, est faiblement corrélée aux marchés actions développés et émergents, ce qui lui confère un précieux avantage pour diversifier un portefeuille, en particulier dès lors que celui-ci est déjà fortement exposé aux actions.

**Quel est le type de dette émergente le plus intéressant ?**

La dette souveraine libellée en devise forte, la dette corporative et la dette souveraine en devise locale présentent chacune des intérêts qui leur sont propres.

Toutefois, nous sommes d'avis qu'une approche «mixte» permet de constituer un portefeuille optimal et véritablement diversifié au travers de plusieurs pays et instruments.

Ce portefeuille optimal de dette émergente peut également contribuer à réduire la volatilité de votre portefeuille obligataire et en améliorer la performance.

Dans le cadre de notre analyse de la frontière efficiente, nous avons pu constater qu'au cours des dix dernières années, l'allocation optimale en termes de rapport risque/rendement était la suivante : 68% de dette en devise forte et 32% de dette en devise locale. Sur cette période, le portefeuille modèle a généré une performance et une volatilité annualisées de, respectivement, 11,20% et 8,93%. La date de création coïncide avec le lancement par JP Morgan de l'indice représentatif de la dette libellée en devise locale (voir graphique IV).

Des sources diversifiées d'alpha figurent au sein d'une approche « mixte » : elles permettent en effet d'offrir aux investisseurs des

## Marchés émergents

Les pays émergents sont définis par la Société financière internationale (SFI) comme des pays dont le revenu par habitant est faible à intermédiaire. Cette catégorie recouvre en grande partie les pays en développement de trois régions : Asie, Amérique latine et CEEMEA (Europe centrale et orientale, Moyen-Orient et Afrique). Actuellement, les pays émergents se caractérisent généralement par une démographie favorable, des finances solides et un niveau d'endettement plus faible que dans leurs homologues occidentaux.

### Dette en monnaie forte

Dette libellée le plus souvent en dollars des États-Unis.

### Dette en monnaie locale

Dette libellée dans la monnaie du pays.

**Les obligations d'entreprise des marchés émergents sont des obligations émises dans les pays émergents.**

perspectives de rendement prometteuses grâce à des actifs risqués tels que les devises émergentes en cas de regain d'appétit pour le risque, tout en générant des performances attrayantes à partir des obligations « investment grade » en devise forte durant des périodes comme 2011 lorsque l'appétit pour le risque s'était émoûssé en raison de la crise de la dette européenne.

Il est tout à fait possible pour certains investisseurs de réaliser leur propre allocation d'actifs afin de composer un portefeuille mixte. Cependant, nous pensons que faire appel à un gérant de fonds doté de compétences au niveau des pays et des entreprises, ainsi que des ressources nécessaires pour prendre ces décisions d'allocation d'actifs dans un fonds dédié, est une approche convenant le mieux à la plupart des investisseurs.

## Marchés émergents – les risques

Les risques associés à un investissement dans la dette des marchés émergents dépendent dans une certaine mesure du type d'investissement choisi. Si tous les investissements dans des titres de dette émergente sont exposés aux risques de crédit et de taux d'intérêt, le risque de change est quant à lui propre aux investissements dans la dette libellée en devise locale.

- Le risque de crédit
- Le risque de taux d'intérêt
- Le risque de change
- Le risque de liquidité
- Les risques fondamentaux
  - Les risques structurels
  - La transparence et la gouvernance d'entreprise

## UN MOYEN DE RÉDUIRE CES RISQUES EST D'ÊTRE PRÉSENT SUR LE TERRAIN

Il est primordial de se rendre dans le pays et de rencontrer les dirigeants afin d'observer et d'évaluer soi-même l'activité.

Il ne faut jamais investir dans une société sans avoir préalablement rencontré ses dirigeants et avoir procédé à une analyse approfondie et exhaustive.

Les « covenants », ou clauses de sauvegarde, aident également à atténuer les risques d'un manque de transparence et de gouvernance d'entreprise en contraignant juridiquement

les sociétés à limiter leurs levées de capitaux et leurs prises de risques opérationnels. Certaines émissions sont même assorties de conventions de trésorerie orientant l'utilisation par la société de ses liquidités. D'autres obligations disposent de clauses de sécurité supplémentaires, donnant à l'investisseur des garanties liées à des actifs spécifiques qui peuvent être vendus afin de garantir le remboursement de l'obligation en cas de défaut. Il est important d'analyser de façon exhaustive l'obligation et d'identifier ces « covenants » avant d'investir. ■



102x75x7cm

# Investissements immobiliers indirects : quels risques et opportunités aujourd'hui ?



par  
Nicolas di Maggio  
Strategist Investment  
Manager

Jean Niklas  
CIO Actions



Banque Cantonale Vaudoise

## I-HISTORIQUE DU MARCHÉ IMMOBILIER SUISSE ET ÉVOLUTION ACTUELLE

### A) Les causes de la crise immobilière des années 90 en Suisse

#### 1) Les suites du krach de 1987

À la suite du krach de 1987, la Banque nationale suisse (BNS) se lança dans une politique monétaire expansive. Ceci, couplé à l'introduction d'un nouveau système électronique de paiements entre les banques, accéléra considérablement la vitesse de circulation monétaire, avec comme conséquence de faire grimper l'inflation.

Parallèlement, la mise en place des normes de Bâle I (dans l'intérêt de la compétitivité internationale des banques suisses) entraîna un assouplissement des prescriptions concernant leurs fonds propres. Ces deux éléments, auxquels on peut ajouter la concurrence vive qui régnait alors entre les

banques, poussèrent ces dernières à assouplir leur politique de prêts immobiliers. Ainsi, certains biens commencèrent à s'échanger plusieurs fois dans un laps de temps très court, les investisseurs étant guidés par l'appât de la plus-value à court terme. Cette spéculation entraîna une hausse massive des prix, jusqu'au record de l'été 1989 lorsque le financement des encours hypothécaires progressa de plus de 15% en rythme annuel (cf. Graphique 1).

#### 2) La crise immobilière

En automne 1989, le Conseil fédéral (CF) promulgua des arrêtés fédéraux urgents (AFU) pour limiter la spéculation et, lorsque la BNS remonta ses taux directeurs, le marché immobilier se retrouva très rapidement sous pression. Plusieurs banques régionales connurent alors des difficultés en raison des crédits douteux accumulés dans leur bilan. La Caisse d'épargne de Thoun dut fermer et les crédits en souffrance de la Banque Cantonale de Berne furent transférés dans

un fonds de défaillance, alourdissant de manière considérable la dette du canton. Selon la Commission fédérale des banques, les établissements bancaires enregistrèrent entre 1991 et 1996 des correctifs de valeur des crédits accordés en Suisse pour un montant total de près de 42 milliards de francs. Par rapport à la taille du pays, cette somme est comparable à celle générée par la crise immobilière des « subprimes » aux États-Unis.

### 3) La reprise

Dès 1992, le BNS décida de mettre en place des mesures en faveur du marché immobilier, alors déprimé, en diminuant les exigences de fonds propres nécessaires à l'octroi de prêts hypothécaires. L'ordonnance du 3 octobre 1994 (entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1995) sur l'encouragement à l'accès à la propriété du logement au moyen de la prévoyance professionnelle vint également assouplir les règles sur l'épargne forcée du 2<sup>e</sup> pilier, en permettant de l'utiliser pour le financement immobilier. Mais il faudra attendre 1996 pour assister aux premiers signes de stabilisation du marché.

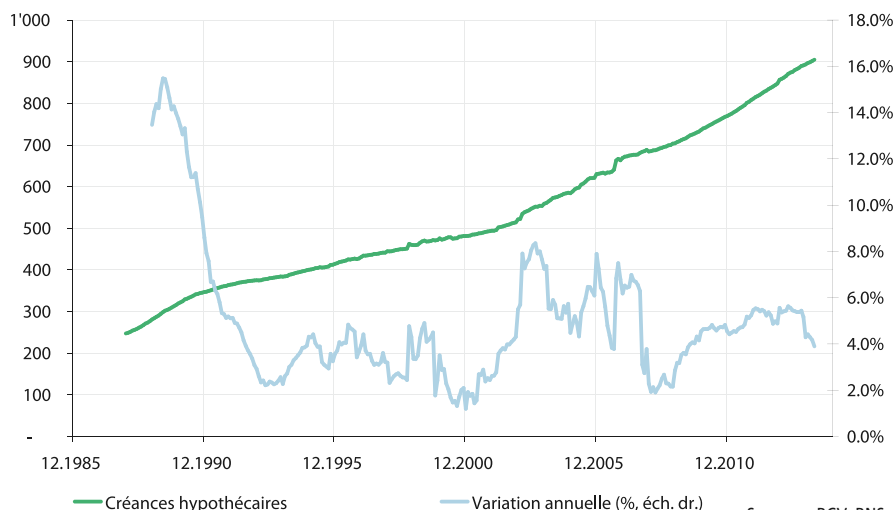
### B) Les craintes d'une nouvelle bulle immobilière

#### 1) Bulle à venir ?

Depuis le début des années 2000, le marché immobilier ne cesse de progresser. La hausse s'est même accélérée depuis la crise financière de 2008, faisant craindre une bulle immobilière ; qu'en est-il réellement ? De prime abord, le phénomène de bulle est pertinent si la définition est celle de prix de biens ne correspondant plus à la réalité économique en raison de l'avalanche de capitaux qui y ont été injectés.

Les progressions observées ces dix dernières années dans l'arc lémanique ou dans la région zurichoise sont probantes. De moins en moins de gens disposent de la capacité financière pour acquérir un logement. Par exemple, si le prix moyen au mètre carré pour un appartement en propriété par étage (PPE) semble raisonnable au niveau national, soit 6'500 francs actuellement contre 4'100 en 2003, les 12'800 francs de Genève ou les 11'030 francs de Zurich interpellent (les 10% les plus chers dépassant même largement la barre des 15'000 francs, selon Wüest & Partner).

Graphique 1 : Évolution des créances hypothécaires

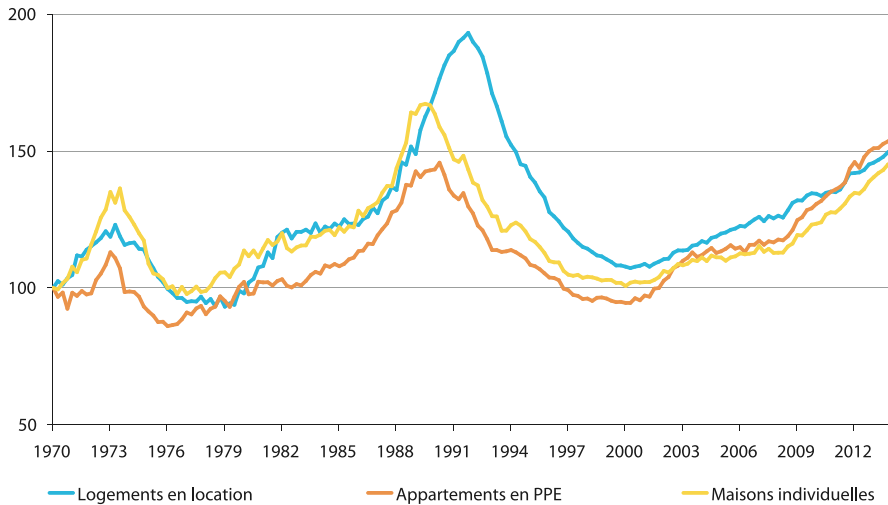


Sources : BCV, BNS





## Graphique 2 : Évolution réelle des prix de l'offre d'objets immobiliers



Sources : BCV, OFS, Wüest & Partner

Comme le mentionnait Jean-Pierre Danthine (vice-président de la BNS) en début d'année, les acquéreurs doivent tabler sur le fait que leur bien peut, à l'avenir, perdre de sa valeur. Ils doivent pouvoir surmonter une hausse des taux.

L'évolution des prix de l'offre semble corroborer ce message puisque l'on assiste déjà, dans les régions qui avaient connu l'évolution la plus favorable, à des baisses de prix dans l'immobilier privé.

Cependant, tous les éléments propices à la formation et à l'éclatement d'une bulle immobilière ne sont pas pour autant réunis : les taux restent sous pression, on n'assiste pas à une croissance démesurée des volumes des crédits hypothécaires, et encore moins à des transactions spéculatives, lors de l'octroi de crédits, l'examen des dossiers peut être considéré dans la majeure partie des cas comme satisfaisant (le prix retenu n'est plus celui de la transaction, comme par le passé, mais l'évaluation indépendante de l'institut bancaire).

Si la dynamique des prix de l'immobilier privé semble se tasser dans la plupart des régions, l'immobilier d'investissement progresse à un rythme supérieur. La demande reste fortement influencée par le niveau historiquement bas des taux.

### 2) Facteurs fondamentaux

Nous trouvons également des facteurs fondamentaux pour expliquer la hausse séculaire à laquelle nous assistons depuis près de quinze ans.

Premièrement, on assiste à un effet de rattrapage après la déconvenue de l'immobilier des années 90. Mis à part pour les appartements en PPE, qui ont connu une envolée spectaculaire, les prix nationaux en termes réels sont encore en deçà de ceux atteints lors du précédent cycle haussier (cf. **Graphique 2**).

Deuxièmement, d'un point de vue financier, dans un marché où l'offre et la demande s'équilibrent, le taux d'intérêt constitue la principale variable de formation des prix. De ce point de vue, l'actif financier « immobilier » est comparable aux obligations dont le cours varie inversement à l'évolution des taux d'intérêt. La hausse n'est donc pas surprenante si l'on considère que les taux des emprunts à 10 ans de la Confédération sont passés de plus de 4% en 2000 à moins de 1% aujourd'hui.

Finalement, malgré un marché de la construction qui tourne à plein régime depuis des années, l'offre n'a, dans son ensemble, pas suivi la demande. Cette situation pourrait rapidement évoluer, notamment dans les zones périphériques, mais n'est pas à l'ordre du jour dans les principaux centres urbains du pays. En effet, la demande a été fortement influencée par l'évolution démographique qui a vu la population résidente augmenter de plus de 1 million de personnes au cours des quinze dernières années. L'entrée en vigueur de la libre circulation des personnes en 2007 a même accéléré ce phénomène.

L'instabilité fiscale et les incertitudes liées à la récente votation contre l'immigration de masse que nous vivons aujourd'hui pourraient, dans le pire des scénarios, inverser la tendance et casser la dynamique actuelle. Mais le scénario le plus probable reste un ralentissement de l'immigration qui n'est pour le moment pas clairement prévisible, ni dans son ampleur ni dans sa durée.

Globalement, le taux de vacance (logement) se maintient à un niveau extrêmement bas (inférieur à 1% selon l'Office fédéral de la statistique), situation que l'on peut qualifier de pénurie.

### 3) Risques de dérive du marché hypothécaire

À la suite de la crise financière et de la forte appréciation du franc, la BNS n'a eu d'autre choix que d'instaurer et de maintenir les taux directeurs au plus bas afin de préserver le cours plancher de l'EUR/CHF à 1,20. En raison des pressions déflationnistes et de l'appétit pour des actifs de première qualité, comme les emprunts de la Confédération, le coût du financement hypothécaire s'est retrouvé fortement réduit. La demande de financement est repartie à la hausse aggravant le déséquilibre entre l'offre et la demande sur le marché immobilier, ce qui a contribué à renforcer les prix.

Si la concurrence entre les banques n'a pas eu un grand impact sur les marges de crédit qui étaient déjà faibles, elle a eu pour conséquence un relâchement, notamment lors des opérations *exceptions to policy*.

Une enquête menée par la BNS en 2010 auprès de 31 établissements (couvrant 92% du marché hypothécaire suisse), montrait les premiers signes d'une baisse de la qualité des crédits, notamment du fait de politiques d'exceptions par rapport aux règles internes. Ce constat a été confirmé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) lors de contrôles directs menés auprès de certaines banques. Cela a conduit à la décision d'une collaboration renforcée entre les deux instituts et à une volonté accrue de surveillance macro-prudentielle. Il a notamment été demandé à l'Association suisse des banquiers (ASB) de revoir les mesures d'autorégulation dans le domaine hypothécaire.

## C) Les mesures et leurs effets

### 1) Mesures prises par l'ASB, la FINMA, la BNS et le CF

Ces deux dernières années ont vu l'entrée en vigueur des mesures suivantes:

- Le 1<sup>er</sup> juin 2012, le CF a instauré un volant anticyclique pouvant être activé à la demande de la BNS après consultation de la FINMA. Concrètement, il s'agit de pouvoir exiger aux banques des fonds propres pouvant atteindre 2.5% des actifs pondérés en fonction des risques afin de renforcer leur résistance à une croissance excessive du crédit.

Parallèlement, le CF a également validé les exigences en matière de financement hypothécaire, décidées par l'ASB et approuvées comme standards minimaux par la FINMA. Ces règles fixent la part minimum des fonds propres ne provenant pas du deuxième pilier à 10% de la valeur de nantissement. Un acquéreur ne pourra donc plus financer les 20% de fonds propres requis à l'aide de ses seuls avoirs du 2<sup>e</sup> pilier.

- En outre, pour les immeubles d'habitation, la dette hypothécaire doit être ramenée aux deux tiers de la valeur de nantissement en l'espace de vingt ans.

Depuis, la décision d'activer le volant anticyclique a été prise par le CF en février 2013, à hauteur de 1%, et en janvier 2014, de 1% supplémentaire, pour un total de 2%.

En complément du volant anticyclique de fonds propres, des discussions se sont également poursuivies entre le Département fédéral des finances (DFF), la FINMA, la BNS et des représentants du secteur bancaire pour renforcer les directives d'autorégulation relatives à l'octroi de prêts hypothécaires.

Finalement, en juin 2014, l'ASB a décidé de revoir ses mesures d'autorégulation pour le marché hypothécaire en adaptant deux de ses directives. Concrètement, la durée pour ramener le montant de la dette aux deux tiers de la valeur de nantissement de l'immeuble passe de vingt à quinze ans et l'amortissement devra se faire par tranches régulières (de manière linéaire). La valeur de nantissement à prendre en compte, s'agissant du financement de l'achat d'un

bien immobilier ou d'un changement de propriétaire, sera la plus basse entre la valeur du marché et le prix d'achat. D'autre part, dans le cadre de l'évaluation de la capacité financière de l'acquéreur, les revenus du conjoint pourront uniquement être pris en compte dans les situations où l'on se trouve en présence de débiteurs solidaires. Ces mesures ont été validées comme standards minimaux par la FINMA début juillet.

### 2) Effets perceptibles sur le marché hypothécaire

Ces mesures macroprudentielles devraient permettre de ralentir le marché hypothécaire, qui n'a progressé que de 3.8% ces douze derniers mois (à fin mai) contre 5.6% au cours des douze mois précédents. Néanmoins, de nouvelles mesures sont en discussion au niveau fédéral pour interdire les retraits anticipés de l'épargne provenant du 2<sup>e</sup> pilier (avec le risque que ces discussions provoquent des achats anticipés qui menaceraient le processus de ralentissement espéré).

## II-INVESTISSEMENT IMMOBILIER INDIRECT: CARACTÉRISTIQUES, DÉVELOPPEMENT ET PERSPECTIVES

En préambule, on pourrait dire cyniquement que plus on limite l'accès à la propriété du logement, plus forte est la demande (et donc la pression sur les prix) pour des appartements en location. Ce phénomène est un avantage pour l'investisseur en immobilier indirect, puisque le segment du logement représente plus de 50% du marché.

### A) Caractéristiques des investissements en immobilier indirect.

#### 1) Profil de rendement/risque

Le marché immobilier indirect présente un profil de rendement/risque qui se situe entre le marché obligataire et celui des actions. Il est faiblement corrélé aux autres investissements, ce qui en fait une classe d'actifs à part entière. Ainsi, au sein d'un portefeuille global, l'immobilier permet d'améliorer le ratio rendement/risque. D'autre part, l'immobilier indirect confère une certaine liquidité à un investissement immobilier qui, lui, par nature ne l'est pas. Le prix de cette liquidité est une volatilité plus importante qu'un investissement en direct,

mais qui est compensée par un rendement net supérieur sur le long terme.

#### 2) Potentiel de diversification

L'investissement immobilier indirect est également source d'une diversification accrue sur un nombre important d'objets. Cette diversification peut également s'entendre d'un point de vue géographique et/ou par type de biens détenus (logements, surfaces de bureau, surfaces de vente, industriel, artisanal, etc.).

La variété des produits offerts sur le marché permet également de tirer profit d'une combinaison optimale entre les différents véhicules de placement (fondations, sociétés et fonds immobiliers). De plus, la possibilité de mettre en place différentes stratégies permet de diversifier les risques à l'intérieur de la classe d'actifs.

### B) Développement récent de la classe d'actifs

#### 1) Au sein des caisses de pensions

La part de l'allocation des investissements immobiliers dans les caisses de pensions est passée de 16% à 20% au cours des dix dernières années au détriment principalement de la classe obligataire (qui n'a pas la préférence des investisseurs dans un environnement de faibles rendements). On estime à un tiers la part consacrée à des investissements indirects. En revanche, cette part varie fortement selon la situation propre à chaque caisse et ses possibilités de gérer (ou non) un parc immobilier en direct.

On notera également que de plus en plus d'acteurs se tournent vers les investissements indirects pour des raisons de diversification, de confort dans la gestion (délégation de la gestion à des professionnels) de même que par manque d'opportunités sur le marché immobilier direct.

À fin juin 2014, la capitalisation boursière des fonds totalisait 30,3 milliards de francs, celle des sociétés 11,9 milliards de francs et celle des fondations 28,2 milliards de francs, soit presque trois fois plus qu'en 2000. Cela s'explique certes en partie par l'évolution favorable des prix, mais surtout par les nombreuses augmentations de capital que les différents acteurs ont menées pour investir dans de nouveaux projets.

## 2) Facteurs qui influencent le marché indirect

À long terme, l'immobilier indirect reste totalement lié à l'évolution du marché immobilier direct. Il n'en va pas de même à court et à moyen termes, car le marché répond alors à des dynamiques différentes.

Premièrement, la liquidité restreinte du marché immobilier (environ 40 millions de francs échangés par jour) peut avoir des répercussions sur l'évolution des cours à court termes. Les investisseurs passifs, quasi absents du marché avant 2008, représentent aujourd'hui une part importante du volume quotidien. Deuxièmement, tout comme pour l'immobilier direct, il existe une relation inverse entre l'évolution des taux et la demande pour les placements immobiliers indirects. Ce lien se vérifie d'un point de vue statistique lorsque l'on compare l'évolution des taux d'intérêt avec celle des titres immobiliers (cf. **Graphique 3**).

Troisièmement, les augmentations de capital qui totalisent plusieurs milliards de francs par année, et qui ont accompagné le développement de cette classe d'actifs, sont un facteur d'influence important dans la valorisation du marché.

Finalement, lors de la récente crise financière, l'immobilier titrisé a également fait office de valeur refuge et un flux important s'y est dirigé. À la reprise des marchés des actions en août 2012, un mouvement inverse

s'est produit, provoquant une consolidation du marché des fonds immobiliers.

## C) Valorisation et perspectives

Après avoir atteint un niveau de valorisation très attrayant au début de 2014, le marché est nettement reparti à la hausse ; à fin juillet, les fonds bondissaient de près de 7% et les sociétés de 9%.

### 1) Facteurs de performance

Pour les placements cotés, comme les sociétés ou les fonds immobiliers, la performance se compose du dividende, de l'augmentation (ou diminution) de la valeur nette d'inventaire (VNI) et de la variation du niveau d'agio. Pour les fondations immobilières (qui ne sont pas cotées, mais valorisées selon leur VNI), seules les deux premières composantes influencent la performance.

### 2) Rendement au dividende

Le rendement au dividende actuel de 3,1% pour les fonds est légèrement inférieur à la moyenne des dix dernières années (3,3%), mais l'écart par rapport au taux de la Confédération à 10 ans (environ 0,5% à fin juillet) reste très important, et donc attractif. Pour les sociétés, ce rendement se situe à 4,3%, identique à la moyenne historique sur dix ans.

### 3) Augmentation des VNI

Depuis 2003 (sur une base annualisée), l'augmentation des VNI a contribué à la performance à hauteur de 2,0% pour les

fonds et de 2,9% pour les sociétés. À noter que les VNI sont calculées par des experts indépendants et sont basées sur un modèle de type Discounted Cash Flow (DCF). Ces VNI sont une estimation de la valeur des immeubles dans des conditions normales de marché. Elles n'ont toutefois pas suivi la hausse des prix des transactions et gardent dans certains cas des marges d'appréciation, même s'il est probable que leur rythme de croissance ralentira à l'avenir.

### 4) Niveau d'agio

Le troisième contributeur à la performance, la variation du niveau d'agio, est le facteur le plus volatil. Tantôt positive, tan-

tôt négative, la variation oscille autour d'une moyenne que l'on situe aux alentours des 15% pour les fonds. Ce niveau se justifie par la liquidité et par la diversification qu'offre un investissement indirect au travers d'un fonds (plutôt qu'un investissement direct) et parce que la VNI tient compte des impôts dus en cas de liquidation.

L'augmentation et la diminution du niveau d'agio dépendent directement de l'offre et de la demande sur le marché. Le bas niveau des taux et l'intérêt toujours important pour l'ensemble de la classe d'actifs (direct et indirect) justifient pleinement la prime actuelle sur le marché. À fin juin, cette dernière se situait à 18,1% pour les fonds et à 5,8% pour les sociétés. En 2012, lorsque les taux étaient à des niveaux similaires, la prime avait bondi jusqu'à 30% pour les fonds et 20% pour les sociétés.

## III-CONCLUSIONS

Le risque actuel pesant sur les investissements immobiliers provient essentiellement de la faiblesse des taux d'intérêt. Une remontée, rapide et importante, de ces derniers aurait des effets négatifs sur la valeur des investissements immobiliers tant directs qu'indirects.

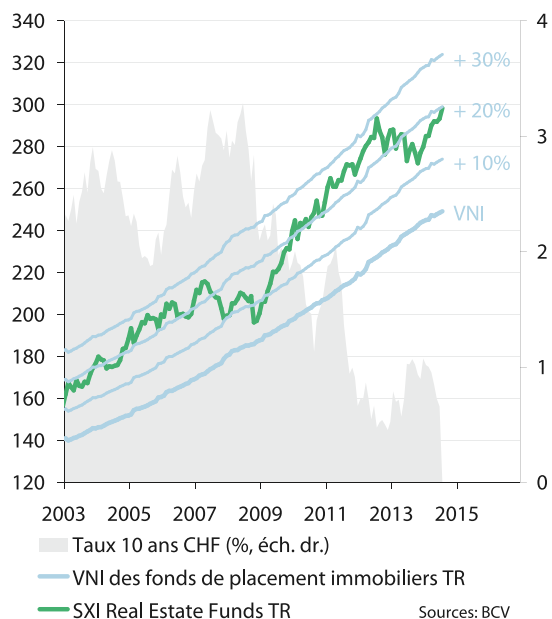
En revanche, les fondamentaux du marché (équilibre offre/demande, taux de vacance bas, absence manifeste de surcapacités, bonne santé de l'économie, etc.) restent sains.

Une augmentation des taux se répercuterait sur toutes les classes d'actifs, en particulier sur les obligations qui subiraient un impact plus important que l'immobilier indirect.

De par sa nature hybride entre actions et obligations, l'immobilier indirect serait alors probablement considéré par les investisseurs comme une valeur refuge.

Ironie du sort, ce sont d'une certaine façon les mêmes acteurs (les banques centrales et la BNS qui fixent les taux) qui sont responsables des prix élevés actuels du marché immobilier et qui doivent prendre des mesures pour en freiner la hausse. ■

**Graphique 3 : Évolution de l'agio depuis 2003**





**GROUPE G.DENTAN**

*"à l'abri du temps"*

# Étanchéité et isolation sur toiture plate

**1020 Renens 1**  
Av. de Longemalle 21  
Tél : 0848 336 826  
Fax : 021 637 31 30

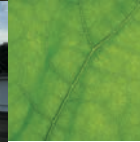


**Installation photovoltaïque**

**Béton projeté**



**1400 Yverdon-les-Bains**  
Rue des Moulins 119  
Tél : 024 420 27 37  
Fax : 024 420 27 38



**Sablage**

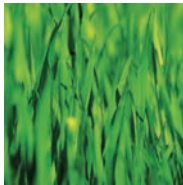
**1809 Fenil-sur-Corsier**  
Rte de Fenil 56  
Tél : 021 925 95 95  
Fax : 021 925 95 91



**1902 Evionnaz VS**  
Route du Simplon 14  
Tél : 027 766 40 10  
Fax : 027 766 40 11

**Résine**

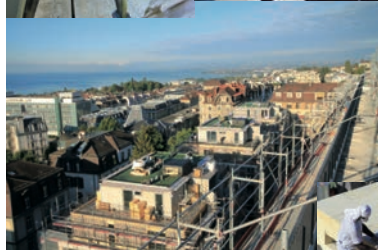
**2854 Bassecourt**  
Rue de la Pâle 31  
Tél : 032 427 06 66  
Fax : 032 427 06 67



**1260 Nyon**  
Ch. d'Eysins 41  
Tél : 022 361 30 55  
Fax : 022 361 35 33

**Entretien**

**1762 Givisiez**  
Rte André-Piller 21  
Tél : 026 460 82 00  
Fax : 026 460 82 05



**2301 La Chaux-de-Fonds**  
Rue des Entrepôts 41  
Tél : 032 925 00 78  
Fax : 032 925 00 79

**Entretien des toitures plates**

[www.dentan.ch](http://www.dentan.ch)



**1400 Yverdon-les-Bains**  
Chemin de la Chèvre 4  
Tél : 024 424 82 90  
Fax : 024 424 82 91

# Une conjoncture mondiale toujours conditionnée par le volontarisme des Banques centrales et les effets récessifs de la réduction de l'endettement des pays développés



par  
Jean Médecin  
Membre du Comité d'Investissement

Carmignac Gestion

**L'**économie américaine envoie des signaux contradictoires entre des symptômes d'inflation à implication modérément récessive et des indicateurs avancés de l'activité dans l'ensemble favorablement orientés. En Europe, la contamination des pressions déflationnistes au cœur de la zone euro a poussé la BCE à agir, tandis que la BoJ se tient prête à accentuer son soutien si nécessaire. Les pays émergents, quant à eux, semblent bénéficier d'un souffle réformiste nouveau.

La vigueur de l'économie américaine aura déçu au premier trimestre 2014. Les attentes des prévisionnistes sur l'ensemble de l'année nous semblent encore élevées. Certes, l'activité devrait être stimulée par un effet de rattrapage sur le premier trimestre et surtout par la conduite d'une politique fiscale moins restrictive. Mais il reste toutefois probable que le taux de croissance ne s'éloigne pas significativement de celui réalisé depuis l'été 2009, soit 2,1% en termes réels, à comparer aux 4,4% obtenus en moyenne sur les 11 cycles d'expansion obtenus depuis la Seconde Guerre mondiale. Outre l'extraordinaire fardeau que constitue la réduction progressive de l'endettement, cet affaiblissement américain notable du potentiel de croissance tient à la faiblesse de l'appréciation du revenu brut réel des ménages (+1,8% sur les 12 derniers mois), à la faiblesse de l'investissement en biens d'équipement (+3,1% seulement en

2013), et enfin à l'impératif de réduction des déficits publics qui s'impute aux dépenses de consommation et d'investissement de l'État fédéral et de l'ensemble des États de l'Union. Ce contexte de croissance modérée ne devrait pas inciter la Fed à accélérer la normalisation de sa politique monétaire, malgré une reprise des tensions inflationnistes qui, n'étant pas engendrée par une hausse des salaires, revêt un caractère à la fois peu durable et de frein à un emballement de l'activité.

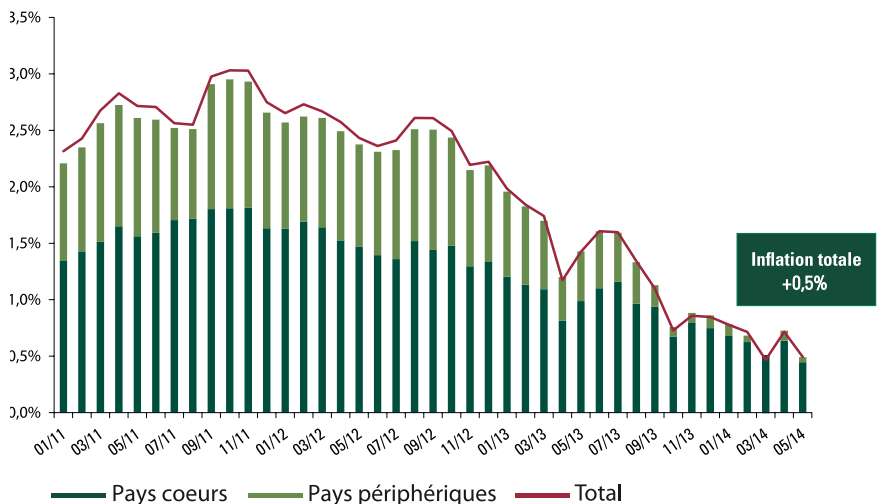
En Europe, la mesure du risque déflationniste semble enfin avoir été prise par la Banque centrale. L'inflation ramenée à 0,38% sur les 12 derniers mois a fourni le

signal à la BCE, d'autant que les pays du noyau dur subissent comme les autres des pressions déflationnistes. Les différentes mesures décidées lors des réunions de politique monétaire des mois de juin et septembre, dont la fixation d'un taux de dépôt négatif est le symbole, n'ont pas déçu. Si la dynamique économique reste plutôt modérée, avec une croissance prévue pour la zone de 1% cette année, il convient toutefois de s'interroger sur le potentiel de la France (0,5% ?) où la faiblesse de la compétitivité produit des effets de plus en plus visibles sur le marché du travail. Que penser également de l'Italie où les coûts unitaires salariaux ont davantage progressé qu'en France depuis début 2012 ? Comment aussi ne pas questionner la croissance allemande, si dépendante de la demande extérieure, dont les États-Unis sont le premier contributeur devant une Chine juste stabilisée ?

L'univers émergent se remet, le plus souvent vertueusement, de la crise de l'été 2013. La prise en compte d'une trop grande dépendance aux capitaux extérieurs a conduit nombre d'économies émergentes à traiter avec efficacité leur problème de comptes courants, par des politiques monétaires restrictives et, dans certains cas, en s'engageant dans une dynamique réformiste. Nous estimons que les réformes seront le facteur discriminant principal des performances économiques et financières futures. En Chine, l'inflation se stabilise autour de 2%, ce qui a permis aux autorités de faire bais-

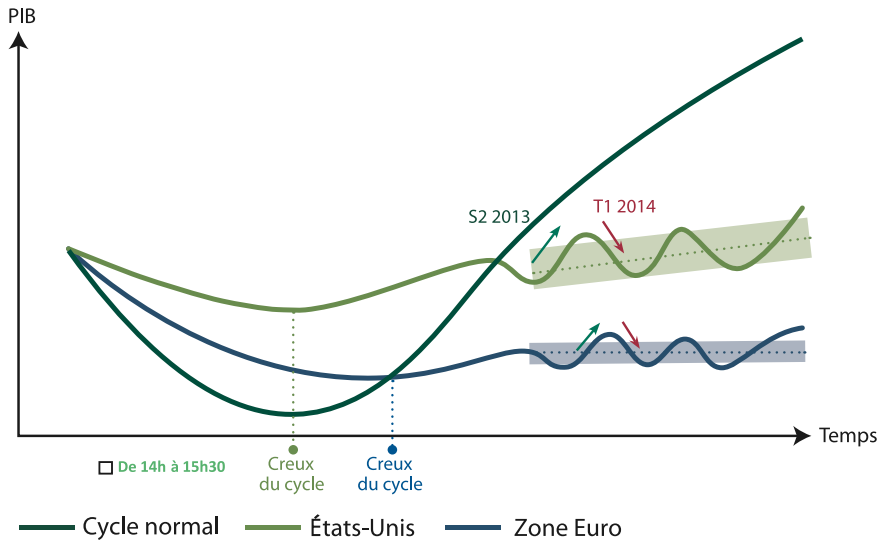
## Une contamination des pressions déflationnistes

Contribution des pays à l'inflation en zone euro



Source : Carmignac Gestion, CEIC, 31/05/2014

## La forme de la reprise économique aux États-Unis et en Europe



Source : Carmignac Gestion, juin 2014

ser le yuan, qui a renoué avec des niveaux oubliés depuis 2011 face au dollar et redonné de l'air aux exportateurs. Enfin, les taux interbancaires se détendent sur l'ensemble de la courbe : ce traitement conjoint de la bulle immobilière et de la compétitivité laisse entrevoir une meilleure orientation de l'économie chinoise après ce qui peut être considéré comme le bas de cycle du premier trimestre où la croissance annualisée s'est repliée à 6%. Avec sa locomotive remise cycliquement sur les rails, l'univers émergent se met en ordre de marche et pourrait bien surprendre positivement.

Au Japon, la hausse de la TVA a entraîné les distorsions dues aux anticipations habituelles de consommation et d'investissement. Il est probablement encore trop tôt pour juger de son effet sur la conjoncture immédiate. Même si la Banque du Japon n'a pas réagi par davantage de stimulation, l'inflation actuelle poussée à 3,7% par la hausse de la TVA, conjuguée aux achats récurrents d'emprunts d'État par l'Institut d'émission, compresse les taux réels à -3% ; de quoi largement encourager la demande de crédit et d'investissement des entreprises dont la croissance des profits constitue déjà une incitation forte. Ainsi, même si le rythme des annonces et de la mise en œuvre des réformes structurelles (la « troisième flèche » de la politique économique du Premier ministre Shinzo Abe) déçoit, l'économie peut s'appuyer sur la disparition des anticipations déflationnistes pour continuer à aller de l'avant sous l'effet du dynamisme de

la demande interne. Le Japon conserve sa singularité dans le concert économique.

Dans l'ensemble du monde développé en crise, les Banques centrales ont su prendre leurs responsabilités, voire davantage, en s'emparant du rôle laissé vacant par des États surendettés de grand horloger des destinées économiques des pays. Même la Banque centrale européenne, sous la houlette de Mario Draghi, est devenue le principal garant auprès des investisseurs de la poursuite du redressement européen, alors même que sa mission première d'assurer une hausse des prix « inférieure mais proche de 2% », est pour l'instant loin d'être remplie. Il fallait certainement avoir le courage d'oser des politiques « non-conventionnel-

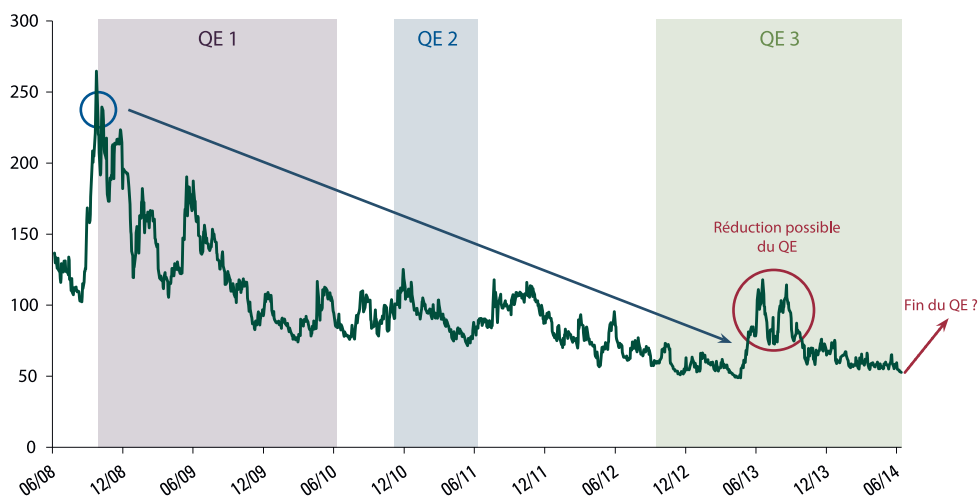
les ». Mais la preuve de la bravoure étant faite, les banquiers centraux vont devoir affronter des défis bien plus compliqués désormais : la Fed va devoir doser sa politique monétaire entre ce que réclame aujourd'hui une économie encore très vacillante et ce que nécessitera bientôt le cycle de remontée de l'inflation. La BCE devra passer de la phase des paroles rassurantes et des liquidités sans limite apportées aux banques, à celle d'un soutien effectif à une économie réelle européenne enlisée dans les pressions déflationnistes du désendettement. Les Banques centrales vont devoir relever un nouveau défi et les marchés pourraient entrer dans une période nouvelle d'incertitudes. Les chiffres du ralentissement économique américain au premier trimestre 2014 mettent en avant la vulnérabilité d'une économie en convalescence à des chocs externes. Ne perdons jamais de vue que, sous le poids du désendettement, cette sortie de crise sera inévitablement lente et fragile.

Le chemin devient donc étroit entre risque de déception macroéconomique et marge de manœuvre des Banques centrales. Le pilotage par les banquiers centraux va devenir de plus en plus délicat et les risques de sortie de route plus fréquents.

### Au sein de cet environnement, quelles sont donc les opportunités de rendement pour l'investisseur ?

Sur le marché des taux, la poursuite de la normalisation progressive de la politique monétaire aux États-Unis entraîne une

### Volatilité des emprunts d'État américains



Source : Bloomberg, 30/06/2014



75x60x7cm

hausse de la volatilité sur les emprunts d'État américains. Dans ce contexte, une gestion active de la sensibilité est nécessaire afin de se prémunir de potentielles tensions sur les courbes de taux des pays développés refuges.

De plus, nous observons une détérioration du marché du crédit américain tant sur des critères fondamentaux et de valorisation que techniques. Les États-Unis sont dans une phase de cycle de crédit plus avancée que celle de l'Europe, où l'on assiste à une reprise de l'endettement, certes nettement inférieur à 2007, mais qui n'est pas reflétée par les niveaux de valorisations des obligations privées, notamment celles avec les notations les plus élevées (BBB à AAA).

Par ailleurs, en Europe, les dettes souveraines périphériques ainsi que les émissions bancaires conservent un potentiel d'appréciation dans le cadre de la normalisation de la situation économique européenne.

Après être passée à l'acte, la BCE devrait poursuivre ses efforts dans les mois à venir en mettant en œuvre un plan d'action encore plus ambitieux, facilitant la poursuite de la baisse des rendements des pays périphériques européens. Les emprunts d'État espagnols et italiens bénéficient de surcroît d'une amélioration de leur macroéconomie et de la mise en œuvre de réformes structurelles.

Le secteur financier européen bénéficie quant à lui d'une situation nettement déférente. Les fondamentaux s'améliorent à marche forcée. Alors que les banques devront se soumettre aux tests de résistance qui débiteront après la revue de qualité des actifs de la BCE, le désendettement bancaire s'élève déjà à plus de quatre milliards depuis le début 2012 et la mise sous surveillance européennes des banques. Ce désendettement, conjugué aux mesures exceptionnelles de financement offertes par la BCE, conduit à une baisse massive des émissions bancaires sur le marché, créant un effet rareté et des conditions techniques favorables sur les notations de premier rang.

Sur le front des actions, la poursuite d'une amélioration de l'économie globale qui demeure suffisamment lente pour que les Banques centrales conservent leur soutien bienveillant reste un moteur pour les actions. Toutefois, si la poursuite de leur appréciation était menacée par des perspectives de croissance décevantes ou une contraction prématurée de la liquidité mondiale, il pourrait être nécessaire d'opter pour un positionnement plus défensif.

Ce contexte de sortie de crise nécessite des portefeuilles où dominent les entreprises capables de traverser le cycle sur leurs mérites propres. C'est également le moment de ne pas perdre de vue l'importance des tendances de long terme ainsi que les entreprises capables de les saisir (par exemple, aux États-Unis, les leaders de la biotechnologie ou de l'Internet mobile, de même que les acteurs de la chaîne de valeur du pétrole et gaz de schiste).

Par ailleurs, certains pays présentent l'avantage aujourd'hui d'une dynamique propre, moins esclave qu'autrefois du rythme de la croissance mondiale. C'est le cas de l'Inde, que son nouveau Premier Ministre Narendra Modi est en train de positionner sur une trajectoire de croissance structurelle. C'est aussi le cas du Mexique dont les réformes déjà engagées par le Président Pena Nieto devrait permettre de libérer le potentiel de croissance du pays et de lui faire retrouver son statut de partenaire industriel privilégié des États-Unis. C'est encore, dans une certaine mesure, le cas du Japon, où la première flèche du soutien monétaire décochée l'an passé fait désormais place à une reprise qui sera soutenue par l'augmentation des investissements et des revenus salariaux. De nombreuses opportunités d'investissement sont donc à saisir dans ces pays.

Nous sommes donc confrontés à un cycle économique qui détonne par sa faiblesse et son hétérogénéité. Ce contexte inédit depuis la fin de la Seconde Guerre Mondiale nécessite des stratégies de gestion adaptées qui vont au-delà des allocations stratégiques figées utilisées traditionnellement par les fonds de pension et investisseurs institutionnels. ■

Achevé de rédiger le 14 août 2014

VEILLER  
SUR VOTRE  
PATRIMOINE ET  
LE DÉVELOPPER  
POUR LES  
GÉNÉRATIONS  
FUTURES

*Banque Privée*



**EDMOND  
DE ROTHSCHILD**

CONCORDIA - INTEGRITAS - INDUSTRIA

[edmond-de-rothschild.ch](http://edmond-de-rothschild.ch)

18, rue de Hesse - 1204 Genève  
[contact-prevoyance@edr.com](mailto:contact-prevoyance@edr.com)



**Le lion** de notre emblème symbolise la puissance et l'excellence mises au service de nos clients.



# Institution de prévoyance : savoir pour prévoir, afin de pouvoir



par  
Adrien Koehli

Directeur Gestion institutionnelle

CONINCO Explorers in finance SA

**D**epuis l'instauration de la prévoyance professionnelle suisse (LPP) en 1985, les caisses de pensions ont connu des beaux jours (années 90) mais ont également navigué contre vents et marées puisqu'elles ont fait face à des baisses des marchés actions allant de 23% sur un jour (1987) jusqu'à 50% sur près de 2 années (crise des subprimes en 2008).

Toutefois, dans les années soixante, il y a eu une période de turbulence antérieure au deuxième pilier avec une performance sur les places boursières de -40% qui a duré cinq ans, soit vingt trimestres ! Si un tel cas devait se représenter, quelle serait la réaction, sachant que lors de la dernière correction majeure (2008), aussi bien le politique que tous les médias avaient annoncé «la fin du monde» ... qui ne s'est bien évidemment pas présentée.

## Mieux vaut prévenir que guérir !

Cet adage – ancien de plusieurs millénaires – peut être appliqué dans de multiples domaines, celui des caisses de pensions ne faisant pas exception. A ce jour, le monde de la prévoyance professionnelle suisse se porte bien puisque la grande majorité des institutions de prévoyance disposent d'une fortune supérieure au montant de ses engagements, soit d'un degré de couverture supérieur à 100%. Cependant, si la plupart des caisses de pensions suisses de droit privé ont un tel ratio qui se situe aux environs de 110%, ceci ne peut que leur permettre de faire face à une chute modérée sur les marchés financiers mais qui ne serait pas de l'ampleur de la baisse enregistrée en 2008.

Cette dernière a néanmoins eu un avantage puisqu'elle s'est déroulée sur une période relativement courte (6-7 trimestres). En effet, lors de périodes baissières, les institutions de prévoyance doivent faire face à un effet ciseau puisqu'elles subissent non seulement une baisse au niveau de leur fortune (actifs) mais doivent également faire face à une hausse de leurs engagements (passifs). Autrement dit, une crise de même ampleur sera d'autant plus pénalisante qu'elle perdurera dans le temps.

Si l'on regarde l'évolution de l'économie depuis la dernière correction majeure traversée, on se rend compte que l'on a déplacé le fondement même du problème des banques, qui présentaient un risque systémique sur l'économie mondiale, aux Gouvernements, que l'on pensait à même de pouvoir supporter ce fardeau. Les difficultés de reprise de l'Europe, couplées avec cet élément, ont engendré des craintes dans cette région au cours de l'année 2011 et qui continue à peser sur ses épaules. Pour essayer de relancer leur économie, les banques centrales ont dû injecter une grande masse de liquidités dans le système, ce qui a conduit à une forte appréciation des marchés financiers (obligations, actions, ...).

Quel en sera le dénouement ? Bien que cela ne soit pas la seule issue possible, il pourrait être envisagé une baisse des différents actifs surévalués à ce jour sur un horizon temps de 5 ans. Ce scénario, figurant parmi les plus pessimistes offre l'avan-



75x60x7cm

tage qu'en se préparant au pire, la situation effective ne pourra qu'en être meilleure : il vaut mieux prévenir que guérir !

### Petit à petit, l'oiseau fait son nid

Pour estimer les effets d'un tel scénario, il a été retenu l'allocation moyenne (cf. graphique 1) ainsi que le niveau de couverture moyen des caisses de pensions suisses de droit privé qui se situe à 110,3% (source : Swisscanto, données à fin 2013). Une baisse telle que connue dans les années 60 a été prise comme base de simulation.

ciers. Il a été considéré un coût moyen de 3,1% (source : Swisscanto).

Tel qu'il ressort du graphique 3, le degré de couverture se dégrade plus rapidement que l'évolution de la fortune compte tenu de la hausse parallèle des engagements (3,1% par année). Ainsi, bien que la performance cumulée sur la période de 5 ans considérée ne soit que de l'ordre de -8% (malgré une baisse des actions de près de 40%), cela implique une évolution du degré de couverture de 110,3% en début de période à 87% au terme de cette période de 5 ans. Ce scénario, qui se base sur le portefeuille

Le début de la baisse pouvant tant débiter le mois prochain que d'ici quelques années (voire jamais dans le meilleur des cas), il reste pertinent de définir quel devrait être le montant des réserves de fluctuation à constituer pour éviter de se trouver dans une situation d'assainissement. Il ressort ainsi du graphique 4 que le niveau nécessaire en moyenne pour les institutions de prévoyance de droit privé suisses devrait se situer aux alentours de 130% pour pouvoir faire face sereinement à un tel scénario, soit près de trois fois les montants accumulés à fin 2013. Il conviendra donc de profiter de tous les trimestres de répit à venir pour accumuler un maximum de provision, bien qu'il paraisse aujourd'hui peu probable de réussir à constituer aussi rapidement de tels montants de réserve.

Il sied de relever que les niveaux définis dans le graphique 4 sont spécifiques à une caisse de pensions ayant des caractéristiques identiques aux paramètres retenus. Ces données permettent donc uniquement de se forger une opinion et il conviendrait de faire l'exercice sur la base des paramètres propres à une institution pour connaître ses besoins de réserve dans un tel scénario.

### Allocation moyenne IP (privées, suisses)

Classes d'actif	Allocation	Espérance de rendement
Liquidités et autres	8.50%	0.00%
Obligations	34.50%	0.75%
Actions	29.40%	6.00%
Hypothèques	1.60%	2.00%
Prêt à l'employeur	1.10%	3.00%
Immobilier	19.90%	4.00%
Placements alternatifs	5.00%	3.50%
<b>TOTAL</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.06%</b>

Graphique 1

### Simulation portefeuille

Graphique 2

Années	Perormance actions CH	Performance portefeuille
1	-17.71%	-4.30%
2	-0.16%	1.07%
3	-6.93%	-1.00%
4	-7.00%	-1.02%
5	-12.09%	-2.58%
<b>Cumul sur la période</b>	<b>-37.49%</b>	<b>-7.67%</b>

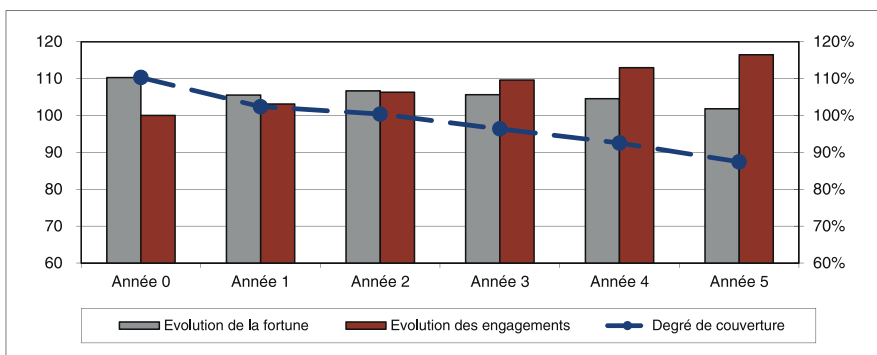
Les classes d'actif, présentant une corrélation historique significative sur les 10 dernières années avec les actions, ont été considérées en tenant compte de leur sensibilité. Pour les autres classes d'actif, leur espérance de rendement (source : CONINCO, cf. graphique 1) a été retenue. Ces éléments ont servi à faire la simulation des performances de ce portefeuille moyen (cf. graphique 2).

Tel que relevé précédemment, les caisses de pensions souffrent d'un double impact lors des périodes baissières puisqu'elles doivent également faire face à une augmentation de leurs engagements (passifs), et ce indépendamment de l'évolution des marchés finan-

ciers des institutions de prévoyance suisses de droit privé, implique que, dans la globalité, ces dernières devraient mettre en place des mesures d'assainissement relativement importantes pour faire face à un tel cas de figure.

### Après la pluie vient le beau temps ?

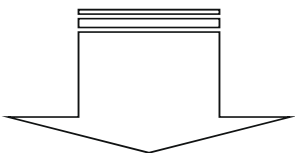
Il paraît raisonnable aujourd'hui encore de supposer que sur le long terme (10 ans, voire plus) les marchés actions devraient évoluer positivement. Cependant, s'il l'on veut être réaliste, l'espérance de rendement



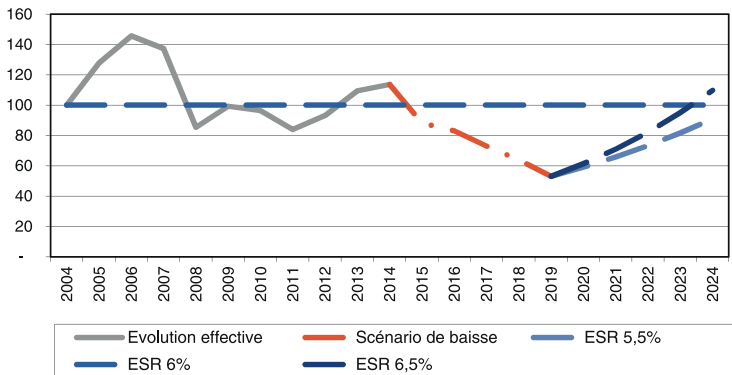
Graphique 3

des actions ne pourra être aussi élevée que les décennies précédentes (les années 2000 en sont un premier exemple). En effet, la performance moyenne des actions suisses sur un horizon de 10 ans depuis 1926 se monte à environ 8,5% ce qui semble un peu

Degré de couverture avant et après

<b>Situation initiale</b>	110.30%	120%	130%
Scénario de baisse sur 5 ans 			
<b>Situation finale</b>	87.42%	95%	103%

Graphique 4



Graphique 5

+22.59% p.a.  
+18.05% p.a.

élevé dans le contexte économique actuel, sous réserve que l'on connaisse une révolution technologique majeure dans les années à venir. Si l'on arrête une espérance de rendement (ESR) pour les actions entre 5,5% et

6,5%, une baisse, telle que celle envisagée dans notre scénario, impliquerait une reprise par la suite pour combler une partie de l'exagération de la baisse qui est enregistrée lors de chaque crise. Tel qu'il ressort du gra-

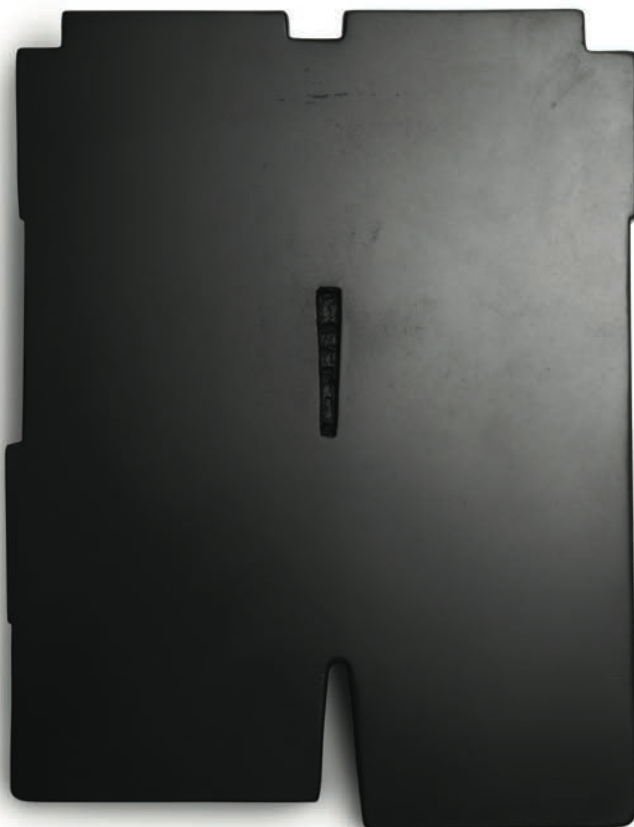
phique 5 (graphique relatif – toutes les courbes évoluent par rapport à un taux fixe de 6%), le potentiel de reprise pourrait respectivement être entre 18% et 22,6% par année si l'on considérait une reprise sur 5 ans.

**Rien ne sert de courir, il faut partir à temps**

Un point fortement oublié est que l'horizon d'une caisse de pensions est à très long terme et que par conséquent elle traversera un grand nombre de périodes baissières au cours de son existence. Il est donc primordial de faire la distinction entre les risques structurels et les risques conjoncturels. Les premiers concernent la pérennité de la caisse dans un contexte normal des marchés financiers. Autrement dit, est-ce que le coût nécessaire à une institution de prévoyance pour atteindre son objectif de réserve de fluctuation de valeur à terme est raisonnable ?

Cette question est surveillée régulièrement par les institutions de prévoyance lors de l'établissement d'une étude spécifique. La seconde catégorie de risques, dits conjoncturels, ne devrait pas remettre en cause la stabilité de l'institution de prévoyance s'il peut être acquis que la première catégorie de risque est maîtrisée. Cependant, la survenance de tels risques impliquent la mise en place de mesures d'assainissement pour pallier le plus rapidement possible à une situation de sous-couverture.

Cet état de fait implique qu'il est donc important pour les caisses de pensions de reconstituer le plus rapidement possible leur marge de risque ce qui peut ainsi leur éviter de devoir mettre en place des mesures déplaisantes en cas de sous-couverture. ■



75x60x7cm

Parce que le vin est une histoire de goût...

DOMAINE VITICOLE DU



CHÂTEAU  
DE  
GLÉROLLES



VENTE À LA PROPRIÉTÉ - SALLE POUR RÉCEPTIONS  
VINOOTHÈQUE - DÉGUSTATION

CAVE DU CHÂTEAU DE GLÉROLLES SA  
CH - 1071 ST-SAPHORIN - LAVAUX  
TEL. 021 946 25 30 - FAX. 021 946 18 08  
INFO@GLEROLLES.CH  
WWW.GLEROLLES.CH

# Des stratégies asymétriques pour une gestion responsable !



par  
Cédric Kohler  
Responsable Advisory

Fundana SA

**D**ans la prévoyance professionnelle suisse, les responsabilités du conseil de fondation sont loin d'être anodines. En effet, les charges d'un membre du conseil définies dans la loi<sup>1</sup> sont non seulement multiples et complexes<sup>2</sup>, mais surtout « *intransmissibles et inaliénables* ».

Si le conseil de fondation peut déléguer une tâche, il reste juridiquement entièrement responsable et chaque membre est solidaire de tout envers tous. Les fautes pouvant être sanctionnées pénalement, la retraite pour un membre de conseil de fondation pourrait très bien ne pas être aussi agréable que prévu. Contraints de composer avec 19 textes légaux, l'800 normes et 640 obligations d'agir, nombre de conseils de fondation paritaires développent ainsi une aversion au risque bien compréhensible, surtout quand on sait que le métier de base de beaucoup de membres n'a souvent rien à voir avec la finance. Dès lors, il n'est pas surprenant de constater que les conseils ne disposent que de peu de temps à consacrer aux stratégies d'investissement et on comprend mieux la tendance actuelle à l'indexation des portefeuilles et à une allocation stratégique simple composée d'obligations, d'immobilier et d'actions.

## La performance sous-estimée

Mais est-ce vraiment la bonne stratégie ? Trop souvent les conseils de fondation sous-estiment l'importance de la performance sur la bonne santé d'une caisse de pension. N'importe quel actuaire vous démontrera assez vite que de toutes les variables

influençant le résultat d'une caisse, tels la variation des effectifs, le taux technique, le coût de la vie, etc., la performance est de loin la plus importante. Une variation de -1% sur la performance des actifs entraîne, selon les circonstances, une augmentation de 2 à 5% des cotisations pour conserver un degré de couverture final de 100%<sup>3</sup>. Il est donc difficile pour un membre de conseil de fondation responsable d'éviter d'étudier sérieusement les problématiques d'investissements.

## Vous avez dit : « asymétrie » ?

Face à la réalité de la baisse des rendements des obligations, d'une allocation immobilière souvent déjà au maximum légal et d'un marché d'actions difficile, il existe pourtant des alternatives. Les stratégies à asymétries favorables en font partie et trouvent de plus en plus leur place dans les allocations stratégiques d'investisseurs institutionnels.

Tous les jours, notre vie est influencée par des choix asymétriques, des situations où nous avons plus à gagner qu'à perdre (asymétrie favorable) ou inversement (asymétrie défavorable). Acheter un billet de loterie ne coûte que quelques francs mais peut rapporter des millions. A contrario, un vendeur d'options encaisse des primes au montant limité mais prend des risques illimités en cas de retournement du marché.

En finance, ce type de déséquilibre est omniprésent. Si les asymétries positives nous sont généralement familières, c'est moins le cas des asymétries négatives. Un investisseur qui achète l'obligation d'une société privée est assuré de toucher son coupon tant que l'entreprise est florissante. En revanche, en cas de défaut, il perd non seulement son coupon mais aussi tout ou partie du montant nominal. De même, les investissements alternatifs de type Cat bonds – appelés aussi ILS (Insurance Linked Securities) – dont le rendement est assuré par les primes versées, pourraient s'avérer catastrophiques si un ouragan, un tsunami et un tremblement de terre survenaient dans une même année. Un tel cas de figure conduirait alors à une perte significative de l'investissement de départ.

## Un nouveau prisme

L'investisseur qui s'habitue à reconnaître ces asymétries développe un nouveau prisme qui lui procure une meilleure compréhension des risques inhérents à ses portefeuilles et qui, au final, l'aide à améliorer la qualité des rendements.

La stratégie d'investissement en actions *long / short* offre une illustration parlante de ces propos. Sur les vingt dernières années, cette stratégie présente, sur cinq ans roulants, un rendement positif moyen de 40%



60x45x6cm

<sup>1</sup> Art. 51a LPP, entré en vigueur le 1er janvier 2012 dans le cadre de la réforme structurelle

<sup>2</sup> Prestations et financement, règlements, bases techniques, organisation, définition des assurés, placements, réassurances, formation, etc.

Tableau comparatif des rendements cumulés sur 5 ans roulants de 1993 à 2014

	Gain cumulé / Fréquence	Perte cumulée / Fréquence
MSCI World	+65% / 58%	-15% / 42%
Action Long/Short	+40% / 98%	-2% / 2%
Obligations Convertibles	+38% / 94%	-5% / 6%
Minimum Variance	+38% / 100%	- / -

Note : Les statistiques se réfèrent à des investissements en US dollars. Période considérée: avril 1993 – avril 2014 pour MSCI World, action long/short, et obligations convertibles. Pour le minimum variance, période considérée: juin 2002 - avril 2014. Pour les actions long / short, un fonds de hedge funds est utilisé afin d'éviter les biais typiques (p.ex. survivance) des indices classiques (p.ex. HFRI). Pour les obligations convertibles l'indice UBS Global Convertible Bond Index a été utilisé. Pour le minimum variance, l'indice Stoxx Global 1800 min. var. a été utilisé.

Source : UBS, Stoxx, Bloomberg, Fundana

contre un rendement négatif moyen de 2% (lire le tableau ci-dessus). A cette première asymétrie s'ajoute une seconde, soit la fréquence des rendements positifs et négatifs, respectivement de 98% et 2%. Cette double asymétrie favorable signifie qu'un gérant ayant décidé d'investir en actions *long / short* avec une fenêtre de cinq ans avait 98% de chances d'atteindre un rendement moyen de 40% et 2% de probabilités de subir une perte de 2% ! Sur la même période et toujours sur cinq ans roulants, le rendement positif moyen du *MSCI World Index* se monte à 65% alors que la perte moyenne est de 15%. En termes de fréquence, le rendement s'avère positif dans 58% des cas et négatif dans 42% des circonstances. On voit bien ici le désavantage des placements traditionnels en actions « *long-only* » face à des stratégies asymétriques: non seulement le *MSCI World* subit des baisses plus importantes (15% contre 2%) mais, de surcroît, leur fréquence est beaucoup plus élevée (42% contre 2%) !

La suite du tableau indique d'autres stratégies dotées d'une excellente asymétrie, comme les obligations convertibles ou le *minimum variance*.

### Gagner plus ou perdre moins ?

A l'opposé de la physique ou de la chimie, il n'y a que très peu de principes immuables en finance. Toutefois, il existe un précepte fondamental simple mais trop souvent oublié, décrit par l'homme d'affaires américain Warren Buffet : « Règle n°1 : ne jamais perdre de l'argent. Règle n°2 : ne jamais

oublier la règle n°1 ». Pour la performance à long terme, la gestion des pertes est cruciale. Doit-on rappeler que pour compenser une perte de 50%, il faut générer une performance de 100% pour retrouver son investissement initial ?

C'est précisément cet écueil que les stratégies à asymétries positives permettent d'éviter : en limitant les pertes, elles réduisent le risque des portefeuilles tout en leur gardant une exposition à la hausse des marchés.

### Plus malin que John Maynard Keynes

Si certains se prétendent capables de réduire la volatilité des portefeuilles en repérant les meilleurs points d'achat et de vente (« *market timing* »), la réalité est moins flatteuse. Même John Maynard Keynes, l'un des plus influents économistes et financiers du 20<sup>ème</sup> siècle, n'a pas vu arriver le krach de 1929. Aujourd'hui, personne ne l'engagerait sur la base de son bilan d'investissement fondé principalement sur le «*market timing*». En 1929, après dix ans de gestion, ses actifs avaient perdu la moitié de leurs valeurs initiales. De 1924 (fortune maximale) à 1929 (fortune minimale), son portefeuille a cumulé une perte de 88%. Et pour arriver à un rendement annualisé de 13% en 26 ans, il lui a fallu trois ans où son portefeuille était en hausse de plus de 100%. Il nous paraît dès lors bien plus aisé d'utiliser des stratégies à asymétries favorables plutôt que d'essayer d'être plus malin que John Maynard Keynes...



102x75x7cm

### Des stratégies simples et compréhensibles

Pour beaucoup d'investisseurs, l'alternatif reste difficile à comprendre et ses stratégies souvent assimilées à des boîtes noires. Pourtant, une approche robuste, fondée sur le bon sens, existe. D'abord, il convient de privilégier des stratégies simples, facilement compréhensibles des membres de conseils. Un test élémentaire permet de s'en assurer : si un des membres du conseil ne peut pas aisément expliquer la stratégie à ses homologues, c'est que celle-ci est inadaptée. Dit autrement, cela fait aussi partie des responsabilités d'un membre de conseil de fondation de dire : « Je n'ai rien compris, veuillez recommencer s'il vous plaît votre explication » ! Ensuite, il faut garder ses investissements liquides. Ce faisant, l'investisseur se donne l'option d'avoir tort et de pouvoir rectifier son allocation quand il le désire.

### Deux fois moins de risques

Dans la myriade des stratégies *hedge funds*, l'une d'entre elles répond parfaitement à ces critères : les actions *long / short*. Cette approche de gestion simple consiste à acheter les titres dont on anticipe une hausse du cours (côté *long*) et à vendre des titres dont on prévoit une baisse (côté *short*). Même si elle est moins habituelle, l'idée du *short* reste intuitive : bénéficier de la baisse du titre d'une société qui, à choix, déçoit les attentes du marché en termes de bénéfice, se lance dans une stratégie incongrue ou, pis, est soupçonnée de malversation. ■■■

<sup>3</sup> Évolution du taux de cotisation nécessaire pour un degré de couverture final de 100% avec un taux de départ de 26.3% à 20 ans. Autres hypothèses: effectif cotisant 1%, coût de la vie 1%, performance 4%.



41x32x5cm

Cette stratégie permet aux investisseurs de bénéficier de la hausse des marchés actions tout en limitant les baisses lors des corrections. Sur le long terme, cela revient à obtenir un rendement équivalent aux actions, mais avec deux fois moins de risques! Habités aux allocations classiques, tous les comités d'investissement sont familiarisés avec l'analyse fondamentale de sociétés, qui représente le cœur de la stratégie actions long / short. Celle-ci est donc facilement compréhensible pour tous. Et comme les gérants en actions *long / short* opèrent sur les marchés les plus liquides du monde, elle permet aussi aux investisseurs de se retirer rapidement le cas échéant.

Bon nombre de caisses de pensions helvétiques ont compris la pertinence d'une telle approche. Il suffit de lire le dernier rapport de l'Office fédéral de la statistique sur la prévoyance professionnelle en Suisse pour

s'en convaincre. Le montant total investi, toutes stratégies confondues, est passé de CHF 16.1 mia en 2006 à CHF 15.9 mia en 2012, contredisant donc totalement la perception générale qui voudrait que les caisses de pensions aient fui les hedges funds. En réalité leur part est restée stable.

### Couler des jours tranquilles

Apprendre à éviter les stratégies à asymétries défavorables pour privilégier celles à asymétries favorables peut ainsi faire une énorme différence tant sur les performances des portefeuilles que sur les angoisses des membres du conseil de fondation. Trop de volatilité dans les rendements génère un stress qui entraîne souvent de mauvaises décisions. Rester investi dans une position qui perd 50% (comme les actions en 2002 ou en 2008) n'est pas facile pour un comité qui se doit de faire un minimum de gestion

du risque. De plus, si le long terme est l'horizon temporel d'une caisse de pension, le conseil de fondation, lui, semble être jugé chaque année en fonction de l'évolution de son degré de couverture. Si une surperformance paraît presque normale, toute sous-performance, même à court terme, attire les reproches. Alors pour éviter les critiques de mauvaise gestion, les plaintes tout en assumant pleinement vos responsabilités de membre de conseil de fondation, mettez de l'asymétrie dans vos portefeuilles !

Les membres de conseils qui ont compris qu'ils ne peuvent se décharger de leur responsabilité de performance en indexant leur portefeuille, mais qui, au contraire, s'efforcent de mettre en priorité la performance à long terme, couleront sans doute des jours plus paisibles. ■

# Humanys : le meilleur allié des chefs d'entreprise

Spécialisé dans le recrutement et le placement fixe et temporaire, Interiman Group vient de lancer l'enseigne **Humanys**, dont les services centrés sur les ressources humaines et articulés autour de deux pôles (Humanys Solutions et Humanys Talents) permettent aux chefs d'entreprises de mieux contrôler leurs coûts.



**Michel Pollak, vous êtes responsable de Humanys, filiale de l'entreprise vaudoise Interiman Group.**

**À qui s'adressent vos services ?**

Avec Humanys Solutions, nous visons les PME qui n'ont pas les moyens ni l'utilité de créer leur propre département RH, et qui souhaiteraient malgré tout bénéficier de l'appui d'un partenaire spécialisé pour assurer la gestion de leur personnel. Avec Humanys Talents, nous tablons sur les grandes entreprises qui cherchent à étoffer leur équipe interne RH ou qui ont besoin de profils spécifiques.

**Quels atouts pour les PME ?**

Nous leur offrons une solution globale digne des plus grands départements RH, et adaptée à tous les budgets. Par ailleurs, le fait que nous déléguions un spécialiste qui fonctionne à l'interne comme un véritable DRH représente une énorme plus-value. Les collaborateurs bénéficient ainsi d'un suivi personnalisé pour toute question relative à leur statut d'employé (salaire,

prévoyance, assurance, absence, vacances, etc.), ce qui permet d'instaurer un climat de travail serein.

**Et pour les grandes entreprises ?**

La plupart d'entre elles disposent de leur propre département RH, mais le temps où le chef du personnel s'occupait de tout est révolu. Aujourd'hui, les sociétés ont besoin de spécialistes métier maîtrisant parfaitement leur domaine (salaire, assurance, formation, ergonomie, etc.), d'où l'intérêt de pouvoir compter sur le soutien de Humanys Talents lorsqu'il s'agit de recruter et engager un spécialiste.

**En quoi vos services améliorent-ils la gestion des coûts ?**

Sur notre site, nous disposons d'un calculateur gratuit qui permet à chaque chef d'entreprise de comparer ce que leur coûterait Humanys par rapport à leur fiduciaire ou leur département RH. Grâce à cet outil révolutionnaire, nous apportons la preuve que toute entreprise peut s'offrir un DRH pour moins de 2000 francs par mois.

**Quelles sont vos prestations ?**

Dans le cadre d'une prise en charge externe de la gestion des RH, nous sommes en mesure d'assurer la gestion des salaires, de soutenir la direction dans ses réflexions au niveau de la planification budgétaire, de mettre sur pied et de conduire un programme de formation interne ou encore d'encadrer les entreprises dans leurs actions de recrutement. Quant au recrutement de spécialistes et généralistes RH, il se fait par l'entremise d'une équipe chevronnée qui s'appuie sur l'expertise métier au cœur de la stratégie de spécialisation de Interiman Group.

**En quoi vos services se distinguent-ils de ceux d'une fiduciaire ?**

Beaucoup de PME travaillent effectivement avec des fiduciaires qui les aident à préparer les fiches de paie ou boucler leur comptabilité, mais il s'agit là d'une approche trop segmentée. De fait, les PME sont contraintes de faire appel à d'autres fournisseurs pour couvrir l'ensemble de leurs besoins, ce qui a un coût souvent exorbitant.

**Quels risques prennent les entreprises qui négligent le volet RH ?**

Le premier concerne les salaires, les impôts à la source et les questions liées à la santé. Dans ces domaines-là, les règles sont strictes, elles évoluent rapidement et les contrôles sont fréquents. Si l'employeur n'est pas en conformité avec la loi, les amendes peuvent être lourdes. Le second danger concerne la consolidation des équipes actives et la préparation de l'avenir. Souvent balayés par manque de temps ou de regard externe, ces sujets pèsent lourd lors de départs soudains, de sous-performances non suivies ou encore de successions non planifiées. ■

## CONTACT

**Humanys Solutions S.A.**

Michel Pollak, directeur  
World Trade Center  
2, av. Gratta-Paille  
1018 Lausanne

Tél. +41 21 552 21 20  
Fax +41 21 552 21 29

[michel.pollak@humanys.ch](mailto:michel.pollak@humanys.ch)  
[www.humanys-solutions.ch](http://www.humanys-solutions.ch)





# Quels sont les risques et rendements en infrastructures ?



par  
Hervé Guez  
Directeur  
recherche investissement  
responsable – Mirova



Raphaël Lance  
Managing Director  
Renewable Energy Infrastructure Funds Mirova  
Environment and Infrastructure - Fideme/Eurofideme 2

Natixis Global Asset Management

L'investissement dans les infrastructures n'a cessé de croître ces dernières années, en particulier au sein du secteur des énergies renouvelables : il a été multiplié par 5 en 10 ans atteignant plus de 250 milliards de dollars en 2013 d'après Bloomberg New Energy Finance, cependant certains clichés n'ont pas encore disparu. Investir dans les infrastructures d'énergies renouvelables (de façon responsable) c'est tordre le coup à deux idées reçues :

- Les énergies renouvelables ne sont pas rentables ;
- Investir dans les énergies renouvelables c'est par nature faire de l'investissement responsable.

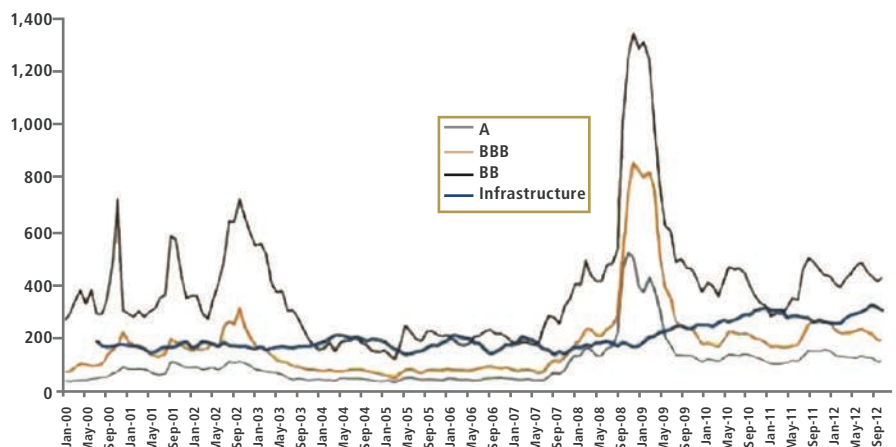
## Première partie : Les infrastructures d'énergies renouvelables, un couple rendement/risque intéressant

### 1.1. Les infrastructures sont une classe d'actif intéressante, notamment dans les conditions de marché actuelles

Depuis la crise financière de 2008, des tensions d'ordres financiers, économiques et politiques s'exercent à travers le monde. Ces tensions sont devenues des tendances de long terme qui influenceront le comportement des agents économiques durant plusieurs années : le surendettement des Etats est devenu le sujet principal d'inquiétude de nos dirigeants, les ménages ont de moins en moins recours à l'endettement

pour consommer, tandis que les banques rechignent à prêter aux entreprises afin de privilégier leurs bilans et les pays émergents ne remplissent plus leurs rôles de moteur de l'économie mondiale. Ces répercussions économiques ajoutées à des difficultés géopolitiques (crise politique en Europe de l'est, guerre au Moyen-Orient...) ont pour conséquence de freiner la croissance mondiale et de rendre les marchés actions extrêmement volatiles. Chaque discours d'un président d'une banque centrale peut entraîner un mouvement général des marchés à la hausse ou à la baisse.

### Spread de rendement entre le LIBOR et les obligations d'entreprises long terme (plus de 7 ans) et les nouvelles émissions de dettes de projets d'infrastructures :



Source: EIOPA (2013), on basis of the information provided by J.P.Asset Management

Face à cette situation inédite, les infrastructures représentent une classe d'actifs attractive pour les investisseurs : les programmes d'infrastructures étant par nature des projets à long terme, à la différence des mar-

chés actions, ils permettent d'assurer aux investisseurs une visibilité claire sur leurs investissements et des rendements stables.

Malgré une volonté de réduction des déficits de la part des gouvernements, les États ne cessent de vouloir développer les infrastructures pour créer des emplois non délocalisables et relancer l'économie. De plus, face à une croissance de l'économie mondiale tournant au ralenti, les banques centrales se trouvent dans l'obligation de mettre en place une politique de taux durablement bas. Ce schéma économique « à la japonaise » pourrait durer encore plusieurs années et priver les investisseurs de rendements obligataires élevés.

Les dettes émises pour des projets d'infrastructures, dont la notation moyenne est BBB, présentent de nombreux avantages par rapport aux obligations d'entreprises :

- À notation similaire, les rendements des projets d'infrastructures ont des rendements supérieurs, en partie dû à une prime d'illiquidité ;
- Les spreads sont moins volatiles, grâce à une stabilité des rendements et un taux de recouvrement stable.

Il est à noter que dans un cycle de reprise économique, les infrastructures bénéficieront également du retournement économique. En particulier les infrastructures

d'énergies renouvelables situées dans les pays (notamment en Suède) où les tarifs de rachat de l'électricité ne sont pas fixes mais dépendent de l'offre et de la demande.

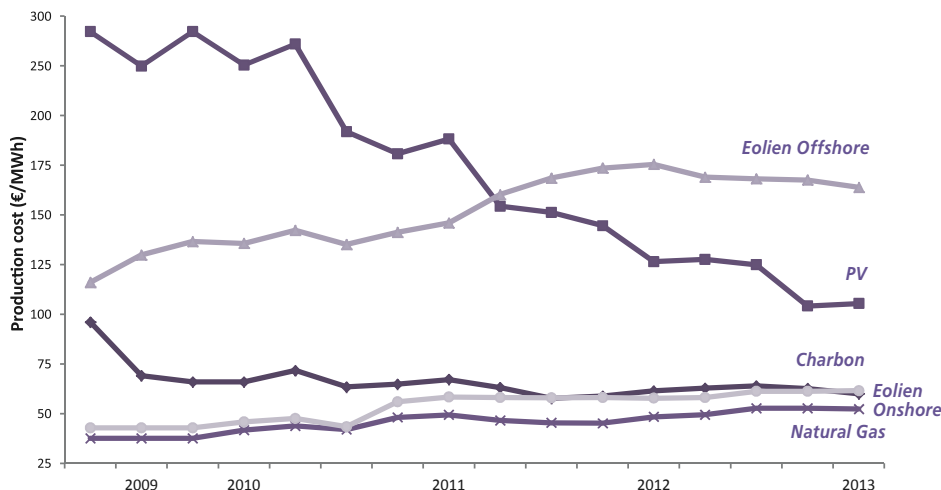
L'investissement dans des infrastructures d'énergies renouvelables représentent une solution idéale pour les investisseurs afin d'assurer une diversification de leurs portefeuilles et de gérer au mieux le couple rendement/risque. Les épargnants ont besoin d'investir dans des produits financiers leurs garantissant des revenus stables avec une volatilité faible.

### 1.2. Les énergies renouvelables en infrastructure offrent de belles perspectives

L'investissement dans les infrastructures d'énergies renouvelables n'est pas un phénomène récent, le développement de ces technologies est soutenu depuis plusieurs années par les Etats dans l'optique de lutter contre le changement climatique, en imposant par exemple aux électriciens nationaux d'acheter l'électricité produite par des infrastructures d'énergie renouvelables à des tarifs fixes bonifiés sur des durées de 15 à 25 ans. Cependant, certains pays ont déjà un solide réseau d'infrastructures d'énergies renouvelables, ainsi les tarifs de rachats d'électricité produits par ces infrastructures sont libres. En Europe, la part des énergies renouvelables dans la consommation totale d'énergie ne cesse d'augmenter. En France, la part des énergies renouvelables (incluant l'hydro) est passée de 10.3% en 2005 contre 13.4% en 2012, tandis qu'en Allemagne la part des renouvelables a plus que doublé sur la même période passant de 5.8% à 12.4%. Les objectifs européens qui fixent à horizon 2020 un objectif de 20% d'énergie renouvelables dans la consommation d'énergie finale des Etats Membres accentueront cette tendance.

Afin d'atteindre ces objectifs ambitieux, il manque à ce jour 112 gigawatts de capacités additionnelles au niveau européen, ce qui correspond à des besoins de financement de 236 milliards d'euros. La réalisation de ces objectifs passera entre autres par le développement des centrales solaires photovoltaïques, des centrales de biomasse et par le développement de l'éolien terrestre (65 gigawatts de capacités nouvelles devrait être installées)... Pour financer ce type d'infrastructures, coûteuses mais générant ensuite des cash flows stables et prévisibles, on peut recourir à un endettement assez élevé sans mettre en péril les projets, en utilisant des outils de financement de pro-

Coût de la production d'électricité (€/MWh) – (Source Bloomberg - 2014) :



Source : Bloomberg 2014

jets classiques. Il faudra donc « seulement » 71 milliards d'euros de fonds propres pour financer ces projets.

Au-delà du besoin politique de diversification du mix-énergétique, les technologies d'énergies renouvelables, en particulier le solaire photovoltaïque, l'éolien terrestre et la biomasse, sont devenues au fil des années une classe d'actifs attractive à faible risque pour les investisseurs. Les deux principaux freins à l'investissement dans ce type de classes d'actifs disparaissent :

- 1) Les technologies arrivant à maturité : les grands problèmes techniques appartiennent au passé.
- 2) Parallèlement nous avons assisté à une baisse significative des coûts de construction limitant ainsi la dépendance des projets ENR aux subventions. Certaines technologies ont vu leurs coûts de production chuter très rapidement : dans le photovoltaïque, les coûts de production ont baissé de 65% entre 2010 et 2012, atteignant ainsi un coût de production légèrement supérieur à 100€/ MWh<sup>1</sup>, ce qui correspond peu ou prou à celui estimé pour le nucléaire de nouvelle génération, type EPR.

Plusieurs éléments peuvent expliquer la baisse des coûts de production (baisse du prix du silicium, technologie plus fiable et plus performante, etc.), mais un des éléments clés est la baisse significative des coûts d'achats de matériels pour les développeurs de projets. Les acteurs du marché photovoltaïque et éolien ont en effet cherché à accroître leurs capacités de produc-

tion pour prendre des parts de marché au milieu des années 2000 créant des surcapacités, surcapacités accentuées par la crise financière et menant à des guerres de prix suivie d'une consolidation du marché.

Cette situation a bénéficié aux gouvernements et aux consommateurs puisque, dans la plupart des cas, les subventions ont pu progressivement baisser, tout en maintenant les rendements des investisseurs sur les nouveaux projets devenus de fait moins risqués (risque limité de remise en cause des subventions).

Pour les investisseurs dans les projets d'énergies renouvelables, il en résulte une espérance de performance très intéressante. En moyenne, sur ce type de projet, les investisseurs peuvent s'attendre à une rentabilité annuelle de 7% sans levier bancaire, avec une rentabilité des fonds propres comprise entre 10% et 12% lorsque le projet est financé à 70 - 80% par de la dette (montage classique).

### Deuxième partie : Energies renouvelables et Investissement Responsable, une tautologie ?

#### 2.1. Oui, le bénéfice en émission de gaz à effet de serre (GES) des énergies renouvelables est incontestable

Par définition, les projets d'infrastructures d'énergies renouvelables permettent de

<sup>1</sup>Hors coût de l'intermittence

réduire les émissions de gaz à effet de serres. Ces technologies, avec le nucléaire (la réaction de fission n'émet pas de gaz à effet de serre) représentent les meilleurs moyens de lutter contre le changement climatique.

Ainsi, pour atteindre le scénario 450 permettant de limiter la hausse des températures mondiales à 2°C, l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE), prône un changement radical du mix énergétique. Le poids des énergies issues du pétrole et du charbon passerait de 60 % en 2011 à 41 % en 2035, la part du gaz resterait relativement stable, tandis que les énergies renouvelables verraient leurs poids augmenter de 13 % à 27 %, enfin le poids du nucléaire devrait doubler passant de 5 % à 10 %. En Europe où le potentiel de production hydraulique est déjà très largement exploité, la croissance des renouvelables passera essentiellement par le développement de l'éolien, du solaire et de la biomasse qui passeraient ainsi de 9 % à 29 % du mix.

Il est à noter que malgré les avantages indéniables des infrastructures d'énergies renouvelables et les coûts de production en baisse, l'AIE ne privilégie pas uniquement ce type d'infrastructures. En effet, l'exploitation de ces infrastructures dépend de facteurs externes que nous ne pouvons pas contrôler (niveau d'ensoleillement, force et régularité des vents...) et qui diffèrent en fonction des régions. De plus, les technologies de stockage d'énergie ne sont pas encore assez développées pour nous permettre de compter uniquement sur les énergies renouvelables. Nous devons donc continuer à nous appuyer sur un mix énergétique diversifié pendant plusieurs années.

## 2.2. La diminution des GES n'épuisent pas toutes les problématiques environnementales et sociales

Malgré une diminution des émissions de GES, toutes les infrastructures d'énergies renouvelables ne représentent pas automatiquement un investissement socialement responsable (ISR). Afin de s'assurer de l'impact réel des projets, l'intégration de



75x60x7cm

critères sociaux et environnementaux lors de l'analyse des projets s'impose.

Ces critères ISR ne concernent pas uniquement les usines de production des équipements dans les pays à faible réglementation où les droits de l'Homme ne sont parfois peu ou pas respectés, mais également les chantiers de construction dans les pays développés. Ainsi, il faut entre autres veiller à :

- Limiter la pollution sonore et visuelle, en installant les infrastructures dans des zones adaptées (zones non protégées et/ ou loin des habitations).
- Optimiser la protection de la biodiversité, en sélectionnant des technologies qui optimisent la production d'électricité et qui préserve les ressources naturelles (turbines éoliennes/panneaux recyclables).
- S'assurer du développement de l'économie locale et de la création d'emplois, en privilégiant les entreprises locales dans le projet.
- S'assurer de l'acceptation du projet, en informant les riverains et en assurant le partage de création de valeur.

Comme nous venons de le constater de nombreux critères sont à prendre en compte avant de s'assurer qu'un investissement dans une infrastructure d'énergie renouvelable est acceptable d'un point de vue ISR. Il est donc indispensable de conduire systématiquement une évaluation environ-

nementale et sociale complète des projets, en utilisant une méthodologie définie.

Chaque projet doit être évalué entre le simple respect de la réglementation et la mise en œuvre des meilleures pratiques envisageables (engagements ambitieux, objectifs chiffrés nettement au-dessus de la moyenne, pénalités adaptées pour non-respect des engagements...) sur sa durée de vie, de sa conception à sa fin de vie. Cette analyse requiert des expertises et des moyens spécifiques.

Elle ne permettra pas uniquement d'améliorer la création de valeur extra-financière, mais également la création valeurs d'un point de vue financier. En effet, l'utilisation des « best practices » d'un point de vue environnemental et social pour un projet est un levier d'attrait supplémentaire lors des appels d'offres, un levier d'amélioration de la rentabilité du projet permettant une meilleure plus-value lors de la revente du projet.

## Conclusion

Avec les compétences idoines, les infrastructures d'énergies renouvelables représentent un véhicule idéal pour l'investissement responsable offrant une valeur ajoutée sociale, environnementale et économique ainsi qu'une diversification de classes d'actifs dans une allocation globale de portefeuille. ■

# Quelles attentes par rapport à l'investissement durable ?



par  
Julien Godat  
Responsable  
Clientèle institutionnelle  
Suisse romande

Simon Perrin  
Analyste senior  
en durabilité



**Notenstein Banque Privée SA**

**D**epuis 2008, les marchés financiers ont subi de profonds changements. En effet, suite à l'éclatement de la crise financière, les banques centrales ont appliqué des politiques monétaires ultra-accommodantes dans le but de soutenir l'économie globale.

Cela nous a propulsés dans un environnement aux taux d'intérêt artificiellement bas rendant les perspectives d'un investissement obligataire peu attrayantes. En outre, l'investisseur doit composer avec un risque de contrepartie étatique élevé au vu du surendettement de certains pays industrialisés. Suite à ce changement de paradigme, le besoin de rendement est probablement resté la seule constante et les institutions de prévoyance se retrouvent ainsi contraintes de prendre tendanciellement plus de risques afin de remplir leurs engagements futurs. Un tel contexte est sans précédent et rend la recherche et l'exploration de nouvelles solutions d'investissement indispensables. Le défi actuel réside principalement dans l'identification des prochaines grandes tendances et la mise en place de gestions innovantes des risques. À ce titre, l'investissement durable qui accorde, parallèlement aux aspects économiques, une attention particulière aux aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance, est susceptible d'apporter des éléments de réponse.

## Raisons d'être et objectifs de l'investissement durable

Les entreprises et autres émetteurs de titres n'évoluent pas dans une sphère fermée. En effet, en plus de faire face à la réalité économique, toute entreprise interagit avec l'environnement et la société. Dans l'optique d'une pérennisation du modèle

d'affaires, il est donc nécessaire de développer une stratégie considérant les risques et les opportunités liés à ces interactions, que ce soit le changement climatique ou encore des bouleversements socio-économiques. Plus concrètement, l'un des défis mondiaux actuels est de réduire la consommation de ressources naturelles qui se raréfient, sans que le processus de rattrapage des pays en voie de développement ne soit entravé. D'ailleurs, le transfert de la production vers certaines de ces régions (notamment répandu dans les secteurs du textile ou de l'électronique) illustre bien les opportunités mais également les risques pour les entreprises : s'il permet la réduction du coût du travail et encourage le développement socio-économique dans des régions encore privées d'investissements, il a souvent pour corollaire des salaires faibles et des conditions de travail difficiles qui se traduisent par des accidents, une loyauté plus faible des employés, voire des tensions sociales.

À ce titre, une analyse poussée de l'ancrage de l'entreprise dans son environnement naturel et social est indispensable afin d'évaluer la durabilité de son activité. Or, une telle appréciation n'est pas possible si l'on considère uniquement des facteurs financiers. La prise en compte d'aspects extra-financiers permet une analyse plus globale d'une entreprise dans l'optique d'un investissement. Sur cette base, de plus en plus d'investisseurs institutionnels reconnaissent la valeur-ajoutée que constitue l'intégration d'une réflexion poussée sur la durabilité considérant ces impacts extra-financiers souvent négligés par une gestion de fortune « traditionnelle ». En d'autres termes, une approche visant la sélection de secteurs et de titres qui gèrent au mieux les risques et

opportunités environnementaux et sociaux revêt souvent un double objectif : premièrement, améliorer le profil rendement/risque et, deuxièmement, apporter une contribution positive au développement durable.

## Capacité d'anticipation des risques et des opportunités

Selon une enquête menée en 2013 par l'organisation Novethic auprès de 165 investisseurs institutionnels européens représentant plus de 5'000 milliards d'euros d'actifs, les motivations pour adopter une approche d'investissement durable sont dues de plus en plus à des considérations liées à la gestion du risque à long terme (33% des investisseurs mettent en avant cet argument en 2013 contre 10% en 2009).

Ainsi, l'analyse de durabilité constitue un complément intéressant aux approches traditionnelles dans la gestion des risques. Si l'influence de facteurs environnementaux et sociaux sur le succès économique d'une entreprise (mesurée en fonction de l'évolution de son bénéfice) est incontestée, elle demeure cependant difficilement quantifiable. Il n'est pas possible de déterminer la probabilité d'un accident nucléaire ou d'un important accident chimique ainsi que leurs conséquences directes et indirectes, car il n'y a pas suffisamment de valeurs empiriques disponibles à ce sujet. Or, il semble évident qu'une entreprise qui prend des mesures contre ces risques est mieux positionnée. Un autre exemple est l'influence de la motivation croissante des collaborateurs sur le bénéfice de l'entreprise. Une telle influence est incontestable (en termes de loyauté et de productivité), mais non quantifiable dans la pratique. L'impact de facteurs environnementaux et sociaux n'est souvent pas intégré dans les perspectives des analystes et des acteurs du marché, et donc finalement dans le cours des actions. Ainsi, l'ajout d'une analyse de durabilité approfondie améliore les probabilités d'anticipation des risques environnementaux et sociaux auxquels les secteurs économiques et les entreprises sont exposés.

A titre d'exemple, nous pouvons mentionner le secteur de l'énergie, dont les risques élevés inhérents aux processus de production peuvent donner lieu à de mauvaises surprises. L'accident sur la plateforme pétrolière Deepwater Horizon dans le golfe du

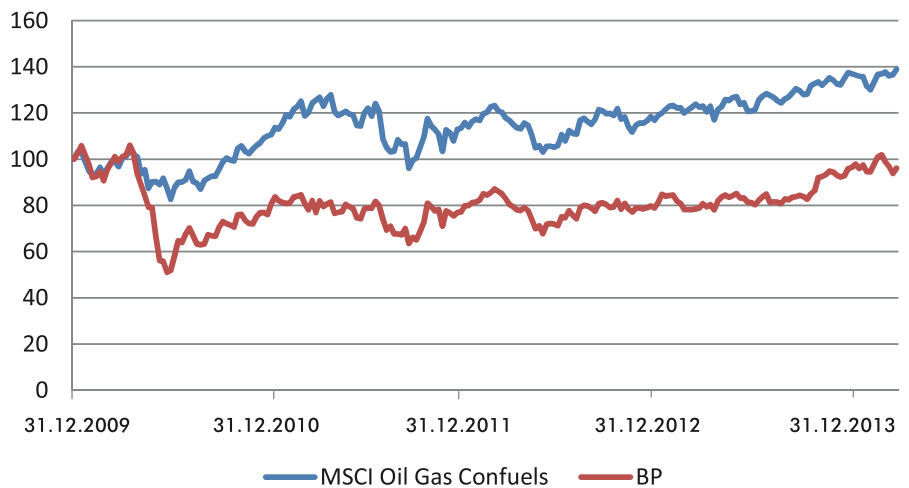
Mexique, en 2010, en est une illustration saillante. Il causa la mort de onze personnes, tandis que près de 5 millions de barils de pétrole brut se sont déversés dans la mer. BP, la société britannique exploitant la plateforme, a dû déboursier une somme colossale pour réparer les atteintes à l'environnement ainsi que payer diverses amendes et dédommagements. La compagnie pétrolière a ainsi été contrainte de provisionner environ 42 milliards de dollars américains, soit plusieurs fois son bénéfice net de 2012 (11 milliards de dollars américains). Les actionnaires ont subi une perte de plus de 40%, et le titre ne s'est toujours pas totalement remis depuis.

Si une analyse détaillée de durabilité apporte une dimension supplémentaire à la gestion des risques en augmentant les chances de les anticiper bien en amont, elle permet également d'identifier des opportunités commerciales très tôt dans le cycle. Souvent, les sociétés proposant des technologies d'optimisation de l'efficacité des ressources et des énergies acquièrent progressivement de nouveaux débouchés et sources de revenus. Les cours boursiers reflètent la réalisation d'un tel potentiel souvent de manière plutôt subite, notamment lorsqu'il devient évident que la nouvelle technologie en question est tout à fait commercialisable. Tesla, le concepteur de voitures électriques, en fournit une parfaite illustration. Le lancement de nouveaux modèles et les premiers succès commerciaux ont dopé les anticipations de croissance, entraînant une multiplication par dix du cours en 2013. Là encore, une démarche durable permet de compléter un processus d'investissement traditionnel dans l'optique d'augmenter la probabilité d'identifier de telles tendances futures.

### Intégration de la durabilité au sein d'un processus d'investissement traditionnel

Il y a plusieurs possibilités d'intégrer une analyse de durabilité au sein d'un processus d'investissement traditionnel. Une première démarche, appelée d'« intégration », consiste à inclure l'analyse de durabilité dans l'analyse financière traditionnelle : on identifie les facteurs extra-financiers pertinents d'un point de vue économique, puis on les intègre dans l'évaluation de la « juste valeur » de l'entreprise. Dans cette approche, l'analyste financier ou le gestionnaire de porte-

### Évolution du cours de l'action BP en comparaison avec le secteur du pétrole, du gaz et du charbon (indexés, en USD)



Source : Thomson-Reuters Datastream

feuille décide donc d'acheter un titre individuel sur la base de sa « juste valeur » qui intègre tant des facteurs financiers qu'extra-financiers. S'il existe un lien positif entre les facteurs environnementaux et sociaux et le compte de résultat d'une entreprise, la difficulté d'une telle démarche réside dans la nécessité de quantifier précisément l'impact des facteurs extra-financiers sur la performance financière. En effet, l'intégration d'aspects liés à la durabilité au sein même de l'analyse financière reste généralement peu probante, ou les résultats se situent souvent dans des fourchettes si larges qu'il devient impossible d'en tirer des informations utiles quant à l'attractivité du cours d'une action donnée.

Une autre démarche possible consiste à établir une distinction claire entre, d'une part, l'analyse de durabilité et, d'autre part, l'analyse financière et la sélection des titres par les gestionnaires de portefeuille. Si nous prenons le cas d'un portefeuille d'actions, de par le caractère global d'une démarche durable, cette analyse a le plus souvent lieu en amont du processus, afin d'identifier un univers d'entreprises éligibles à l'investissement. L'analyse financière est effectuée dans un second temps dans le but d'identifier les actions les plus attrayantes en termes de performance financière au sein de l'univers durable préalablement filtré. La troisième et dernière étape est celle de la construction du portefeuille sur la base des titres les plus intéressants. C'est notamment à ce niveau du processus que les spécificités de placement et de risque-rendement sont prises

en compte. En comparaison à la première, cette seconde approche tient davantage compte du manque de prévisibilité et exclut d'emblée les émetteurs de titres présentant des manques en termes de durabilité. Un tel processus permet de profiter pleinement de la complémentarité entre une analyse financière et de durabilité. En effet, le fait de considérer les aspects environnementaux et sociaux aura tendanciellement un impact sur le long terme alors que la prise en compte de facteurs financiers agit sur un horizon temps plus court. La qualité informative du processus d'investissement se trouve ainsi renforcée.

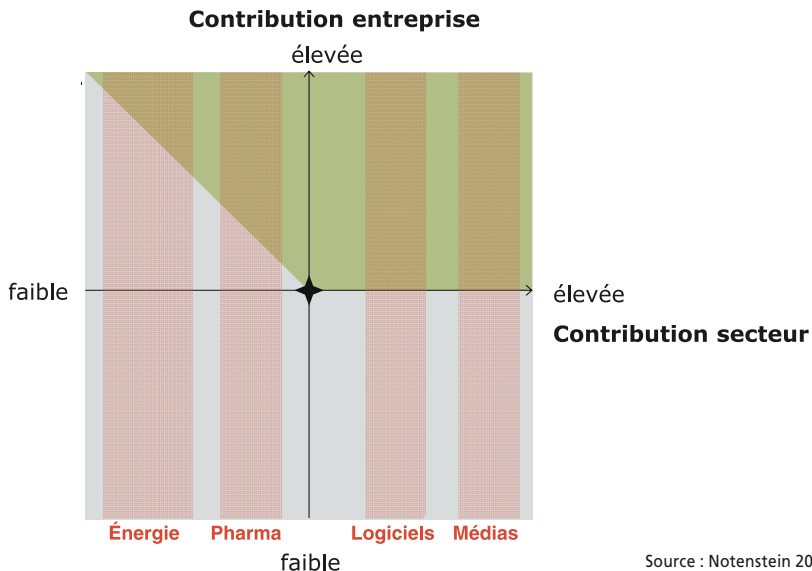
### Comment analyser la durabilité d'un émetteur de titres ?

Il existe plusieurs manières de mener une analyse de durabilité sur un ensemble d'émetteurs de titres. Tout d'abord, certains investisseurs opteront pour une approche dite de « sélection négative » éliminant tout secteur d'activités, entreprise ou même pays qui ne satisfait pas aux critères sociaux, environnementaux et de gouvernance pré-établis. D'autres se tourneront plutôt vers une approche « positive » telle qu'une stratégie *Best-In-Class* qui sélectionnera les meilleures entreprises de chaque secteur en fonction de leur contribution à la durabilité. Les dimensions généralement couvertes sur le plan environnemental comprennent les trois phases de la chaîne de création de valeur (approvisionnement, production et utilisation des produits). Sur le plan social, les enjeux associés aux principales parties prenantes (fournisseurs, employés, clients,

société) sont considérés. L'évaluation de la gouvernance juge dans quelle mesure la stratégie et l'organisation interne de l'entreprise en question tiennent compte de manière adéquate des risques et opportunités pertinents en matière de durabilité. Ainsi, une analyse poussée de la durabilité d'une entreprise se base sur une multitude de critères (une cinquantaine), faisant de l'agrégation de l'ensemble de l'information l'un des principaux défis lors de l'élaboration d'une méthode efficace de notation.

À ce titre, l'approche *Best-In-Class* donne la possibilité d'une mise en place pragmatique et flexible. Typiquement, nous pouvons imaginer un tel système d'évaluation combinant à la fois une notation de l'entreprise et une notation du secteur. Le graphique ci-contre illustre le concept d'un filtre de durabilité sur deux axes (notation du secteur et notation de l'entreprise) : moins les secteurs sont « durables », plus les exigences en vue de sélectionner les titres sont élevées. En fonction de leur évaluation en matière de durabilité au sein de leur secteur d'activités, les entreprises sont qualifiées ou non pour l'investissement. Le seuil à franchir est par exemple élevé pour les entreprises du domaine de l'énergie, moyen pour les entreprises bancaires et bas pour les producteurs de logiciels. En effet, la contribution à la durabilité du secteur des télécommunications paraît plus évidente que celle du secteur pétrolier ou minier.

Dans ce type d'approche, plutôt que de mesurer une multitude de critères de durabilité pour chaque entreprise de chaque secteur, on va se concentrer sur une poignée d'enjeux significatifs en termes de durabilité ayant une matérialité financière pour l'investisseur. Cela donne du coup la possibilité de mettre en place une analyse très pragmatique et de se concentrer sur des points prépondérants dans l'identification des risques et opportunités. À titre d'exemple, nous pouvons mentionner les secteurs du textile et de l'habillement dont la chaîne d'approvisionnement est la principale source de risques en matière de durabilité. Beaucoup d'entreprises font en effet fabriquer leurs produits sur commande en Asie. Des matières premières et des biens intermédiaires généralement produits sur place sont alors utilisés. Des cas tels que les multiples incendies dans des usines textiles



Source : Notenstein 2014

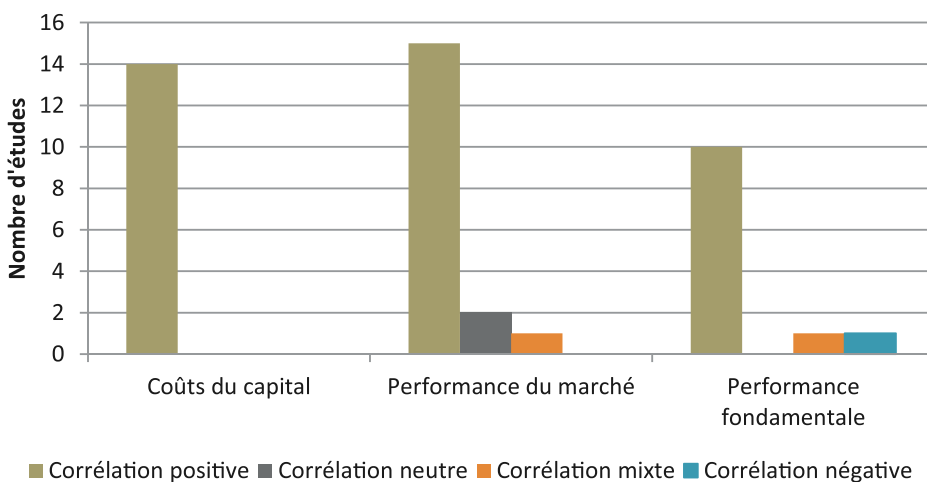
au Bangladesh en 2013 mettent en évidence les conditions de travail souvent précaires régnant au sein de la chaîne d'approvisionnement du secteur. Comprendre dans quelle mesure une entreprise contribue à une amélioration de ces conditions est ainsi un critère essentiel dans son évaluation de durabilité. D'une part, on évalue dans quelle mesure des exigences ou des standards existent pour les fournisseurs en ce qui concerne la protection du travail, la rémunération, le respect des droits fondamentaux des travailleurs et la protection de l'environnement. D'autre part, on vérifie si l'entreprise contrôle le respect et la mise en œuvre de ces exigences, avant tout par le biais d'audits réguliers. La pratique a toutefois mis en évidence qu'une telle approche en matière d'audit social n'a qu'une efficacité limitée à long terme. Les entreprises proactives misent de ce fait toujours plus sur un

soutien actif apporté aux fournisseurs pour que ces derniers améliorent leurs performances sociales et environnementales. Les entreprises évaluées positivement du point de vue de ces critères sont mieux armées pour éviter les scandales médiatiques en lien avec des conditions de travail insuffisantes chez leurs fournisseurs. À long terme, cela est rentable financièrement, car le succès d'une entreprise dans le secteur de la mode dépend fortement de la réputation des marques.

### Et la performance dans tout ça ?

En ce qui concerne la performance, de nombreuses études économétriques se sont penchées sur le sujet ces dernières années. En effet, la corrélation positive entre une démarche durable et la performance financière d'une entreprise alimente toujours

### Résultats d'études menées sur le lien entre un rating de durabilité et les indicateurs de performance



Source : Deutsche Bank, 2012



41x32x5cm

autant de débats, ce qui est compréhensible étant donné la difficulté de décortiquer proprement et distinctement la contribution à la performance des facteurs extra-financiers au sein d'un processus d'investissement. Cela est souvent dû à l'existence de biais sectoriels, de taille de l'entreprise ou encore géographiques. Toutefois, une manière objective de juger de la contribution historique d'une démarche durable est de considérer un ensemble d'analyses afin de mettre en évidence une tendance générale.

À ce titre, le graphique en bas de page précédente résume le résultat d'un ensemble d'études dont la majorité confirme l'existence d'un lien positif entre la notation de durabilité et les indicateurs financiers. Ces analyses tiennent compte de l'influence

exercée aussi bien sur les données fondamentales (sur la base des comptes) et sur les évolutions de marché que sur les coûts du capital.

En outre, une analyse de performance de l'univers actions durables aboutit à une conclusion analogue : un indice pondéré selon la capitalisation boursière composé de tous les titres actuellement au bénéfice d'une notation « durable » selon notre méthodologie, a engrangé, au cours des sept dernières années, une performance supérieure à celle du marché mondial des actions (tel que représenté par le MSCI World All Countries). En termes cumulés, la surperformance des trois dernières années atteint environ 4,5%. La surperformance annuelle ajustée du risque sur l'ensemble de la période s'élève à 0,6%, déjà corrigée

des distorsions systématiques liées à la taille de l'entreprise (*large cap bias*) et du biais du survivant (*survivorship bias*).

## Conclusion

Un bon jugement de l'efficacité d'une démarche durable doit se faire en considérant le processus de placement dans sa globalité. En effet, la performance finale dépendra non seulement de la qualité de l'analyse durable mais aussi de son intégration intelligente au sein du processus de placement. Il est donc primordial de bien comprendre la méthode de notation en durabilité des émetteurs de titres et comment cette dernière est ensuite utilisée dans l'optique d'un investissement.

En ce qui concerne l'analyse des performances passées, il faut rester vigilant car l'historique à disposition reste globalement court. Toutefois, la majorité des études font état d'une tendance plutôt positive et des exemples récents ont prouvé la capacité à prévenir des risques bien en amont (cf. l'exemple de BP mentionné plus haut) par rapport aux méthodes traditionnelles. Mais, au-delà de toute considération historique, il est important de relever que l'investissement durable présente un potentiel de croissance encore important dans un contexte où l'impact des aspects environnementaux et sociaux est toujours plus évident aux yeux des investisseurs. En d'autres termes, sur la base des résultats d'études démontrant que l'intégration des facteurs extra-financiers ne péjore du moins pas la performance, il est juste de considérer l'investissement durable comme une « option gratuite » permettant d'améliorer la gestion des risques tout en participant aux potentielles opportunités de valorisation encore peu ou pas reconnues par le marché. ■

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



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

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

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

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

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

PREVOYANCE  
PROFESSIONNELLE  
SUISSE

SCHWEIZER  
PERSONAL  
VORSORGE

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

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



# La fin du « super-cycle » des matières premières agricoles ?



par  
Rodolphe Roche  
gérant et responsable  
de la recherche matières premières

**Schroder Investment Management (Switzerland) AG**

**L**es performances des matières premières agricoles, depuis leur sommet observé début 2008, ont déçu les investisseurs. En effet, depuis la crise, la majeure partie des classes d'actifs ont rebondi fortement, pour parfois même atteindre des plus hauts historiques (les actions américaines par exemple).

Les prix des autres matières premières comme le pétrole, le cuivre ou encore les métaux précieux, malgré, certes, de lourdes pertes enregistrées, sont restés toutefois à des niveaux historiquement élevés. Il semble que seuls les prix des matières premières agricoles soient redescendus à des niveaux proches de ceux du début des années 2000, quand le grand cycle haussier des matières premières n'étaient alors que peu évoqué dans les conversations des investisseurs et que le livre prophétique de Jim Rogers « le Boom des matières premières » ne se trouvait qu'avec difficulté dans les librairies. Doit-on pour autant, aujourd'hui, considérer le cycle des matières premières agricoles comme définitivement terminé ?

Notre grille de lecture et d'analyse des marchés, qui se base sur l'analyse fondamentale, technique et sentiment, nous montre que le cycle haussier reste toujours d'actualité pour les investisseurs.

En premier lieu, d'un point de vue des fondamentaux, nous attribuons la faiblesse actuelle des prix à une offre mondiale certes suffisante mais uniquement temporaire. En effet, depuis la révolution verte initiée dans les années 60, et qui s'est poursuivie dans certains pays émergents jusque dans les années 80, le monde agricole n'a plus connu de grandes avancées techniques, technologiques et managériales pour augmenter les rendements dans les mêmes proportions que celle de la population mondiale.

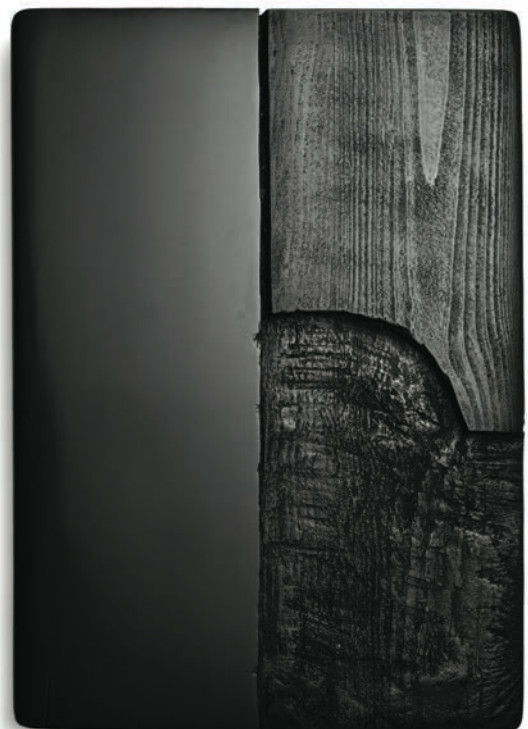
Un exemple, sur les 14 grandes cultures de céréales, d'oléagineux et de fibres, seuls les rendements du maïs, du blé, du colza, de l'arachide et enfin du coton ont cru au même rythme que la population sur la période courant de 1975 à 2013. Les graines OGM (Organismes Génétiquement Modifiés), dernier avatar de la biotechnologie, ne constituent à nos yeux qu'une avancée incrémentale limitée que seuls les agriculteurs des pays riches, souvent subventionnés, peuvent rêver d'acheter au vu de leurs prix prohibitifs. De plus, aujourd'hui, le taux d'incorporation de ces semences OGM dans certains pays comme les USA, le Brésil et l'Argentine, entre autres, se rapproche de 100%, ce qui inévitablement soulève une question : D'où va provenir la croissance des rendements agricoles dans le futur ?

Des décennies de faibles investissements de la part du secteur privé et public dans la recherche et les infrastructures agricoles, en raison des faibles prix, expliquent en majeure partie cette faiblesse de la croissance des rendements et amènent à la problématique suivante : Comment nourrir une population mondiale toujours plus nombreuse (qui atteindra 9 milliards de personnes en 2025), urbaine, aisée et désireuse de diversifier ses besoins alimentaires en consommant, par exemple, plus de produits carnés ?

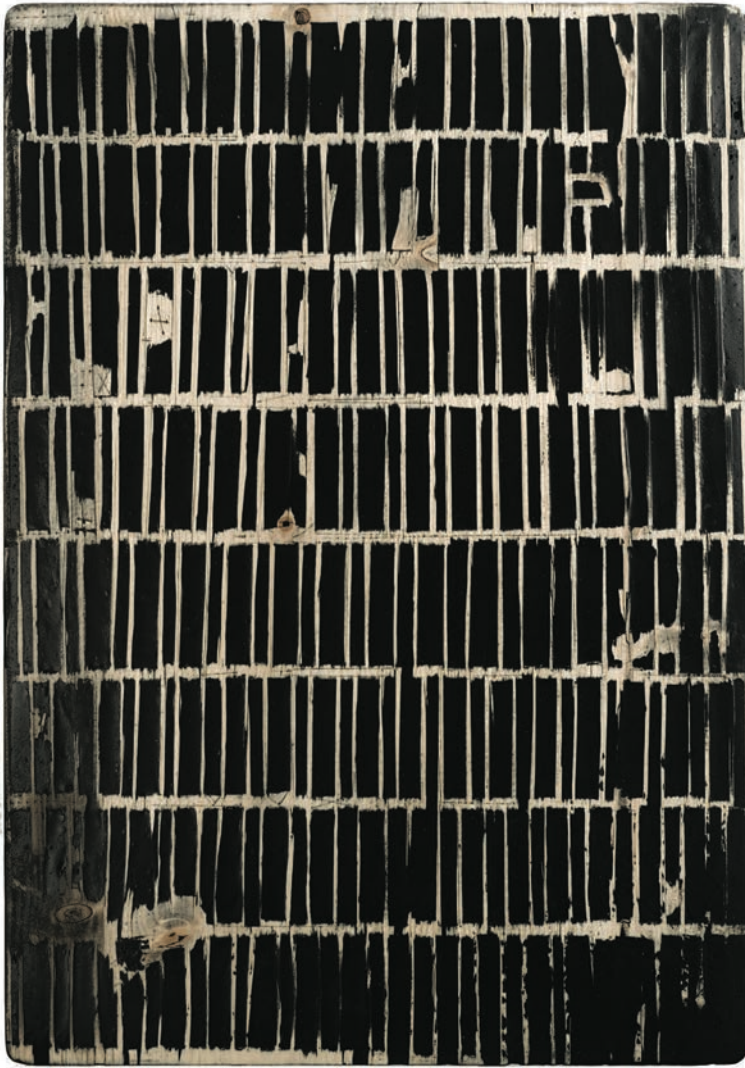
Nous le savons, les surfaces arables dans le monde ne sont pas extensibles et le ratio hectare par personne a tendance

à baisser mécaniquement, années après années, au même rythme que la croissance de la population. À cette insuffisance de terres et de progression des rendements sont venus s'ajouter les aléas climatiques qui sont allés croissants durant cette dernière décennie. Touchant uniformément toutes les parties du monde, en privant ici ou là, selon les saisons, des populations de nourriture, elles ont obligé des pays, jusqu'ici auto-suffisants, à importer massivement (voir les importations de blé indienne en 2006) pour subvenir à leurs besoins. L'idée ici n'est pas de spéculer sur les évolutions à long terme du climat mais bien de pointer la fragilité de l'offre mondiale pour nourrir une population toujours plus importante lorsque les conditions climatiques deviennent adverses.

Toujours concernant l'offre, la politique de stocks publics, qui a prévalu aussi bien dans les pays riches que pauvres pendant des décennies, et qui permettait de réguler l'offre en période de faibles productions, est révolue et a laissé la place au paradigme dangereux du commerce mondial. À ce dernier, donc, est désormais dévolu le rôle de « régulateur » quand un pays, une région ou pire un continent manque d'une matière première agricole quelconque et qu'il se trouve dans l'obligation d'importer.



41x32x5cm



41x32x5cm

Mais le commerce mondial ne doit être perçu que comme un outil court terme et non comme une solution durable. Eriger en politique nationale l'importation de produits agricoles, comme le font aujourd'hui beaucoup de pays asiatiques, ne fait que différer des problèmes graves d'offre et soulèvent un autre problème de taille : les restrictions exports à venir.

En effet, si la majorité des pays a adopté durant ces dernières décennies des politiques peu contraignantes à l'import comme à l'export des matières premières agricoles, les années 2006-2010, période où la rareté de certains produits comme le blé ou le riz a été évidente, ont vu émerger des comportements bien différents de ceux auxquels beaucoup de gouvernements pouvaient s'attendre. De nombreux pays ont en effet jugés nécessaires, dans un souci de contrô-

ler leurs prix domestiques, de contenir leur population et parfois même d'être en mesure de pouvoir la nourrir, d'interdire soudainement leurs exportations de blé, de riz, de légumes et de bien d'autres produits de premières nécessités.

Les belles promesses d'un monde du commerce libéré de toute entrave à soudainement volé en éclat sous le boulot des dures réalités et des craintes d'un retour de l'inflation des prix alimentaires. Il serait inutile ici de faire la liste, très longue, des restrictions à l'export que nous avons connu durant cette période, mais il nous semble important de rappeler qu'elles ont joué un rôle primordial dans la forte hausse récente des prix agricoles (voir l'évolution des prix du riz après la décision de l'Inde et du Vietnam d'interdire les exportations en juillet et octobre 2007) et surtout qu'elles

constituent une alerte sérieuse pour l'avenir. Nous pensons que ces comportements protectionnistes ont de grandes chances de se répéter, ce qui aura pour effet d'alimenter tout mouvement de hausse dans le futur.

Enfin, le dernier facteur qui nous semble en faveur d'une hausse des prix des produits agricoles, et des marchés de matières premières en général, est sans nul doute la recrudescence des troubles politiques nationaux et internationaux. Malgré la difficulté de mesurer et quantifier les tensions politiques et géopolitiques, l'ensemble des lecteurs, je pense, conviendra que l'instabilité est croissante au niveau mondial. Peu de continents échappent en effet aujourd'hui à des conflits militaires ouverts. Hors, nous le savons, les tendances haussières majeures des marchés de matières premières sont souvent liées aux guerres qui accentuent de facto, ou même créent parfois, la rareté de l'offre.

Si nous résumons, d'un point de vue de l'offre, les fondamentaux restent haussiers pour les prix agricoles. En effet, (i) les surfaces arables par habitant sont appelés à baisser inexorablement, (ii) les rendements peinent, ou pire, n'arrivent pas à croître au même rythme que la population mondiale, (iii) les catastrophes climatiques, type sécheresse, semblent sans nul doute se multiplier au niveau mondial, ce qui ne fait que renforcer la fragilité de l'offre, (iv) le commerce des produits agricoles ne paraît être qu'une solution temporaire et fragile pour répondre à une demande toujours croissante et enfin, (v), les tensions géopolitiques qui s'aggravent dans de nombreux pays producteurs (voir Ukraine vs. Russie qui concentrent à eux seuls plus de 15% des exportations de céréales) laissent présager des problèmes d'approvisionnement qui pourraient raréfier l'offre non seulement au niveau régional mais aussi mondial.

Si les grands marchés haussiers dans l'histoire ont souvent été accompagnés de troubles politiques, ils l'ont été aussi fréquemment par une demande mondiale en forte progression. Cela a été notamment le cas durant toute la dernière décennie où deux « nouvelles » sources de demande se sont combinées pour pousser les prix à des niveaux records : les importations asia-

tiques, notamment chinoises, et la demande en biocarburants type éthanol et biodiesel.

Pouvons-nous aujourd'hui considérer ces deux « forces » comme faisant partie du passé et donc plus en mesure de supporter le cycle long terme des prix agricoles ? En ce qui concerne les agro-carburants, nous sommes pessimistes sur le très long terme et considérons que cette industrie, créée ex-nihilo et écrite à deux mains par des politiciens et les industriels de l'agriculture, aura du mal à survivre sans subventions, du moins sous la forme que nous lui connaissons aujourd'hui. Toutefois, durant les prochaines années, la demande en maïs, sucre, huiles végétales, entre autres, en suzeraineté des producteurs d'éthanol et de biodiesel sera loin d'être tarie au regard des larges subventions de toutes sortes accordées à cette industrie naissante et des ambitieux objectifs de production fixés par les gouvernements aux Etats-Unis, en Europe, au Brésil, Argentine, Canada, Malaisie, Indonésie etc...

Si nous pouvons envisager une baisse conjuguée des subventions et des objectifs (le mouvement commence à s'effectuer) dans de nombreux pays producteurs, nous ne croyons pas pour autant à leur simple disparition dans les prochaines années au regard des sommes investies par cette industrie cette dernière décennie. En guise de rappel, l'industrie des agro-carburants a été créée au début des années 2000 pour aider financièrement les agriculteurs, qui souffraient alors de prix agricoles bas, et qui étaient sous la menace de revenus encore plus faibles suite aux négociations sur le GATT (aujourd'hui World Trade Organisation) visant à réduire les subventions agricoles dans les pays riches. La situation a-t-elle changé depuis ?

De toute évidence non, comme indiqué dans l'introduction de cet article, les prix des principaux produits sont aujourd'hui au même niveau qu'avant le « boom » des années 2005-2008 et les revenus des agriculteurs (non inclus les propriétaires terriens) sont appelés à fortement baisser avec la récente chute des prix des céréales, oléagineux, produits exotiques et fibres. Pour cette raison, nous ne pensons pas que les différents gouvernements baisseront drastiquement, ou pire laisseront tomber cette

industrie, continuant ainsi de jouer le rôle de support in fine pour les prix des matières premières agricoles. À titre d'exemple, en 2013/2014, la consommation mondiale de maïs, huile de soja, colza et sucre de canne pour produire des biocarburants a représenté approximativement et respectivement 14%, 4%, 23% et 20% de la demande totale.

L'autre « force » de la demande ces dernières années a été sans nul doute la hausse de la consommation de produits agricoles et carnés dans de nombreux pays émergents, en premier lieu la Chine. Ce mouvement s'est effectué en corrélation avec une nette hausse de leur PIB et ne s'est, depuis, pas essoufflé. Pouvons-nous parler du passé en ce qui concerne la demande d'importation chinoise ?

Ce scénario n'est pas totalement exclu, toutefois, la demande en produits alimentaires a pour particularité de n'être que peu élastique et la politique agricole chinoise a été presque entièrement tournée vers l'importation cette dernière décennie. La chute de leurs stocks agricoles domestiques (fixés il y a encore peu par le gouvernement à l'équivalent d'une année de consommation nationale), une urbanisation forcée empiétant sur leurs terres arables, un manque d'eau cruel dans certaines parties du territoire et surtout des problèmes logistiques sérieux subsistants à l'intérieur du pays ont expliqué grandement cette dépendance croissante au marché international mais surtout restent des problèmes non résolus.

L'importation agricole doit être perçue comme un moyen pour un pays d'économiser son eau. Dans le cas de la Chine, malgré des efforts, l'eau et son approvisionnement restent toujours un problème qui ne devrait pas être résolu sous peu. Si la croissance chinoise peut inquiéter à juste titre, d'autres pays devraient émerger et devenir, à leur tour, des importateurs majeurs de produits agricoles. Parmi ceux-ci, nous trouverons certainement le Mexique, les pays du sud-est asiatique (avec l'Indonésie comme leader et suivi du Vietnam, de la Malaisie et des Philippines) mais aussi l'Inde et sa population dépassant le milliard d'habitants. Il serait d'ailleurs juste de rappeler que parmi les principaux marchés haussiers agricoles

de ces dernières années, beaucoup ont été déclenchés par une hausse soudaine et surprise des importations indiennes (le cas du blé en 2006 et du sucre sont des exemples parmi d'autres) et non chinoises.

En résumé, à une offre fragile et très volatile s'oppose une demande toujours plus importante années après années en provenance des pays émergents et producteurs de biocarburants. Nous pensons que le piège pour l'investisseur est de considérer la faiblesse des prix actuels comme structurelle alors qu'elle n'est, selon nous, que le reflet d'une offre certes suffisante mais uniquement temporaire et non durable. Tant que le défi posé aux agriculteurs du monde d'accroître sensiblement leurs rendements, et par la même leurs productions, ne sera pas gagné, je douterai de l'hypothèse d'une « fin du cycle haussier des matières premières agricoles ».

D'un point de vue de l'analyse technique, les prix des matières premières (énergie, métaux de base, métaux précieux et agriculture) semblent sur le long terme suivre fidèlement des cycles bien définis d'environ 55 ans (autrement appelés cycles de Kondratieff). À l'intérieur de chaque vague se dessinent deux schémas bien distincts : le premier, le plus important, montre une vague de hausse qui a duré, lors des précédents cycles, en moyenne 44 ans :

**Bas de 1824 – haut de 1864**  
(guerre de sécession)  
= 40 ans

**Bas de 1878 – haut de 1920**  
(première guerre mondiale)  
= 42 ans

**Bas de 1930 – haut de 1980**  
(guerre froide)  
= 50 ans

Cette vague de hausse est ensuite suivie d'une forte correction, dans un temps limité (en moyenne 11 ans), qui en général corrige la quasi intégralité des gains observés durant le mouvement haussier précédent :

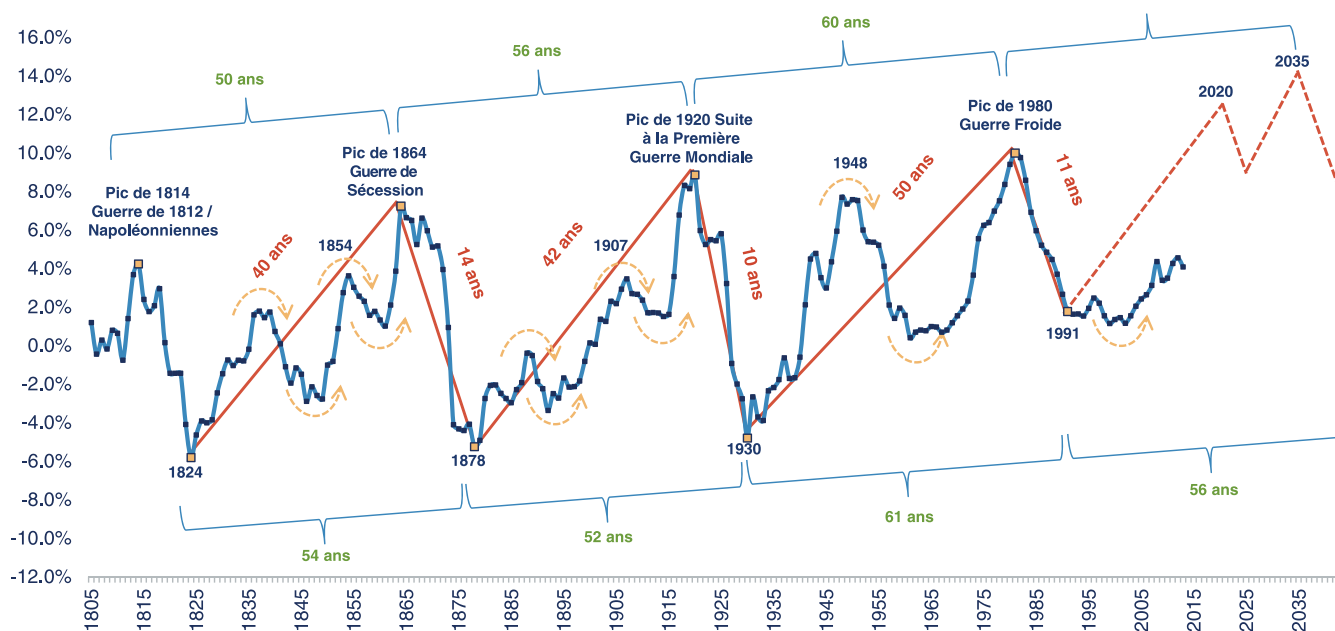
**Haut de 1814 – bas de 1824 = 10 ans**

**Haut de 1864 – bas de 1878 = 14 ans**

**Haut de 1920 – bas de 1930 = 10 ans**

**Haut de 1980 – bas de 1991 = 11 ans**

Si nous considérons ce schéma comme toujours valable, la vague de hausse actuelle,



Source : Schroders, Warren & Pearson, Bureau of Labor Statistics

commencée en 1991, devrait se terminer par un haut en 2035 (soit 1991 + 44 ans). Un bas significatif est attendu en 2046 (1991 + 55 ans).

Le deuxième schéma, moins évident, concerne seuls les mouvements de hausse. En effet, pour chaque vague de hausse précédemment mentionnée, un haut intermédiaire se produit approximativement 30 ans après le bas :

**Bas de 1824 – haut de 1854 = 30 ans**

**Bas de 1878 – haut de 1907 = 29 ans**

**Bas de 1930 – haut de 1948 = 18 ans**

Si ce schéma se poursuit, la vague de hausse actuelle devrait connaître un haut intermédiaire en 2020 ou 2021 (1991 + 29 ou 30 ans).

L'analyse technique et cyclique des prix des matières premières reste haussière à long terme et montrent que le grand cycle haussier n'est probablement pas terminé.

Enfin, l'analyse « sentiment » est de même intéressante en ce qui concerne cette classe d'actif. En effet, les produits agricoles ont connu un engouement extrême parmi les investisseurs entre 2005 et 2008 (seulement 3 ans) ce qui eu pour effet d'accroître leurs prix d'environ 60% (Rogers International Agriculture Index) durant cette période. Depuis, le sentiment général est passé de négatif à l'indifférence totale pour ces produits. En effet, les conférences sur ce sujet sont désertées par les investisseurs,

les grands journaux n'écrivent plus une ligne sur les « food riots » (ou émeutes de la faim) dans certains pays émergents, les gouvernements et les grandes agences internationales n'appellent plus à réguler les marchés futures de matières premières et interdire la spéculation et les associations caritatives n'évoquent plus que peu ce sujet. Quant aux investisseurs, qui avaient investi massivement dans ces produits et juste commencé à se construire une expertise dans ce domaine durant les années d'avant crise, ils ont abandonné et vendu leurs positions pour acheter d'autres actifs semblant plus prometteurs comme les actions et les obligations. D'un point de vue « contrariant », c'est généralement dans ce type d'environnements extrêmes qu'ont tendance à se former les bas des grands marchés haussiers, dans la mesure où il n'y a pas de surinvestissement et d'euphorie.

Nous notons de plus que parmi les grandes figures de l'investissement, la thématique des matières premières agricoles n'a pas disparu. En effet, l'investisseur américain légendaire Jim Rogers ainsi que l'économiste suisse Marc Faber sont parmi les plus fervents haussiers pour les perspectives à long terme de cette classe d'actif. Ce dernier déclare d'ailleurs en juillet 2014 : « Les prix agricoles ont chuté – maïs, blé, soja et le reste - mais sur le long terme nous avons une population mondiale qui a plus que doublé depuis 1960. Nous sommes maintenant sept milliards et cela progresse encore.

Je pense que les ressources sont très limitées et que la nourriture va devenir très importante. En général, j'aime les sociétés investies dans les terres agricoles – j'aime tout ce qui concerne l'agriculture ».

En conclusion, les trois techniques que nous utilisons (fondamentale, technique et sentiment) montrent que le grand cycle des matières premières agricoles n'est pas terminé mais qu'il est toujours, au contraire, d'actualité. Les prix agricoles sont faibles, revenus approximativement au même niveau qu'avant le grand mouvement haussier de 2005-2008, ce qui nous laisse penser que le potentiel de baisse est maintenant limité. Enfin, comme évoqué plus tôt dans la conclusion concernant les fondamentaux, la grande problématique de pouvoir « nourrir la planète » dans les prochaines décennies n'est toujours pas résolue à ce jour et tant que le défi posé aux agriculteurs du monde d'accroître leurs productions au même rythme que celui de la population ne sera pas gagné, je douterai de l'hypothèse d'une « fin du cycle haussier des matières premières agricoles ». ■

# Comment maîtriser, à travers les cycles économiques et financiers, le risque et le rendement des investissements dans le Private Equity ?



par  
Jean-François Fouquet  
Responsable des investissements  
en Private Equity



Alexandre Poisson  
Responsable  
de la Clientèle Institutionnelle

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA, Genève

**L'**investissement alternatif a été affecté par la crise. Ce mode d'investissement, de l'avis du consultant Mc Kinsey, connaît cependant une nette résurgence. Entre 2005-2011, l'AUM alternatif a progressé au rythme de 14% par an pour atteindre \$ 6,5 trillions. L'alternatif, incluant le Private Equity (« PE »), devient central, « mainstream », dans l'allocation d'actifs d'un investisseur institutionnel.

Le PE n'est pas immunisé des crises économiques et financières. Cependant, ses spécificités ouvrent aux institutionnels, sur la durée, des perspectives d'investissement parfaitement adaptées à leurs objectifs. Le risque est largement maîtrisable : la corrélation avec les cycles économiques et les marchés côtés est relativement faible. Les rendements délivrés se révèlent nettement supérieurs à la moyenne des autres classes d'actifs en dépit d'un environnement actuel peu rémunérateur.

## Le Private Equity se différencie en effet des autres modes d'investissement financier par trois aspects principaux :

1. Un modèle financier entrepreneurial, qui se concrétise par le financement des entreprises privées à travers une implication directe des fonds de PE dans l'économie réelle, qui modifie fondamentalement le paradigme de l'investissement en actions.

2. Une mise en œuvre de l'investissement, qui est conduite, sur le long-terme, en prise directe avec les modèles opérationnels des entreprises à travers des fonds fermés, qui développent des stratégies ciblées, très diversifiées, et non corrélées, dont le risque de perte en capital peut-être circonscrit.

3. Une classe d'actifs largement institutionnelle, pour laquelle les investisseurs qui privilégient la performance absolue montrent un intérêt croissant, transformant le paradigme de l'investissement en actions en une approche globale : « Public Markets & Private Markets ».

Ces raisons ont conduit les investisseurs privés, et surtout institutionnels, tant aux États-Unis qu'en Europe, à investir massivement dans la classe d'actifs, autour de

\$ 3'500 milliards sous gestion, soit plus que les montants confiés aux gestionnaires des hedge funds (\$ 2'157 mds), et plus de \$ 224 milliards pour les vingt plus grands fonds de pension publics. Ceci avec un *mutuel profit* pour les trois parties prenantes du Private Equity, que sont les investisseurs, les entreprises et l'économie en général, et les managers des fonds d'investissement.

## I. La singularité du modèle financier entrepreneurial du Private Equity

### a. Les origines du Private Equity

Les prémices du PE remontent à 1919, en Amérique, avec la privatisation de sa société par Henry Ford pour développer la production automobile de masse (*Ford modèle T*), contre l'avis de la bourse. Le premier LBO de l'histoire. Le développement du Private Equity débute réellement avec le *Capital risque*, le « *Venture Capital : VC* », dans les années 50 avec la création de l'ARD (*American Research and Development Corporation*), sous l'impulsion du MIT et des compagnies d'assurance. Ses premiers succès remontent aux années 70 et 90, avec les Microsoft, Genentech, Apple, puis par la suite, Amazon, Google, Yahoo, Facebook, Twitter... supportés par les grands fonds de VC US comme Sequoia Capital, et Kleiner Perkins. Les années 80 marquent le vrai décollage des opérations de LBO (« *Leverage Buyout* ») : rachat avec une dette d'acquisition) grâce au développement des *junk bonds*. Le Capital Développement, l'acquisition d'entreprises de croissance pour modeler leur développement, s'inscrit dans la même logique de financement des jeunes entreprises.

Le Private Equity est un contributeur essentiel à la croissance des économies développées et émergentes. Quelques chiffres illustrent l'implication actuelle du PE dans l'économie européenne :

- ✓ 0,30% du PNB européen ; 0,37% en Suisse ;
- ✓ 250 milliards investis ;
- ✓ création annuellement de 5'600 entreprises ;
- ✓ 8% de la R&D ;
- ✓ 12% de l'emploi du secteur privé.

**b. Le Private Equity est un créateur d'Alpha opérationnel dans l'entreprise**

Les fonds de PE interviennent tout au long du cycle de vie de l'entreprise, de la start-up, au capital développement, du capital-transmission aux situations de retournement. Ce type d'investissement direct dans les entreprises, non intermédié, couplé à un large spectre de participations et de stratégies, permet d'absorber les aléas de la conjoncture économique, et les soubresauts des marchés.

*Le modèle financier entrepreneurial du PE est d'autant plus efficace, que sa mise en œuvre par les fonds spécialisés est fondamentalement différente de la pratique de l'investissement dans les marchés cotés.*

En effet, l'acquisition des participations, leur gestion, et leur cession, passent par un processus entièrement négocié avec les dirigeants/propriétaires des entreprises sur la base de *due diligence approfondi* (« *legal insider* ») donnant accès aux informations les plus confidentielles, par des objectifs de développement concertés, et par un mode de gouvernance des entreprises clairement établi. Ceci permet un *alignement des intérêts* entre le management et les actionnaires des entreprises privées, qui constitue un élément décisif du succès des investissements de PE. Les gestionnaires des fonds de PE sont ainsi directement confrontés aux *réalités opérationnelles et stratégiques* des entreprises. Ils peuvent influencer sur la stratégie à mettre en œuvre, notamment dans les situations clés de développement.

Les fonds de PE sont de ce fait des acteurs directement impliqués dans la valorisation des actifs dans lesquels ils investissent. Leur objectif vise la maximisation de la « *fair value* » de l'entreprise, différente de la « *fair market value* », qui traduit une valeur instantanée de l'entreprise soumise aux fluctuations induites par les marchés.

**En ce sens, le Private Equity est fondamentalement un créateur direct d'« Alpha » opérationnel au cœur des entreprises. Sans intermédiation.**

Un tel positionnement est techniquement et juridiquement impossible pour les investisseurs dans les marchés cotés. Ils n'ont pas la même qualité d'information, et ils restent sous l'emprise de l'intermédiation des marchés, plus ou moins efficace, et toujours assez volatile.

**Tableau N°1 - Corrélation entre les variations de la croissance du PIB et les performance du PE (UK)**

	Sur 3 ans	Sur 5 ans
PIB	0,36	-0,22
Consommation	-0,02	-0,314
Investissements	0,37	-0,18

Cette caractéristique essentielle est corroborée par une étude de la société américaine Prequin qui montre que les investissements dans le PE (non coté) par les fonds publics de pension, sur des périodes de 3, 5 et 10 ans, réalisent des

performances (taux de retour médians des fonds de PE) nettement supérieures aux marchés cotés.

*(Infographie : illustration N°1 - p. 39)*

**c. La singularité du modèle d'investissement du Private Equity doit néanmoins être confrontée à l'environnement économique et boursier. À quel niveau de corrélation avec l'activité économique, et à quelle surperformance sur les marchés cotés, doit-on s'attendre ?**

**i. La corrélation aux cycles économiques**

Le Private Equity est un investissement de **long-terme** à travers des fonds qui sont ouverts à la souscription pendant une période déterminée (autour de 12-18 mois), appelée « *millésime* » (« *Vintage* »), et qui fermés, vont développer leurs investissements, et les valoriser sur une période, en moyenne de 7 à 10 ans, donc exposée aux cycles économiques.

Une étude conduite par *bvca Research* (*British Venture Capital Association*) sur la période 1998-2010 au Royaume-Uni, montre que les performances du PE présentent une *corrélation négative* sur un horizon à 5 ans avec les variations de la croissance économique. Ceci confirme la capacité du PE à s'exonérer des effets de la conjoncture ambiante, grâce à un modèle financier entrepreneurial mis en œuvre sur un horizon de long-terme (*Tableau N°1*).

Contrairement à une idée courante, le PE, notamment le Buyout, a démontré durant la période de crise 2007-2009 une *résilience, ainsi qu'une surperformance*, par rapport au marché (indice MSCI). La même situation a été observée durant la crise 2000-2003, tant en Europe qu'aux États-Unis (Source Bloomberg, Thomson Reuters, Nam Buyouts, Partners).

*(Infographie: illustration N° 2 - p. 39)*



73x54x6cm



L'ensemble de l'univers européen des fonds de PE (1'455 fonds) a délivré sur une période de plus de 30 ans (1980-2013) un **TRI net annuel de 9,24%**, après *management fee*, et intéressement à la performance (« *carried interest* »). Les fonds de Buyout et les fonds Mid-Market réalisent des **TRI**, respectifs de **11,4% et de 17,2%**.

Néanmoins, les performances des fonds de PE, à travers les millésimes, ne sont pas constantes sur la durée. Le *tableau N° 2* retrace les TRI (Taux de Rendement Interne en % par an) sur des horizons de 3 à 10 ans, depuis 1980 (Source : *European Venture Capital Association - EVCA*). L'investisseur en PE avec un horizon de long-terme ne gagnera pas à « surfer » sur les variations du marché (« *market-timing* ») selon sa perception de la conjoncture. Il doit investir de façon récurrente dans la classe d'actifs, sur la

l'univers des fonds, avec une surperformance marquée des fonds du 1<sup>er</sup> quartile (*Tableau N°3*).

On retrouve la même constatation dans une étude plus ancienne de Morgan Stanley Real Estate Investment, dont il ressort que le PE obtient, après les obligations, le meilleur rendement par unité de risque (rendement/écart-type sur 10 ans) des différentes classes d'actifs ; respectivement des ratios de 1,0 et de 1,3, contre 0,5 pour les Hedge Funds, mais 1,3 pour le Private Real Estate.

Une analyse de bvca Reserach (British Venture Capital Association) conduite sur les performances comparées du PE UK et du FTSE-All Share, depuis 1996, met en évidence la faible corrélation (23%) du PE avec le marché coté. Cette étude confirme la surperformance du PE UK sur l'indice

des performances des marchés d'actions cotées au cours de périodes comparables. Sur ces bases révisées, le *Private Equity* confirme, sur le long-terme, 25 ans (1986-2011), une performance pondérée de 13,5 % par an pour l'ensemble de l'univers des fonds européens, indiscutablement supérieure aux marchés (MSCI World et indice CS HY), mais dont la corrélation avec ces marchés (59,4%) est plus marquée. (*Infographie : illustration N°3 - p. 39*)

## 2. La mise en œuvre de l'investissement en Private Equity

### a. Les fonds fermés de Private Equity

L'accès au Private Equity passe essentiellement par l'investissement dans les fonds spécialisés. La structure et les stratégies de ces fonds fermés non cotés, sont bâties directement à partir des problématiques entrepreneuriales des sociétés privées :

- ✓ Capital Risque (*Venture Capital*)
- ✓ Capital Développement (*Growth Capital*)
- ✓ Capital Transmission (*LBO: Leverage Buyout*)
- ✓ Capital Retournement (*Turn-around*)
- ✓ Private Real Estate
- ✓ Real Assets (*Agro-Agri Industries*)
- ✓ Infrastructures
- ✓ Private Debt

Chaque investissement par un fonds de PE dans une société est construit sur la base d'objectifs spécifiques de création de valeur, déterminés à partir des réalités opérationnelles et stratégiques des entreprises parfaitement connues des gestionnaires des fonds, et sur lesquelles ils ont la faculté d'influer tout au long de la détention de leurs participations.

L'investisseur institutionnel qui constitue un portefeuille de Private Equity adapté à ses contraintes de risque et à ses objectifs de rendement, devra composer avec ces différentes stratégies, et raisonner global, pour optimiser son couple Rendement-Risque. Pour ce faire, rappelons ci-après les quatre règles d'or qui président à la construction d'une allocation de Private Equity, ainsi que la discipline d'investissement qui permet la maîtrise du risque.

**Tableau N°2 - 1<sup>er</sup> Quartile TRI net % p.a. horizon glissant (1980-2013)**

	Fonds Europe	2013	Horizon à 3 ans	Horizon à 5 ans	Horizon à 10 ans
Toutes les Stratégies PE	364	20,8	10,5	11,0	18,4
Buyout Funds	212	20,4	13,6	13,3	24,0

longue durée, pour percevoir le *dividende* du PE. C'est avec la diversification une des règles d'or du PE : être positionné « *long only* ».

### ii. Le Benchmarking et la corrélation aux marchés financiers

Le « *benchmarking* » du Private Equity avec les marchés publics d'actions est d'une égale importance pour un investisseur institutionnel. Les statistiques établies par *Preqin* pour la période 2000-2012 montrent que le Private Equity maintient une performance supérieure en matière de Rendement-Risque, pour l'ensemble de

FTSE All-Share Total Return Index, que le bvca estime à 700 points de base entre 1986 et 2009.

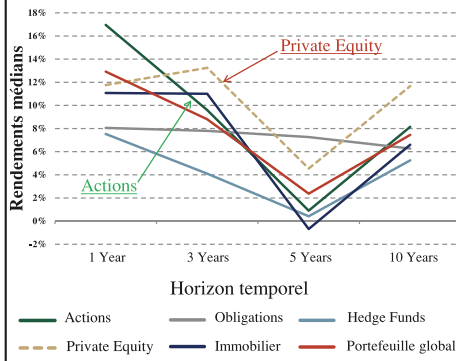
Néanmoins, la performance comparée du Private Equity, avec les marchés publics d'actions, continue à faire débat entre les professionnels de l'investissement. Pour cette raison, l'EVCA a créé en 2012, un nouvel indice mesurant les performances pondérées du PE, basé sur les variations trimestrielles de l'actif net des fonds, et ajusté des distributions de cash-flows aux investisseurs. Il vise à réconcilier les spécificités de l'investissement en PE selon les directives de Solvency II, avec l'évaluation

**Tableau N°3**

2000-2012	Private Equity	Marchés cotés (S&P 500)
Volatilité	9,0%	18,0%
Performances (ensemble des fonds)	+ 7,3% p.a.	+ 1,6% p.a.
Performances 1er Quartile	+ 16,5%	/
Rendement – Risque	0,8	0,2 (actions) 0,5 (Hedge funds)

# INFOGRAPHIE

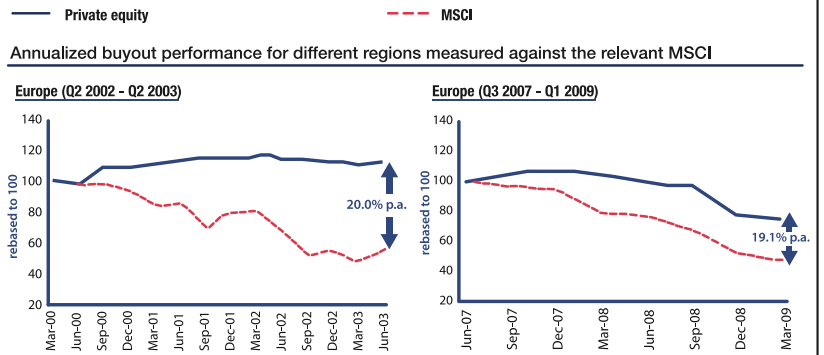
**Illustration 1 : Rendements médians du Private Equity obtenus par les fonds de pension publics**



Source: Quelle: Preqin Real Estate Online

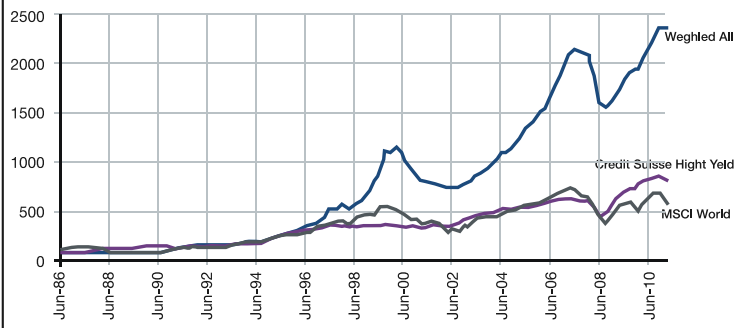
**Illustration 2 : Performance relative des Buyouts en phase baissière (2000-2003) / (2007 - 2009)**

Outperformance of buyout investments increased during the past two downturns



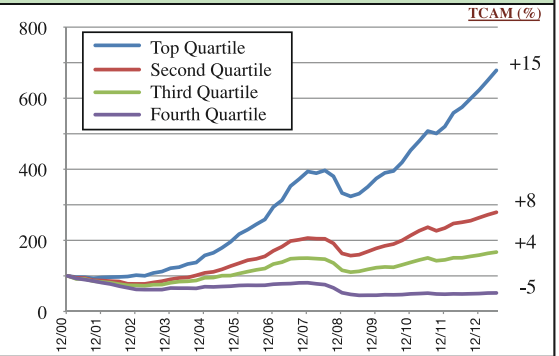
Source: Partners Group

**Illustration 3 : Comparaison entre l'indice Private Equity EVCA et l'indice MSCI World (1986 - 2011)**



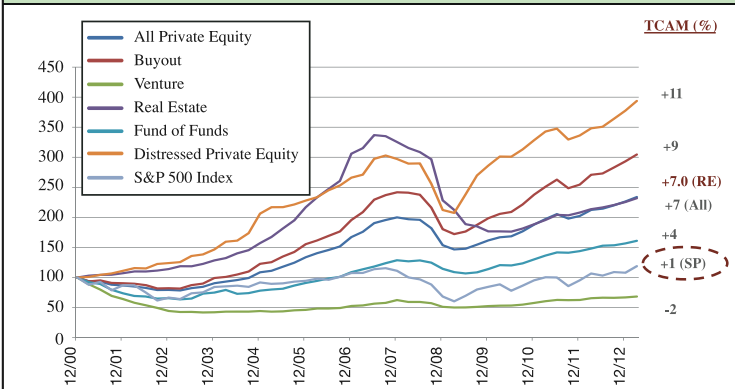
Source: EVCA

**Illustration 4.1 : Indice des quartiles des fonds de PE**



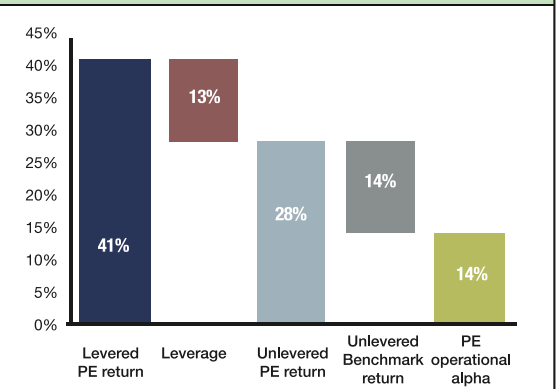
Source: Preqin Real Estate Online

**Illustration 4.2 : Indice Private Equity – Toutes les stratégies des fonds**



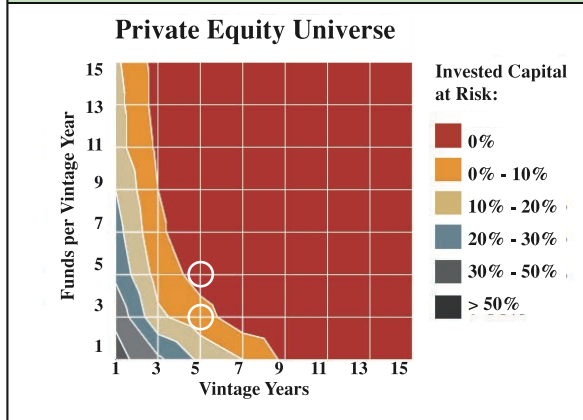
Source: Preqin Real Estate Online

**Illustration 5 : La création d'Alpha dans le Private Equity**



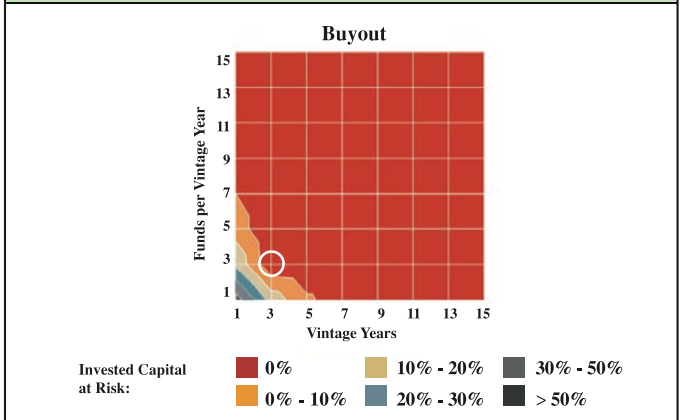
Source: Capital Dynamics

**Illustration 6.1 : iCar - Capital Investi « at Risk » selon la diversification par millésime et par nombre de fonds**



Source: Capital Dynamics

**Illustration 6.2 : iCar - Capital Investi « at Risk » dans les fonds de Buyout (LBO)**



Source: Capital Dynamics



## **b. La construction d'une allocation de Private Equity**

**i. Sélection des gérants :** l'univers des fonds (plus de 1'400 fonds en Europe) présente une grande dispersion des performances entre les gérants qui est estimée en moyenne à plus de 900 et 773 points de base, entre les fonds médians, et respectivement, les fonds du 1<sup>er</sup> quartile et du dernier quartile. La sélection des fonds rentrant dans un portefeuille requiert en conséquence un processus de *due diligence approfondi* des stratégies d'investissement, des modes opératoires des fonds, et des performances réalisées.

(Infographie : illustrations N°4.1 et 4.2 - p. 39)

**ii. Diversification du choix des stratégies de PE, et des économies, US, Europe, Ouest/Est, Pays émergents et pays frontières.** On relève que les volatilités des fonds selon les quartiles de performance sont assez proches, de l'ordre de 10%. De même, les stratégies sont faiblement corrélées (0,43). (Infographie : illustrations N° 4.1 / 4.2 - p. 39)

**iii. Réurrence de l'investissement dans les fonds, « re-up » sur la longue durée, à travers plusieurs millésimes, indépendamment de la conjoncture ambiante.**

**iv. Analyse du mode de création de valeur, dans les entreprises.** L'implication directe (« hands on ») dans les entreprises par les managers des fonds, est au cœur du caractère distinctif de l'investissement en PE. Selon une étude de juin 2014 de *Capital Dynamics* et du *Technische Universität München*, sur la période 2005-2008, 40% de la création de valeur du PE était attribuable à la croissance de l'Ebitda de 42% des entreprises sous gestion PE, alors que l'échantillon des sociétés cotées n'enregistrait qu'une augmentation de 12%. C'est principalement ce facteur qui est à l'origine au cours de cette période d'un *Alpha opérationnel du PE de 14%* sur les marchés cotés actions (Infographie : illustration N°5 - p. 39).

## **c. L'évaluation du risque d'un portefeuille de Private Equity**

La mesure du risque est également un critère déterminant d'un investissement de PE. Dès lors que la discipline d'investissement est bien mise en œuvre, un investisseur institutionnel peut maîtriser son risque d'investissement de PE, et dans cer-



102x75x7cm

taines conditions, construire sur la durée un portefeuille sans risque (« riskless portfolio »).

Les études statistiques conduites par *Capital Dynamics* ainsi que par *PEI (Private Equity International)* sur l'ensemble de l'univers des fonds, montrent qu'un portefeuille diversifié par le nombre de fonds, de millésimes (5 à 7 fonds par an, sur 3 à 5 ans) et de stratégies, permet de circonscrire le risque sur le capital avec un iCar entre 0% et 10% (« iCar : invested capital at risk », similaire à un VaR, Value at Risk) et un niveau de confiance de 99%. Si l'on retient les seules stratégies de Buyout, le ratio iCar est à 0% sur la base de 3 fonds par an sur 3 ans.

(Infographie : illustration N° 6.1 et 6.2, zones orange et rouge - p. 39)

Le potentiel de valorisation d'un portefeuille n'est pas sérieusement affecté par cette diversification, le « cash multiple » se maintenant autour de 2,0 fois le capital investi. Une sélection de fonds du 1<sup>er</sup> quartile, potentiellement plus performants, permet de tenir un iCar à un niveau de 0% avec un niveau de confiance de 99%, sur la base d'un éventail de diversification nettement plus restreint.

## **3. Une classe d'actifs très institutionnelle qui transforme le paradigme de l'investissement en actions**

L'investissement alternatif devient « mainstream ». L'évolution est marquée en Amérique où la classe d'actifs devrait représenter, selon Mc Kinsey, autour de

28% d'un portefeuille et environ de 15% à 20% en Europe. Private Equity, Hedge Funds et Immobilier en sont les principaux bénéficiaires. *L'allocation de PE d'un portefeuille devrait ainsi se situer en 2013, en moyenne autour de 7,3% aux US et 5,1% en Europe, ce que confirme un récent sondage réalisé par Prequin auprès des fonds de pension. L'investissement en actions s'opérera à l'intérieur d'une classe unique d'actions : cotées/non cotées (PE). Les institutionnels investiront sur la base d'une approche globale : « Public Markets & Private Markets ». Cette évolution matérialise l'objectif de certains institutionnels, qui visent la **performance absolue**, sans « benchmark », à travers des *solutions d'investissement dédiées*.*

Cette transformation du paradigme d'investissement favorise le développement de nouveaux standards de gestion d'actifs, « *Cross-Portfolio Investment* », que des banques spécialisées ayant une vision rénovée de la création de valeur mettent en oeuvre: par ex. pour le non-coté, à travers les mandats dédiés de PEA (*Private Equity Advisory*) ; et pour les marchés cotés, le « *Core Long-Term Strategy* », pour la vision longue ; l'*Allocation dynamique diversifiée pour la gestion active*.

En dépit d'une réelle progression des investissements de PE par les *fonds de pension suisses*, +17,1% au cours des années récentes, leur allocation moyenne ne représente que 1,15% des actifs, avec un objectif d'augmentation à terme autour de 3,1%. Les grands fonds de pension US allouent autour de 10% au PE, et les fondations des universités, comme Harvard et Yale, plus de 15%. Les Family Offices se situent entre 10% et 15%.

Les caractéristiques du PE exposées dans cette présentation, devraient pouvoir conforter les fonds de pension suisses dont les *motivations* d'un investissement en PE, selon une étude récente, sont prioritairement la *décorrélation* avec les autres classes d'actifs, une prime de rendement, et une faible volatilité. Le rendement visé pour le PE se situant entre 8.0% et 12.0% p.a. Par ailleurs, un fonds de pension dont l'horizon d'investissement est long peut gérer la non liquidité d'un investissement de PE qui peut être minorée par des *opérations secondaires*, et qui est

rémunérée par la prime de rendement attachée au PE.

Si l'on retient un *premium annuel net moyen du PE de 400 points de base*, sur les marchés publics, son impact est très significatif sur un portefeuille qui vise le *long-terme (20 ans)* – soit un *retour double d'un investissement dans le S&P 500* – comme le montre le calcul suivant :

- ✓ Rendement S&P 500 : 9,5% p.a. (1994-2014)
- ✓ Valeur du capital sur le S&P 500 à l'échéance : x 6,1
- ✓ Premium moyen du PE : 400 points de base sur les marchés publics, i.e. un rendement de 13,5 % p.a.
- ✓ Valeur du capital à l'échéance : x 12,5

Comme le rappelait une étude de Mc Kinsey sur la période 2007-2012, les *très bas taux* affectent significativement la *distribution des revenus d'intérêts* aux assureurs, fonds de pension, ménages, tout en favorisant les débiteurs que sont les états, les entreprises et les banques. Le manque à gagner pour les institutions qui ont besoin de ce rendement, est évalué aux USA à \$ 1'110 milliards pour la période concernée, et à \$ 960 milliards en Europe.

*Cette analyse permet d'affirmer que le Private Equity au travers des fonds spécialisés offre aux institutionnels un accès à des stratégies performantes d'investissement qui, autrement, ne seraient pas à leur portée. Il leur donne la possibilité de diversifier leurs portefeuilles tout en modérant l'impact des cycles économiques et des marchés. Le Private Equity confirme sa capacité à délivrer de la performance, y compris durant les périodes de crises économiques et financières, et de faibles rendements. Il permet ainsi aux fonds de pension de faire face à leurs obligations sur le très long-terme.*

Source : Banque Pâris Bertrand Sturza SA, Genève (23.09.2014)

Le rendement perdu du fait de ce niveau des taux peut être compensé par des investissements dans des actifs offrant un couple Rendement – Risque supérieur à la moyenne tel que le Private Equity. C'est ce que doivent penser les grands investisseurs, essentiellement institutionnels, qui ont souscrit en 2013, en Europe, pour 55,0 milliards aux 111 fonds de PE en levée de capital. ■



41x32x5cm

# Quels investissements choisir en cas de hausse des taux d'intérêts ?



par  
Eric Bourguignon

Directeur Général Délégué Swiss Life AM (France)  
Directeur Gestion Taux et Crédit Europe Swiss Life  
Asset Managers

Swiss Life Asset Managers AG

**L**es taux d'intérêt ont enregistré au cours des derniers mois des records de faiblesse dans la plupart des pays de l'OCDE. Phénomène tout à fait inédit, les taux sont même passés en territoire négatifs sur certains marchés. C'est dire l'ampleur du phénomène !

Compte tenu du niveau qu'ils ont atteint, les taux d'intérêt disposent désormais d'une faible marge de baisse supplémentaire. Ils pourraient, en revanche, connaître un rebond marqué à plus ou moins brève échéance, car les facteurs qui ont provoqué leur détente s'estompent progressivement. Cette évolution constitue bien sûr un risque pour les investisseurs qui l'auraient mal anticipée. Mais elle offre également des opportunités pour ceux qui sauront en tirer profit.

## Intégrer les changements de cycle

Le début d'un cycle de hausse de taux s'accompagne souvent de remous sur les marchés financiers. La hausse des taux engendre en effet des pertes directes pour

les porteurs d'obligations à taux fixes. Elle diminue la valeur actuelle des bénéfices futurs des sociétés, et pèse en conséquence sur le cours des actions. Elle nuit au marché immobilier, qui est comme chacun sait, très sensible au coût du crédit.

Dans des économies comme les nôtres, où l'endettement joue un rôle moteur, les hausses de taux finissent, en outre, par freiner l'activité, ce qui finit par rejaillir sur les revenus, et la confiance, et aggrave par ricochet, l'inquiétude des marchés.

L'impact d'une éventuelle remontée des taux pourrait malheureusement s'avérer cette fois-ci encore plus douloureuse que lors des remontées précédentes, car les rendements sont évidemment susceptibles de varier d'une plus grande ampleur, mais aussi car 30 ans de baisse des taux ont profondément modifié les comportements. Les intervenants sur les marchés de taux, dont beaucoup n'ont connu que la baisse, sous-estiment probablement les risques de remontée. La quête de rendement dans un

environnement de taux bas les a conduits à se porter sur des actifs de plus en plus longs, et donc aussi, plus sensibles aux mouvements de taux d'intérêt.

Les risques de retournement se multiplient pourtant sur les marchés de taux. Avec la fin de la politique de quantitative easing conduite par la Réserve Fédérale américaine, ils perdent, en effet, un de leurs soutiens essentiels.

Dans le même temps, la généralisation de la reprise en Occident éloigne les forces déflationnistes qui exerçaient une pression à la baisse des taux. L'envolée de l'endettement fragilise les émetteurs, et notamment les plus endettés d'entre eux, les Etats, qui ressortent exsangues de ces 7 années de crise.

## Réduire la sensibilité

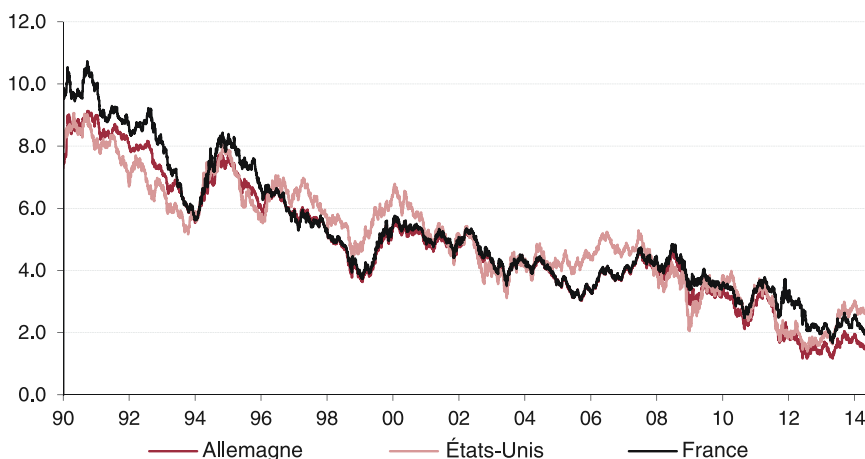
Confrontés à un risque de hausse des taux, les investisseurs peuvent d'abord chercher à réduire la vie moyenne de leur portefeuille obligataire, car le risque de perte en capital associé à une hausse des taux d'intérêts est d'autant plus fort que la durée des titres qui le compose est élevée.

Plusieurs approches peuvent être suivies pour réduire ainsi la *sensibilité* au taux d'intérêt d'un portefeuille de produits de taux. La première consiste à arbitrer les titres de maturité éloignée contre des titres courts qui sont par nature moins exposés aux mouvements de taux d'intérêt. La seconde consiste à substituer des *titres à taux variables* aux instruments à taux fixe qui composent ce portefeuille.

Contrairement aux obligations à taux fixe, les obligations à taux variable sont effectivement peu sensibles aux variations de taux d'intérêt. Elles se renchérissent peu quand les taux se replient et conservent l'essentiel de leur valeur quand ils augmentent. Elles offrent ainsi une bonne protection contre le risque de taux et sont donc à privilégier à l'amorce d'un cycle de hausse des taux.

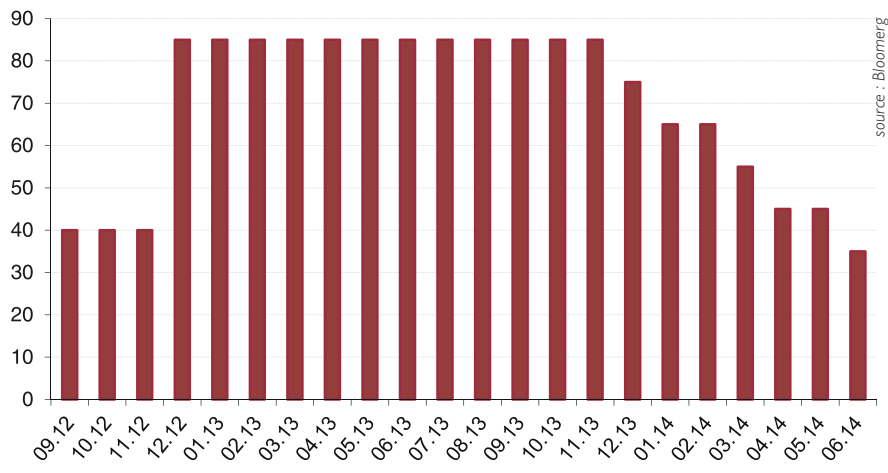
Malgré les avantages qu'elles procurent, ces méthodes n'éliminent cependant pas totalement l'impact d'une remontée des taux. Pour y parvenir, l'investisseur doit recourir à des méthodes plus radicales. Il peut céder la totalité des titres exposés au risque de

Figure 1 : Évolution du taux des obligations d'État à 10 ans (%)



source : Bloomberg

Figure 2 : Achats mensuels de titres par la Fed (mds usd)

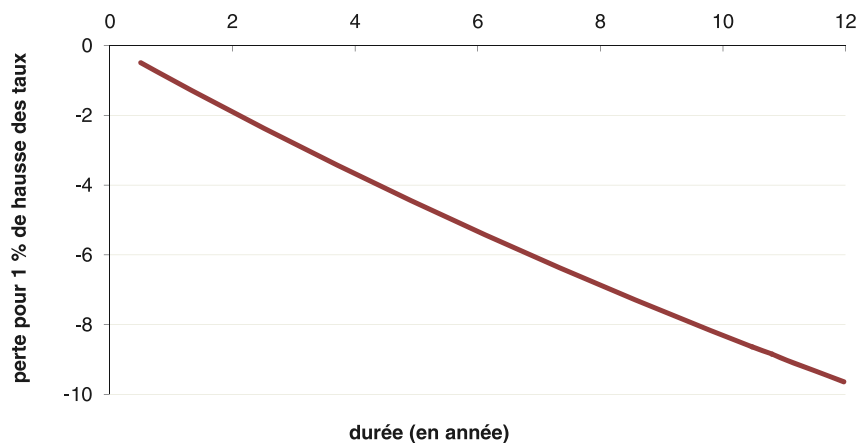


taux, et placer le produit de ses ventes en instruments monétaires (fonds monétaires, dépôts bancaires...). Il peut également couvrir son portefeuille en recourant à des instruments dérivés comme les *contrats futurs* de taux ou des *swaps*, techniques réservées à une clientèle avertie au demeurant.

contre la remontée des taux, mais lui permettront aussi d'enregistrer des gains si cette hausse se produit.

Si l'inflation constitue ainsi la principale menace auquel il s'expose, l'investisseur pourra opter entre 3 types de stratégies. Il

Figure 3 : Impact d'une hausse de 1 % des taux d'intérêt sur le cours d'une obligation en fonction de sa durée



### Se protéger du risque inflationniste

Pour efficaces qu'elles soient, les stratégies basées sur la réduction de la sensibilité présentent un inconvénient majeur : elles figent le patrimoine de l'investisseur car elles lui permettent, certes, de réduire ses pertes éventuelles, mais elles limitent inversement ses opportunités de gains.

Une alternative à cette approche consiste à mener une analyse fine des facteurs susceptibles de provoquer la remontée des taux qu'il redoute, puis à orienter ses investissements sur des supports plus adaptés, supports qui non seulement le protégeront

pourra d'abord se porter sur des *obligations indexées sur l'inflation* (ou des fonds eux-mêmes investis sur des instruments de ce type). Souvent émis par les Etats, ces obligations présentent l'avantage appréciable de préserver le pouvoir d'achat de l'investisseur dans la mesure où les coupons qu'elles délivrent, tout comme leur prix de remboursement, sont indexés sur l'évolution des prix à la consommation. Elles présentent cependant un inconvénient notable : elles sont sensibles aux variations de taux à l'instar des obligations à taux fixe, ce qui en réduit leur attrait en période de remontée des taux.

Pour contourner ce problème, les financiers ont lancé ces dernières années une nou-

velle génération de produits de taux, dit « *produits de breakeven* » destinés à protéger les investisseurs du risque inflationniste. Contrairement aux titres indexés, ils sont effectivement insensibles aux mouvements de taux d'intérêt. Leur principale caractéristique est d'être uniquement exposés aux *anticipations d'inflation*.

Leur performance augmente ainsi quand ces anticipations se renforcent, ce qui survient généralement quand l'inflation constatée accélère. Elle se dégrade en revanche durant les périodes de ralentissement de l'inflation, et peut même devenir négative si les prix reculent.

Le marché obligataire n'est bien sûr pas la seule alternative dont dispose les épargnants pour se protéger du risque inflationniste. Ils peuvent également investir sur des biens réels dont la valeur progresse généralement quand les tensions inflationnistes apparaissent. Parmi ces biens, l'immobilier et l'or sont souvent des vecteurs d'investissement privilégiés. Ils ne constituent cependant pas une panacée, car leur liquidité peut être faible, tout comme le rendement net qu'ils procurent (le rendement de l'or est même nul), ce qui est actuellement le cas dans beaucoup de pays.

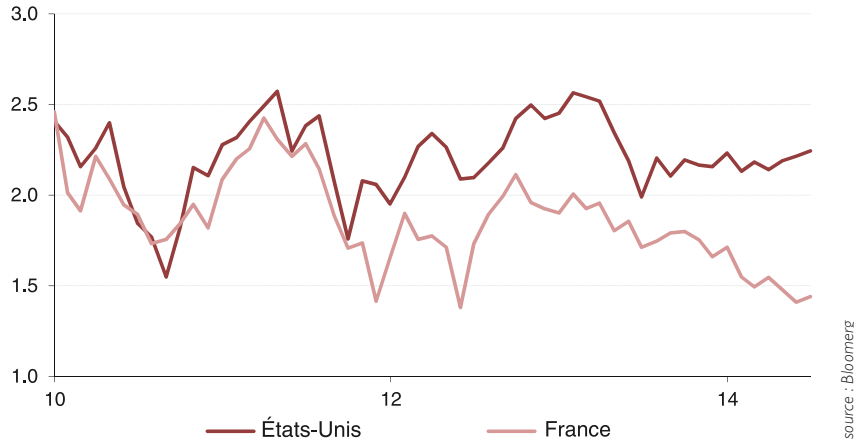
### Prendre en compte le risque de crédit

L'accélération de l'inflation n'est ni l'unique, ni forcément le principal facteur de remontée des taux d'intérêt. Bien souvent, les tensions observées sur les taux résultent de l'aggravation de la santé financière des émetteurs, car cette aggravation conduit les prêteurs à être plus exigeants en termes de rémunération, autrement dit, à réclamer une prime de risque (un *spread*) plus élevée pour accepter de prêter.

Le risque d'une augmentation des taux par écartement des *spreads* de crédit nous semble d'ailleurs aujourd'hui insuffisamment pris en compte par les marchés, car le niveau des *spreads* actuels ne nous semble pas compatible avec la fulgurante envolée de l'endettement mondial observée depuis le début de la crise financière, crise elle-même engendrée et entretenue par l'excès d'endettement des agents économiques publics et privés...



Figure 4 : Évolution des anticipations d'inflation annuelle à 10 ans



Dans ce contexte, le souci de l'investisseur n'est donc pas uniquement de se protéger contre le risque d'une dérive des prix, il peut aussi consister à réduire son exposition sur les émetteurs (publics ou privés) dont la dette est mal rémunérée au regard du risque qu'elle comporte. Il peut dans ce but, soit céder ses lignes les plus risquées pour se reporter sur des emprunteurs de meilleure qualité, soit recourir aussi aux instruments dérivés, qui à l'image des CDS (*Credit Default Swap*), permettent de s'assurer contre le risque de défaut d'un emprunteur moyennant le paiement d'une prime.

**Adapter les modes de gestion**

Le recours à des instruments financiers plus ou moins complexes n'est pas la seule voie qui s'offre à l'investisseur pour faire face au risque croissant d'une remontée des taux d'intérêt. Il peut aussi chercher à adapter sa gestion aux différentes conditions de marché qui se présenteront à lui pour essayer de dégager un rendement récurrent sur son portefeuille.

Baucoup de gérants préconisent à cette fin de renforcer la diversification des portefeuilles, voire de se porter directement sur des fonds diversifiés à l'allocation très flexible, dont la duration taux et crédit évoluera en fonction des circonstances, qui parviendront à saisir les opportunités qui se présenteront, et qui surtout, sauront gérer les pics de volatilité qui ne manqueront pas de secouer les marchés.

Dans un contexte de tension sur les taux, la *gestion en performance absolue* retrouve évidemment tout son attrait puisqu'elle est censée délivrer un rendement positif en tou-

tes circonstances de marché. Elle dispose pour cela de deux atouts essentiels. Elle n'est contrainte par aucun benchmark susceptible de limiter la marge de manœuvre du gérant. Elle permet de prendre des *positions « short »* sur les marchés de taux d'inté-

rêt, c'est-à-dire des paris qui génèreraient des gains en cas de remontée des taux.

**En conclusion**, après avoir été longtemps maintenus sous pression par les banques centrales, les taux d'intérêt pourraient progressivement prendre le chemin de la hausse au moment où la plus puissante et la plus influente d'entre elles, la Fed, envisage d'infléchir sa politique monétaire.

Cette inversion de tendance sera forcément douloureuse au terme d'une période si longue de détente des rendements. Les investisseurs ne sont toutefois pas démunis face au risque d'une remontée des taux. Il existe en effet de multiples instruments et techniques pour s'en protéger, voire d'en tirer un profit substantiel, en menant une réallocation astucieuse de son patrimoine, ou en confiant à des experts rompus à ces techniques, le soin de le faire. ■

Figure 5 : Relation entre taux et risque de crédit mesuré par le spread : le cas de l'Italie

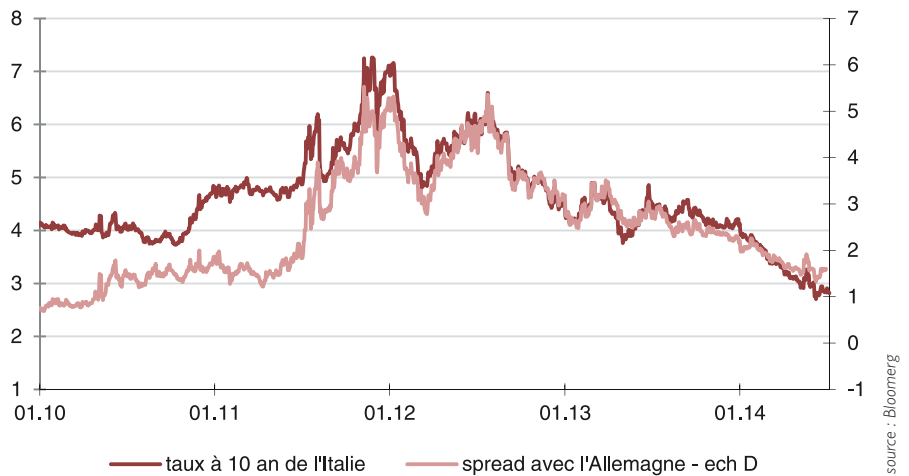
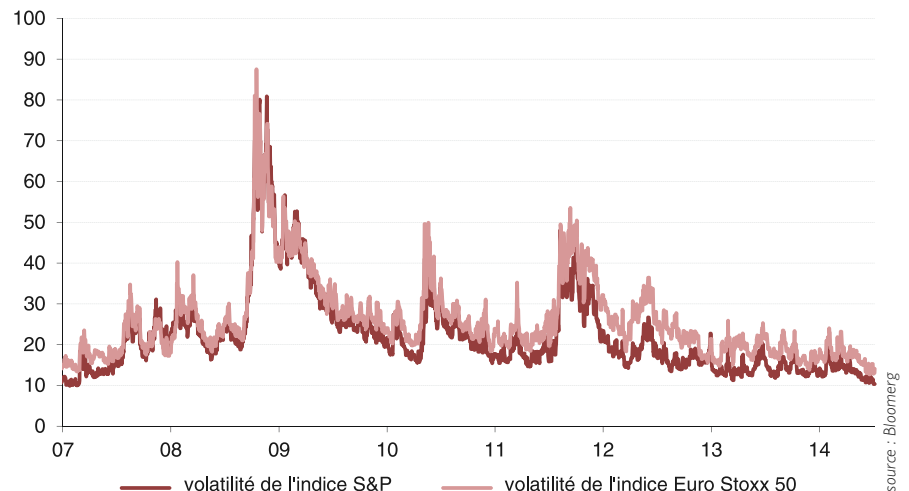


Figure 6 : La volatilité au plus bas



# Héritage



[WWW.BADOUX-VINS.CH](http://WWW.BADOUX-VINS.CH)

# Schwellenländerobligationen - Zugang zu den Regionen mit dem höchsten Wachstumspotential weltweit



Von  
Frederic Niamkey

Senior Business  
Development Manager

Aberdeen Asset Managers Switzerland

Die Volkswirtschaften der Schwellenländer verzeichnen ein kräftiges Wachstum, deshalb nehmen Regierungen und Unternehmen zunehmend die nationalen und internationalen Kapitalmärkte in Anspruch, um dieses Wachstum zu finanzieren. Dieses boomende Marktsegment bietet kompetenten Managern von Obligationenfonds ein breites Betätigungsfeld, um Unternehmen und Länder mit immer besserer Kreditqualität zu identifizieren und deren Renditechancen zu nutzen.

## Was macht die Attraktivität der Schwellenländermärkte aus?

Die Schwellenländer (Emerging Markets, EM) umfassen Märkte mit dem weltweit dynamischsten Wachstum der Wirtschaft und der Anlagemöglichkeiten. Die Argumente für Anlagen an den Schwellenländermärkten können in drei grossen „Ds“ zusammengefasst werden:

**Dynamik des Kreditmarkts:** Die Schwellenländer weisen bessere Fundamentaldaten als die Industrienationen auf, so dass sie den Marktturbulenzen der letzten Jahre besser standhalten konnten. Die Verschuldung der Schwellenländer beträgt im Durchschnitt lediglich ein Drittel des Wertes in den In-

dustrielländern, die unter beispiellosen Haushalts- und Staatsschuldenkrisen leiden, wobei wenig Aussicht auf eine baldige Verbesserung der Lage besteht (siehe Grafik I).

**Désinflation:** Die hohe Inflation, die früher in den Schwellenländern herrschte, schreckte Anleger zunächst von Investments in Lokalwährung ab. Dank politischer Reformen wurde die Unabhängigkeit der Zentralbanken gestärkt, so dass wir damit rechnen, dass die Inflation künftig eher zyklischer statt struktureller Natur sein wird. Die meisten Schwellenländer haben die Inflation mit Erfolg bekämpft, obwohl wir einräumen, dass dieses Risiko nicht endgültig eliminiert ist, so dass politische Massnahmen auch in Zukunft erforderlich sein können, um die Sorgen der Marktteilnehmer auszuräumen (siehe Grafik II).

**Demografie:** Eine junge und rasch wachsende Bevölkerung, junge und motivierte Arbeitskräfte – dies sind Faktoren, welche die Einkommen und die Kaufkraft in die Höhe treiben, wodurch wiederum das Binnenwachstum angekurbelt wird und die Abhängigkeit von den Industriestaaten sinkt.

## Eine Anlageklasse setzt sich durch

In den vergangenen zehn Jahren verzeichnete das Anlageuniversum der Schwellenländerobligationen ein rasches Wachstum, so dass sie nunmehr für eine zunehmende Zahl von Investoren attraktiv sind. Die Hauptgründe hierfür sind:

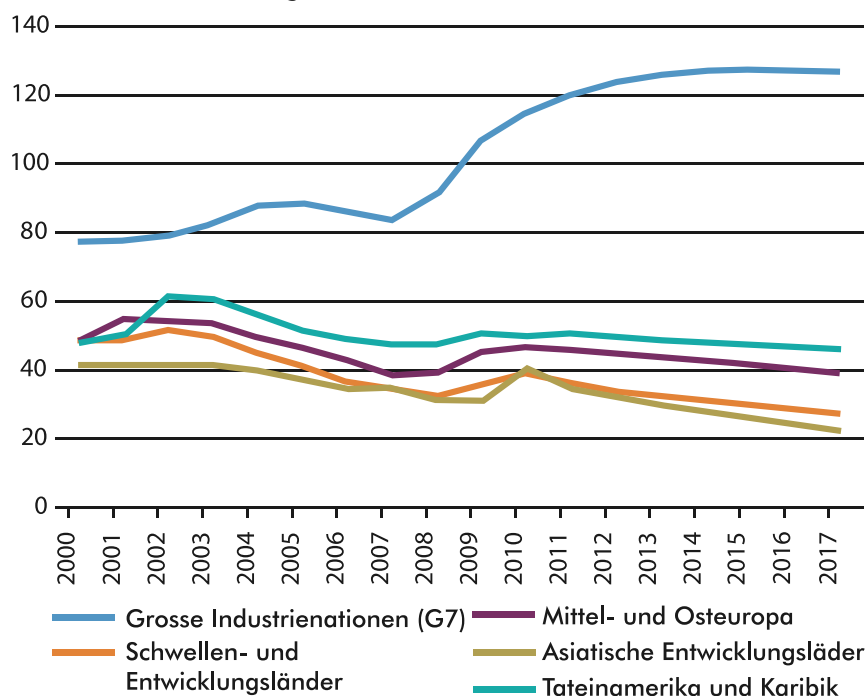
## Die Verbesserung der Kreditqualität

Zahlreiche Schwellenländer haben in den vergangenen zehn Jahren eine überzeugende Haushalts- und Geldpolitik implementiert. Die Folgen waren eine strukturelle Verbesserung der Kreditqualität und eine deutliche Reduzierung der historisch hohen Volatilität dieser Anlageklasse. Die Kombination von verbesserter Kreditqualität mit fundamentalen Verbesserungen in den Schwellenländern rief neue Investoren für diese Anlageklasse auf den Plan, was wiederum die Liquidität beflügelte (siehe Grafik III).

## Positiver Ausblick

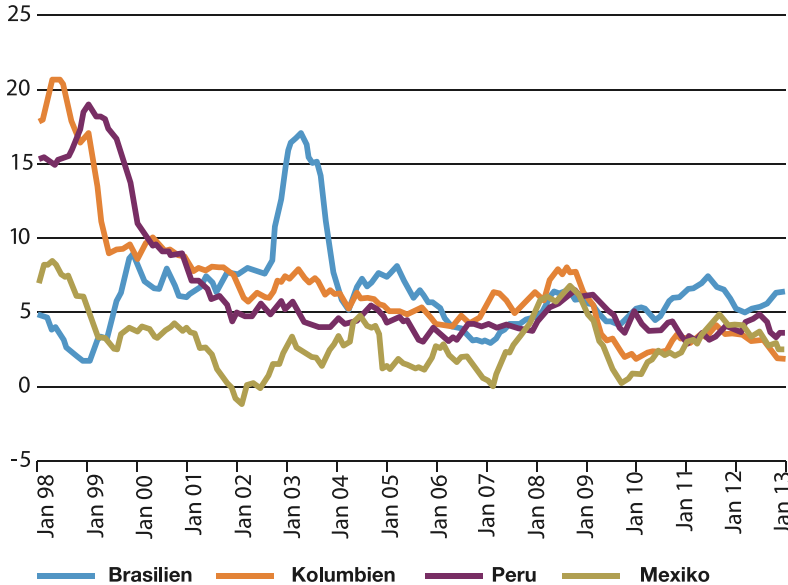
Die langfristigen Wachstumsaussichten der Emerging Markets werden durch solide Funda-

Grafik I: Staatsverschuldung, brutto (in % des BIP)



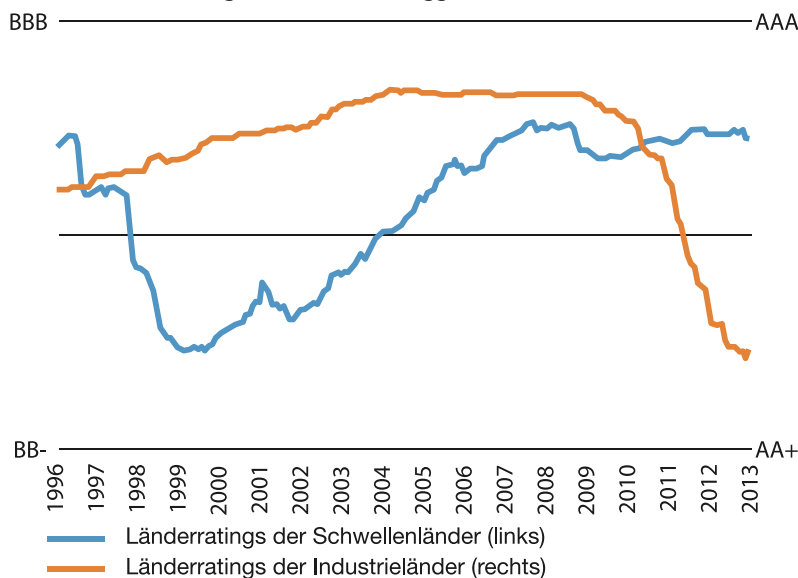
Quelle IWF, Weltwirtschaftsausblick, April 2012

**Grafik II: Inflationstrends – Lateinamerika**



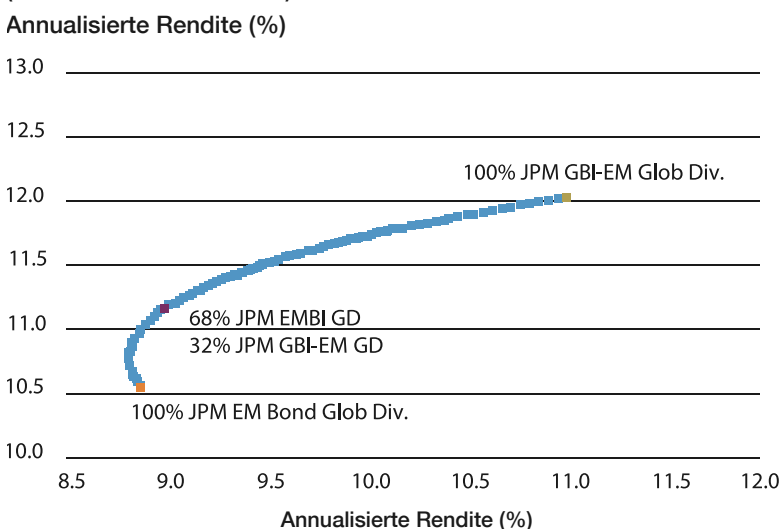
Quelle: Aberdeen Asset Management, Stand: 31. März 2013.

**Grafik III: Länderratings: Industrieländer ggü. Schwellenländern**



Quelle: Morgan Stanley, März 2013.

**Grafik IV: JPM EMBI Global Diversified ggü. JPM GBI-EM Global Diversified (Januar 2003 bis März 2013)**



Quelle: Aberdeen Asset Management, Stand: 31. März 2013.  
Hinweis: Annualisierte Rendite = 11,20%, Annualisierte Volatilität = 8,93%

mentaldaten untermauert: positive Bevölkerungsentwicklung, Wirtschaftsreformen, verbesserte Governance und fortschreitende Industrialisierung. Wir sind überzeugt, dass die extrem niedrigen Marktzinsen die Jagd der Investoren nach alternativen Renditechancen weiter anheizen werden. Angesichts der nach wie vor intakten Fundamentaldaten für die Kreditqualität der Anlageklasse dürften Schwellenländerobligationen somit von der wachsenden Risikobereitschaft der Investoren profitieren. Weiteren Auftrieb werden Schwellenländerobligationen auch durch die Tatsache erhalten, dass die internationalen Investoren ihre strukturelle Untergewichtung der Anlageklasse reduzieren.

### Erhebliche Diversifikationseffekte

Sowohl Lokal- als auch Hartwährungsbonds aus Schwellenländern weisen eine niedrige Korrelation mit den Märkten der Industriestaaten und mit Schwellenländeraktien auf und übernehmen folglich eine wichtige Funktion bei der Portfoliodiversifikation, insbesondere in Portfolios mit einer hohen Allokation auf Aktien.

### Welches sind die attraktivste Schwellenländeranleihen

Hartwährungs-Staatsobligationen sowie Corporate- und Lokalwährungsbonds weisen für sich gesehen jeweils sehr interessante Merkmale auf.

Auf jeden Fall befürworten wir einen gemischten Ansatz, denn er bietet eine hohe Diversifikation der Länder und der Anlageinstrumente.

Ein optimal aufgestelltes EMD-Portfolio kann auch zur Senkung der Gesamtvolatilität jedes Obligationenportfolios bei gleichzeitiger Maximierung der Renditen beitragen.

Unsere Efficient Frontier-Analyse hat ergeben, dass die optimale Allokation der letzten zehn Jahre 68% Hartwährungs- und 32% Lokalwährungsbonds auf einer Rendite-Risiko-Basis enthält. Während dieses Zeitraums erzielte das Musterportfolio jährliche Renditen von 11,20% bei einer annualisierten Volatilität von 8,93%. Der Analysezeitraum beginnt mit der Einführung des



## Schwellenländermärkte

Schwellenländer-Volkswirtschaften werden von der Internationalen Finanz-Corporation (IFC) als Volkswirtschaften mit einem niedrigen bis mittleren pro-Kopf-Einkommen bezeichnet. Diese Volkswirtschaften umfassen im Wesentlichen Entwicklungsländer in drei Regionen, nämlich Asien, Lateinamerika und CEEMEA (Mittel- und Osteuropa, Mittlerer Osten und Afrika). Schwellenländer sind durch eine günstige demografische Entwicklung, eine solide Finanzlage und eine niedrigere Verschuldung als ihre westlichen Pendanten gekennzeichnet.

### Hartwährungsobligationen

Die Obligationen lauten überwiegend auf den US-Dollar.

### Lokalwährungsobligationen

Die Obligationen lauten auf die Währung des betreffenden Landes.

**Schwellenländer-Unternehmensobligationen sind Obligationen, die von Unternehmen mit Sitz in einem Schwellenland emittiert werden.**

JP Morgan-Index für Lokalwährungsobligationen (siehe Grafik IV).

Die Diversifikation der Alphaquellen ist ein Schlüsselmerkmal dieser Strategie, da sie das Potential attraktiver Erträge aus risikanten Anlagen wie Schwellenländerwährungen bei einem Anstieg der Risikobereitschaft und gleichzeitig solide Renditen aus High Grade-Hartwährungsbonds in Phasen wie z.B. 2011 bietet, als die Risikobereitschaft der Investoren im Gefolge der europäischen Staatsschuldenkrise sank.

Die Anleger haben die Möglichkeit, beim Aufbau eines gemischten Portfolios ihre eigenen Asset-Allokation-Entscheidungen zu treffen. Allerdings haben wir die Erfahrung gemacht, dass die meisten Anleger gut beraten sind, sich einem Fondsmanager anzuvertrauen, der die betreffenden Länder und Unternehmen eingehend analysiert hat und über die für fundierte Asset-Allokation-Entscheidungen erforderlichen Kompetenzen

verfügt. Genau über diese Kompetenzen verfügen wir. Dies stellen wir seit über zehn Jahren eindrucksvoll unter Beweis.

### Mit den Schwellenländermärkten verbundene Risiken

Die mit EMD-Investments verbundenen Risiken sind nicht zuletzt von der Art des gewählten Anlageinstruments abhängig. Während sämtliche EMD-Anlagen mit dem Kredit- und dem Zinsrisiko verbunden sind, weisen Investments in Lokalwährungsobligationen zusätzlich dazu ein Wechselkursrisiko auf.

- Kreditrisiko
- Zinsrisiko
- Währungsrisiko
- Liquiditätsrisiko
- Fundamentale Risiken
  - Strukturelle Risiken
  - Transparenz und Corporate Governance

### SOLIDE ARBEIT VOR ORT IST DIE BESTE METHODE ZUR VERRINGERUNG DIESER RISIKEN

Man muss in das Land reisen, man muss vor Ort sein, man muss sich ein eigenes Bild machen.

Wir investieren grundsätzlich erst dann in ein Unternehmen, wenn wir das Management kennen und den vollständigen Due Diligence-Prozess abgeschlossen haben.

Auch sorgen mit der Obligation verbundene Auflagen für eine verbesserte Transparenz und Corporate Governance, da die Kapitalaufnahme eines Unternehmens kraft Gesetz begrenzt ist und überhöhte operative Risiken unterbunden sind. Bei manchen Emissionen sind sogar Vorgaben zum Cashmanagement in die Bondstruktur eingebaut, so dass die Verwendung der Barmittel durch das Unternehmen reglementiert ist. Bei anderen Emissionen wiederum sind zusätzliche Sicherheiten gestellt, so dass ein Zusatzschutz gewährleistet ist, der nur zur Tilgung der Obligation bei einem Ausfall verwendet werden darf. Eine gründliche Analyse der Obligation und der Auflagen vor jeder Anlageentscheidung ist oberstes Gebot. ■

112x76x7cm

L'HUMOUR  
SOUS TOUTES  
SES FORMES!

SPECTACLE / CINÉMA  
TÉLÉVISION  
WEB



3 DÉCEMBRE 2014 AVANT-PREMIÈRE  
**LAURENT GERRA**

AVEC LE GRAND ORCHESTRE DE FRÉDÉRIC MANOUKIAN  
AU THÉÂTRE DU LÉMAN À GENÈVE

DU 4 AU 8 DÉCEMBRE À MONTREUX, PLUS DE 120 ARTISTES DONT:

**LAURENT GERRA . PASCAL LEGITIMUS  
JÉRÉMY FERRARI . JEAN-LUC LEMOINE**

NAWELL MADANI . STÉPHANE ROUSSEAU . FRANÇOIS-XAVIER DEMAISON  
LES CHEVALIERS DU FIEL . OLIVIER DE BENOIST . ANNE ROUMANOFF  
BAPTISTE LECAPLAIN . ARNAUD TSAMERE . ARTUS . LES JUMEAUX . BEN  
VERINO . NICOLE FERRONI . FRÉDÉRIC RECROSIO...

BILLETTERIE: [WWW.MONTREUXCOMEDY.COM](http://WWW.MONTREUXCOMEDY.COM) ET



# Indirekte Immobilienanlagen: Risiken und Chancen heute



Von  
Nicolas di Maggio  
Strategist Investment  
Manager

Jean Niklas  
CIO Actions



Banque Cantonale Vaudoise

## I. GESCHICHTE UND HEUTIGE ENTWICKLUNG DES SCHWEIZER IMMOBILIENMARKTES

### A) Die Ursachen der Immobilien- krise in den 90er-Jahren

#### 1) Folgen des Börsenkrachs von 1987

Nach dem Börsenkrach von 1987 leitete die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine expansive Geldpolitik ein. Dies erhöhte zusammen mit der Einführung eines neuen elektronischen Interbankenzahlungssystems die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, was wiederum einen Anstieg der Inflation bewirkte.

Zudem brachte die (im Interesse der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Banken) durchgeführte Umsetzung von Basel I eine Lockerung der Eigenmittelvorschriften für Banken mit sich.

Aufgrund dieser beiden Faktoren und der regen Konkurrenz im Finanzsektor sahen

sich die Banken dazu veranlasst, ihre Hypothekensatzpolitik zu lockern. Darauf kam es zu sogenannten Kaskadenverkäufen (mehrfache Handänderungen gleicher Liegenschaften in kurzen Zeitabständen), da die Investoren kurzfristige Gewinne machen wollten. Infolge dieser Spekulation stiegen die Preise massiv, bis das Hypothekarkreditvolumen im Rekordsommer 1989 mehr als 15% über dem Vorjahresniveau lag (vgl. Grafik 1).

#### 2) Die Immobilienkrise

Im Herbst 1989 erliess der Bundesrat dringliche Bundesbeschlüsse, um der Spekulation Einhalt zu gebieten; als schliesslich die SNB auch noch ihre Leitzinsen an hob, geriet der Immobilienmarkt rasch unter Druck. Mehrere Regionalbanken kamen aufgrund der faulen Kredite in ihrer Bilanz ins Schleudern. Die Sparkasse Thun musste ihre Tore schliessen und die notleidenden Kredite der Berner Kantonalbank wurden in eine Aufgangsgesellschaft überführt. Diese Massnahmen erhöhten die Schuldenlast des Kantons

Bern beträchtlich. Gemäss der Eidgenössischen Bankenkommission nahmen die Banken zwischen 1991 und 1996 bei den in der Schweiz gewährten Krediten Wertberichtigungen von insgesamt beinahe CHF 42 Milliarden vor. Bezogen auf die Landesgrösse ist diese Summe mit den in den USA durch die Subprime-Krise verursachten Wertverlusten vergleichbar.

### 3) Die Erholung

1992 beschloss die SNB Massnahmen zugunsten des schwächelnden Immobilienmarktes zu ergreifen und senkte die Eigenmittelanforderungen für Hypotheken. Zudem wurden mit der Verordnung vom 3. Oktober 1994 über die Wohneigentumsförderung mit Mitteln der beruflichen Vorsorge die Regeln für das Zwangssparen in der 2. Säule insofern gelockert, als die Verwendung des Vorsorgekapitals für die Finanzierung von Wohneigentum erlaubt wurde. Es dauerte allerdings bis 1996, bis sich die ersten Anzeichen einer Stabilisierung des Immobilienmarktes zeigten.

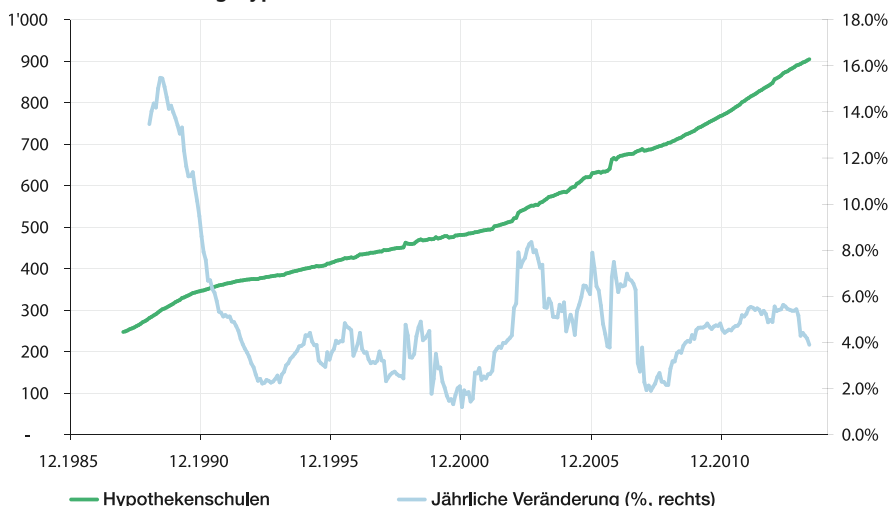
### B) Neue Immobilienblase befürchtet

#### 1) Zeichnet sich eine neue Blase ab?

Seit Beginn des neuen Jahrtausends wächst der Immobilienmarkt stetig. Seit der Finanzkrise 2008 hat sich das Wachstum sogar beschleunigt und lässt Befürchtungen einer erneuten Immobilienblase aufkommen. Zu Recht?

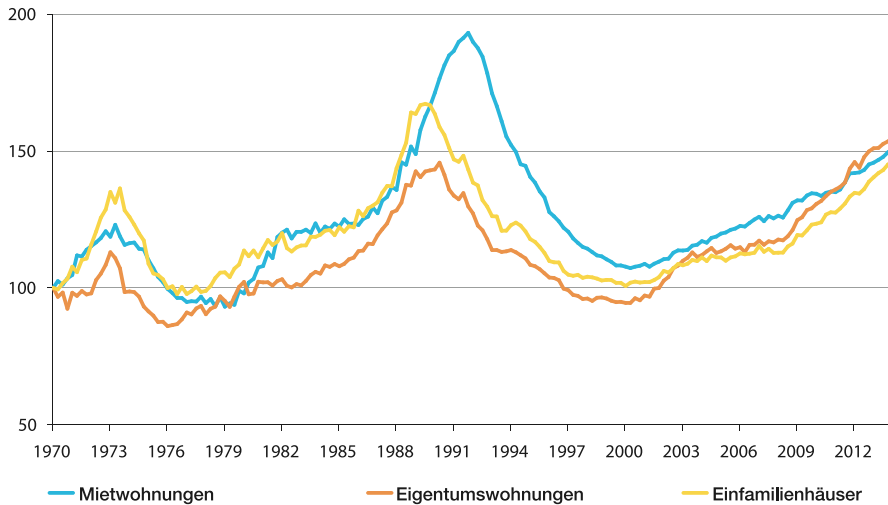
Man spricht im Allgemeinen von einer Blase, wenn der Preis der Handelsgüter aufgrund des grossen Kapitalzuflusses nicht mehr der wirtschaftlichen Realität entspricht.

Grafik 1: Entwicklung Hypotheken



Quellen: BCU, BNS

Die in den letzten zehn Jahren im Genferseegebiet und in der Region Zürich beobachtete Entwicklung scheint nahe zu legen, dass eine Blase vorliegt. Immer weniger Leute verfügen über die erforderliche Finanzkraft, um Wohnraum zu kaufen. Während der durchschnittliche Quadratmeterpreis für eine Eigentumswohnung in der Schweiz mit CHF 6500 (2003: CHF 4100) noch angemessen erscheint, so stimmen die in Genf und Zürich bezahlten Durchschnittspreise von CHF 12 800 bzw. CHF 11 030 nachdenklich. Gemäss Wüest & Partner liegen 10% der Quadratmeterpreise gar über CHF 15 000.

**Grafik 2: Reale Entwicklung der Angebotspreise für Immobilien**

Quellen: BCV, OFS, Wüest & Partner

Wie Jean-Pierre Danthine (Vizepräsident der SNB) Anfang Jahr bemerkte, müssen die Käufer heute damit rechnen, dass ihr Vermögen an Wert verlieren wird. Sie müssen einen Zinsanstieg bewältigen können.

Die Entwicklung der Angebotspreise scheint diese Aussage zu erhärten, denn in jenen Regionen, in denen die Preise am stärksten gestiegen sind, ist bei den Privatimmobilien bereits wieder ein Preisrückgang zu beobachten.

Dennoch sind nicht alle Faktoren, welche die Bildung und das Platzen einer Blase begünstigen, gegeben:

Die Zinsen stehen weiterhin unter Druck, es ist kein übermässiger Anstieg beim Hypothekarkreditvolumen und schon gar nicht bei den spekulativen Transaktionen zu beobachten; die Dossiers werden bei der Hypothekvergabe in aller Regel mit der gebührenden Sorgfalt geprüft (als Belehnungswert gilt nicht mehr der Verkaufspreis, sondern die Schätzung der Bank).

Während sich bei den Privatimmobilien die Preisdynamik in den meisten Regionen zu beruhigen scheint, entwickelt sich der Markt bei den Anlageimmobilien rasanter. Hier wird die Nachfrage weiterhin stark von den historisch tiefen Zinssätzen beeinflusst.

## 2) Fundamentale Faktoren

Wir finden aber auch fundamentale Faktoren, welche die ausserordentliche Hausse erklären, die nun bereits seit fast 15 Jahren anhält.

Erstens bestand nach der Immobiliemarktschwäche während der 90er-Jahre ein Nachholbedarf. Ausser bei den Eigentumswohnungen, die einen spektakulären Höhenflug erlebten, liegen die realen Preise in der Schweiz noch unter denjenigen des letzten Haussezyklus (vgl. Grafik 2).

Zweitens stellt der Zinssatz in einem Markt, in dem Angebot und Nachfrage ausgeglichen sind, den wichtigsten Preisbildungsfaktor dar. In dieser Hinsicht ist das Verhalten des Finanzinstruments „Immobilien“ mit demjenigen der Anleihen vergleichbar, deren Kurs sich umgekehrt zur Zinsentwicklung entwickelt. Die heutige Hausse ist daher nicht überraschend, wenn man bedenkt, dass die Rendite der 10-jährigen Eidgenossen von über 4% im Jahr 2000 auf nunmehr weniger als 1% gesunken ist.

Drittens hinkt das Angebot insgesamt trotz einer seit Jahren auf vollen Touren laufenden Bautätigkeit hinter der Nachfrage her. Diese Situation könnte sich – insbesondere in den Randregionen – zwar rasch ändern, in den meisten urbanen Zentren der Schweiz geschieht dies üblicherweise jedoch nicht, denn die Nachfrage wurde stark vom Wachstum der Wohnbevölkerung beeinflusst, die in den letzten 15 Jahren um mehr als 1 Million Einwohnerinnen und Einwohner zugenommen hat. Durch das Inkrafttreten der Personenfreizügigkeit im Jahr 2007 wurde dieses Wachstum noch beschleunigt. Die Steuerunsicherheit und die Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der Umsetzung der vom Volk gutgeheissenen

Masseneinwanderungsinitiative könnten im schlimmsten Fall den Trend umkehren und die heutige Dynamik stoppen. Das wahrscheinlichste Szenario bleibt aber ein Rückgang der Immigration, wobei dessen Ausmass und Dauer heute noch nicht absehbar ist.

Die Leerstandsquote (Mietwohnungen) verharrt auf so extrem tiefem Niveau (unter 1% gemäss Bundesamt für Statistik), dass von einem Wohnungsmangel gesprochen werden kann.

## 3) Gefahr von Übertreibungen

Nach der Finanzkrise und der starken Aufwertung des Frankens hatte die SNB keine andere Wahl, als die Leitzinsen auf tiefstem Niveau zu belassen, um den EUR/CHF-Mindestkurs von 1.20 nicht zu gefährden. Aufgrund des Deflationsdrucks und der grossen Nachfrage nach Finanzinstrumenten erster Qualität, wie z.B. Schweizer Staatsanleihen, wurden Hypothekendarfinanzierungen günstiger. Dementsprechend stieg die Hypothekarnachfrage wieder an. Dadurch verschärfte sich das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Immobilienmarkt, was dem Preisaufrtrieb Vorschub leistete.

Die Konkurrenz zwischen den Banken wirkte sich zwar kaum auf die sowieso schon geringe Kreditmarge aus, aber sie bewirkte eine Lockerung insbesondere hinsichtlich der „exceptions to policy“.

Eine Untersuchung, welche die SNB 2010 bei 31 Banken (die zusammen 92% des Schweizer Hypothekenmarktes abdecken) durchführte, zeigte erste Anzeichen einer Verschlechterung der Kreditqualität auf, insbesondere weil vermehrt von den bankinterne Regeln abgewichen wird. Diese Feststellung bestätigte sich bei den direkten Kontrollen, welche die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) bei einigen Banken durchführte. Daraufhin wurde eine verstärkte Zusammenarbeit von SNB und FINMA beschlossen, mit der Absicht die makroprudenzielle Überwachung zu verstärken. Insbesondere wurde die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) aufgefordert, die Selbstregulierungsmassnahmen im Hypothekarebereich zu überarbeiten.

## C) Die Massnahmen und ihre Wirkungen

### 1) Massnahmen von SBVg, FINMA, SNB und Bundesrat

In den beiden letzten Jahren sind folgende Massnahmen in Kraft getreten:

- Am 1. Juni 2012 führte der Bundesrat (BR) einen antizyklischen Kapitalpuffer ein, der auf Verlangen der SNB und nach Rücksprache mit der FINMA aktiviert werden kann. Konkret können damit von den Banken Eigenmittel in Höhe von bis zu 2,5% der risikogewichteten Aktiva verlangt werden, um ihre Widerstandsfähigkeit bei übermässig stark wachsenden Krediten zu stärken.

- Parallel dazu hiess der BR die Anforderungen für die Hypothekenvergabe gut, die von der SBVg beschlossen und von der FINMA als Mindestanforderungen genehmigt worden waren. Gemäss diesen Anforderungen müssen mindestens 10% des Belehnungswerts mit eigenen, nicht aus der 2. Säule stammenden Mitteln gedeckt werden. Künftig kann also ein Eigentümer die erforderlichen Eigenmittel von 20% nicht mehr nur aus Mitteln der zweiten Säule finanzieren.

- Ausserdem muss die Hypothekarschuld bei Wohnliegenschaften innerhalb von 20 Jahren auf maximal zwei Drittel des Belehnungswerts amortisiert werden. Im Februar 2013 entschied der BR dann, den antizyklischen Puffer in Höhe von 1% zu aktivieren, und im Januar 2014 erhöhte er ihn auf 2%.

Komplementär zum antizyklischen Kapitalpuffer fanden Gespräche zwischen dem Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD), der FINMA, der SNB und Vertretern des Bankensektors statt, um die Selbstregulierungsrichtlinien zur Hypothekarkreditvergabe zu verstärken.

Im Juni 2014 beschloss die SBVg schliesslich, zwei Selbstregulierungsrichtlinien mit Wirkung auf den Hypothekarmarkt anzupassen. Insbesondere wurde die Frist für die Amortisation der Hypothekarschuld auf zwei Drittel des Belehnungswerts der Liegenschaft von bisher zwanzig Jahren auf neu fünfzehn Jahre verkürzt, wobei die Amortisation in regelmässigen Tranchen (linear) erfolgen muss. Bei der Finanzierung von Im-

mobilienkäufen bzw. Handänderungen gilt der tiefere Wert von Marktwert und Kaufpreis als Belehnungswert. Zudem sind im Rahmen der Beurteilung der Tragbarkeit für den Käufer Zweiteinkommen grundsätzlich nur anrechenbar, wenn Solidarschuldnerschaft besteht. Diese Massnahmen wurden von der FINMA Anfang Juli als Mindeststandard anerkannt.

### 2) Spürbare Wirkungen auf den Hypothekarmarkt

Mit diesen makroprudenziellen Massnahmen sollte es möglich sein, den Hypothekarmarkt zu bremsen, der in den letzten zwölf Monaten (bis Ende Mai) nur 3,8% zugelegt hat, während es in den zwölf Monaten davor 5,6% waren. Dennoch werden auf Bundesebene neue Massnahmen diskutiert wie z.B. das Verbot des Vorbezugs von BVG-Geldern (mit dem Risiko, mit dieser Diskussion vorgezogene Käufe auszulösen, die der erhofften Verlangsamung entgegenwirken würden).

## II. INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN: MERKMALE, ENTWICKLUNG UND AUSSICHTEN

Etwas zynisch könnte man vorausschicken, dass die Nachfrage nach Mietwohnungen (und damit der Druck auf die Preise) umso stärker steigt, je mehr der Zugang zu Wohneigentum erschwert wird. Dieser Sachverhalt stellt für Anleger in indirekte Immobilienanlagen einen Vorteil dar, da das Wohnsegment mehr als 50% des Marktes ausmacht.

### A) Merkmale der indirekten Immobilienanlagen

#### 1) Risiko-Rendite-Profil

Der Immobilienmarkt weist ein Risiko-Rendite-Profil auf, das zwischen demjenigen des Anleihenmarkts und demjenigen des Aktienmarkts liegt. Die Korrelation mit anderen Anlagen ist gering; damit stellen Immobilienanlagen eine eigenständige Anlagekategorie dar und können das Rendite-Risiko-Verhältnis eines gemischten Portfolios verbessern. Im Übrigen kann die Liquidität eines reinen Immobilienportfolios durch indirekte Immobilienanlagen verbessert werden. Die im Vergleich zu direkten Immobilienanlagen höhere Liquidität der indirekten Immobilienanlagen geht mit einer höheren Volatilität

einher, was aber langfristig wiederum durch eine höhere Nettoendite kompensiert wird.

#### 2) Diversifikationspotential

Indirekte Immobilienanlagen bieten überdies ein hohes Diversifikationspotential, und zwar sowohl in geografischer Hinsicht als auch was die Art der Vermögenswerte (Wohnobjekte, Büro-, Verkaufs-, Industrie-, Gewerbeflächen usw.) betrifft.

Die Vielfalt der auf dem Markt angebotenen Produkte ermöglicht zudem eine optimale Kombination der verschiedenen Anlagevehikel (Immobilienstiftungen, -gesellschaften und -fonds). Da zudem verschiedene Strategien angewandt werden können, ist auch eine Risikodiversifikation innerhalb der einzelnen Anlagekategorien möglich.

### B) Jüngste Entwicklung der Anlagekategorie

#### 1) Bei den Pensionskassen

Der Anteil der Immobilienanlagen an der Gesamtallokation der Pensionskassen ist in den letzten zehn Jahren von 16% auf 20% gestiegen, hauptsächlich zulasten der Anleihen (die angesichts der tiefen Renditen nicht in der Gunst der Anleger stehen). Schätzungsweise ein Drittel davon sind indirekte Immobilienanlagen. Allerdings variiert dieser Anteil von Kasse zu Kasse stark und hängt davon ab, ob die jeweilige Pensionskasse die Möglichkeiten hat, einen Immobilienpark selbst zu verwalten.

Weiter wird festgestellt, dass sich immer mehr Akteure den indirekten Anlagen zuwenden, aus Gründen der Diversifikation und der bequemerer Verwaltung (Delegieren der Verwaltung an Fachleute), aber auch mangels guter Gelegenheiten am direkten Immobilienmarkt.

Ende Juni 2014 betrug die Börsenkapitalisierung der Immobilienfonds insgesamt CHF 30,3 Milliarden, diejenige der Immobiliengesellschaften CHF 11,9 Milliarden und diejenige der Stiftungen CHF 28,2 Milliarden, also insgesamt fast das Dreifache des Werts vom Jahr 2000. Dies erklärt sich zum Teil durch die günstige Preisentwicklung, in erster Linie aber durch die zahlreichen Kapitalerhöhungen, die von den verschiedenen Akteuren vorgenommen wurden, um in neue Projekte zu investieren.

## 2) Faktoren, die den indirekten Immobilienmarkt beeinflussen

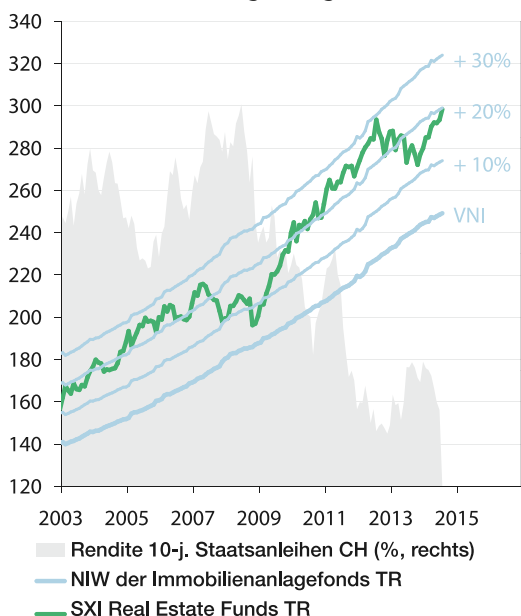
Auf lange Sicht bleibt der indirekte Immobilienmarkt zwar durchaus mit der Entwicklung des direkten Immobilienmarkts verknüpft. Kurz- und mittelfristig betrachtet ist das jedoch nicht unbedingt der Fall, da hier andere Einflussfaktoren bedeutungsvoll sind.

Erstens kann sich die begrenzte Liquidität des Immobilienmarktes (Tageshandelsvolumen von ca. CHF 40 Millionen) auf die kurzfristige Entwicklung der Kurse auswirken. Die passiven Anleger, die vor 2008 auf dem Markt praktisch inexistent waren, sind heute für einen bedeutenden Anteil des Tagesvolumens verantwortlich. Zweitens besteht zwischen der Zinsentwicklung und der Nachfrage nach indirekten Immobilienanlagen – genau wie bei den direkten Immobilienanlagen – eine umgekehrte Beziehung. Dies zeigt sich auch in der Statistik, wenn man die Entwicklung der Zinssätze mit derjenigen des Nettoinventarwerts (NIW) der Immobilientitel vergleicht (vgl. Grafik 3).

Drittens stellen die Kapitalerhöhungen – die insgesamt mehrere Milliarden Franken pro Jahr betragen und die den Aufstieg dieser Anlagekategorie begleitet haben – einen bedeutenden Einflussfaktor der Marktbewertung dar.

Schliesslich dienen die Immobilientitel bei der jüngsten Finanzkrise als Fluchtwerte, so

### Grafik 3: Entwicklung des Agios seit 2003



dass viel Kapital in den indirekten Immobilienmarkt geflossen ist. Als sich der Aktienmarkt im August 2012 erholte, kam es zu einer Gegenbewegung und zu einer Konsolidierung des Immobilienfondsmarktes.

## C) Bewertung und Aussichten

Zu Beginn des Jahres 2014 erreichte der Markt ein äusserst attraktives Bewertungsniveau und legte wieder deutlich zu. Ende Juli schnellten die Immobilienfonds um 7% und die Immobiliengesellschaften um 9% nach oben.

### 1) Performancefaktoren

Bei den kotierten Anlagen, wie den Immobiliengesellschaften oder -fonds, setzt sich die Performance aus der Dividende, dem Anstieg (bzw. Rückgang) des NIW sowie der Agioveränderung zusammen. Bei den Immobilienstiftungen (die nicht kotiert sind, sondern nach ihrem NIW bewertet werden), besteht die Performance nur aus den ersten beiden Komponenten.

### 2) Dividendenrendite

Die gegenwärtige Dividendenrendite der Immobilienfonds von 3,1% liegt leicht unter dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre (3,3%), aber die Differenz zu den 10-jährigen Eidgenossen (Ende Juli ca. 0,5%) bleibt bedeutend und attraktiv. Bei den Immobiliengesellschaften liegt die Dividendenrendite bei 4,3% und entspricht damit dem 10-jährigen Durchschnitt.

### 3) Anstieg des NIW

Seit 2003 trug der annualisierte Anstieg der NIW bei den Fonds 2,0 Prozentpunkte und bei den Gesellschaften 2,9 Prozentpunkte zur Performance bei. Die NIW-Berechnungen werden von unabhängigen Experten vorgenommen und basieren auf einem Discounted-Cash-Flow-Modell. Die NIW sind eine Schätzung des Immobilienwertes bei normalen Marktbedingungen. Sie sind jedoch dem Anstieg der Transaktionspreise nicht gefolgt und bergen in gewissen Fällen noch Wertsteigerungspotential, selbst wenn sie in Zukunft weniger rasch zulegen dürften.

### 4) Agio

Die dritte Komponente der Performance, das Agio, ist der volatilste

Faktor. Bei den Immobilienfonds schwankt es um einen Mittelwert von rund 15%. Das Agio rechtfertigt sich einerseits durch die grössere Liquidität und Diversifikation, welche die indirekten Anlagen gegenüber den direkten aufweisen, und andererseits dadurch, dass der NIW die im Falle einer Liquidation anfallenden Steuern bereits berücksichtigt.

Die Agioschwankungen hängen direkt von Marktangebot und -nachfrage ab. Das gegenwärtige Umfeld tiefer Renditen und das immer noch bedeutende Interesse an der gesamten Anlagekategorie (direkte und indirekte Immobilienanlagen) rechtfertigen das heutige Agio voll und ganz. Ende Juni lag dieses bei den Fonds bei 18,1% und bei den Gesellschaften bei 5,8%. 2012, als sich die Renditen auf einem ähnlichen Niveau bewegten wie heute, war das Agio bei den Fonds bis auf 30% und bei den Gesellschaften bis auf 20% gestiegen.

## III. SCHLUSSFOLGERUNGEN

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt stellt die Zinsschwäche das Hauptrisiko der Immobilienanlagen dar. Ein – rascher und bedeutender – Anstieg der Zinsen würde sich negativ auf den Wert sowohl der direkten wie der indirekten Immobilienanlagen auswirken.

Andererseits sind die Fundamentaldaten (Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage, niedrige Leerstandsquoten, keine manifesten Überkapazitäten, gesunde Wirtschaft usw.) weiterhin gut.

Eine Erhöhung der Zinssätze würde sich auf alle Anlagekategorien auswirken, insbesondere auch auf die Anleihen, die noch stärker getroffen würden als die indirekten Immobilienanlagen.

Aufgrund ihres hybriden Charakters zwischen Aktien und Anleihen würden Immobilientitel von den Anlegern wahrscheinlich als Fluchtwerte betrachtet.

Ironie des Schicksals: Ausgerechnet diejenigen Akteure (die Zentralbanken und die SNB, welche die Leitzinsen festlegen) müssen Massnahmen zur Eindämmung des Preisauftriebs ergreifen, die für das heutige hohe Preisniveau auf dem Immobilienmarkt mitverantwortlich sind. ■

# Eine Weltkonjunktur, die weiterhin vom guten Willen der Zentralbanken und den rezessiven Auswirkungen des Schuldenabbaus in den Industrieländern abhängt



Von  
Jean Médecin  
Mitglied des Investment Committee

Carmignac Gestion

Die US-Wirtschaft sendet widersprüchliche Signale – von Anzeichen einer Inflation mit leicht rezessivem Ausblick bis zu Frühindikatoren, die insgesamt auf eine positive Wirtschaftsentwicklung hindeuten. In Europa sah sich die EZB zum Handeln gezwungen, nachdem der Deflationsdruck sich auch in den Kernländern der Eurozone bemerkbar gemacht hatte, während die Bank of Japan ihre Stützungsmaßnahmen nötigenfalls ausweiten könnte. Die Schwellenländer scheinen hingegen von einer neuen Reformbewegung beflügelt zu sein.

Die US-Wirtschaftsdynamik im ersten Quartal 2014 war enttäuschend. Die von den Wirtschaftsaguren erwartete Zahl für das gesamte Jahr erscheint uns ziemlich noch zu hoch. Zwar dürfte die Wirtschaft durch einen Aufholeffekt und vor allem durch eine weniger restriktive Fiskalpolitik im ersten Quartal stimuliert werden. Doch die reale Wachstumsrate wird sich wahrscheinlich nicht erheblich von den seit Sommer 2009 erzielten 2,1% abheben. Im Vergleich hierzu wurden in den 11 Aufschwungzyklen seit dem Zweiten Weltkrieg durchschnittlich 4,4% verzeichnet.

Diese beachtliche Verringerung des amerikanischen Wachstumspotenzials ist neben der ausserordentlichen Belastung durch den schrittweisen Abbau der Verschuldung auch zurückzuführen auf die geringen re-

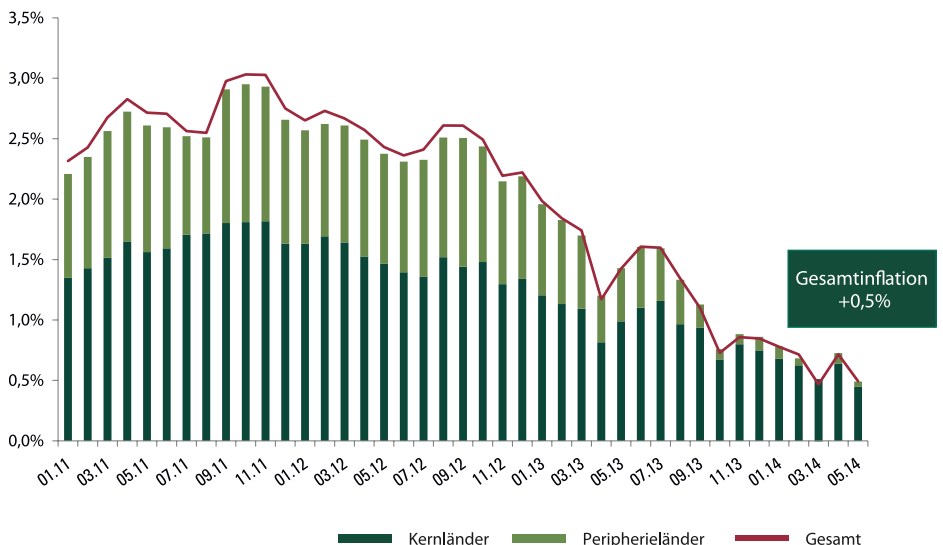
alen Bruttoeinkommenssteigerungen der privaten Haushalte (+1,8% in den letzten 12 Monaten), auf die geringen Investitionen in Anlagegüter (2013 nur +3,1%) und schliesslich auf die Notwendigkeit, Defizite der öffentlichen Haushalte abzubauen, was sich in den Konsum- und Investitionsausgaben des Bundes und sämtlicher Unionsstaaten niederschlägt. Dieses Umfeld eines mässigen Wachstums dürfte die Fed trotz erneuten Inflationsdrucks nicht zu einer zügigeren Normalisierung ihrer Geldpolitik veranlassen, da dieser Inflationsdruck nicht durch Lohnsteigerungen erzeugt wird und daher nur von geringer Dauer sein und zugleich einen Konjunkturaufschwung bremsen dürfte.

In Europa scheint die Zentralbank das Ausmass des Deflationsrisikos endlich erkannt zu haben. Die in den letzten 12 Monaten auf 0,38% gesunkene Inflation war das Signal für die EZB, zumal die Kernländer so wie die übrigen Länder auch unter dem Deflationsdruck leiden. Die einzelnen auf den geldpolitischen Sitzungen beschlossenen Massnahmen im Juni und September, für die symbolisch die Festsetzung eines negativen Einlagensatzes steht, enttäuschten nicht. Auch wenn die wirtschaftliche Dynamik mit einem erwarteten Wachstum von 1% für die Eurozone in diesem Jahr weiterhin eher moderat ist, sollte man das Potenzial Frankreichs hinterfragen (0,5%?), wo die schwache Wettbewerbsfähigkeit immer deutlichere Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt hat. Was ist zudem von Italien zu halten, wo die Lohnstückkosten seit Anfang 2012 noch stärker gestiegen sind als in Frankreich? Und warum sollte man nicht auch das deutsche Wachstum in Frage stellen, das so sehr von der Auslandsnachfrage abhängig ist, zu der an erster Stelle die USA beitragen, gefolgt von China, das gerade erst zur Stabilität zurückgefunden hat?

Die Schwellenländer erholen sich von der Krise im Sommer 2013, und das in vielen Fällen auf vorbildliche Weise. Das Bewusstsein einer zu hohen Abhängigkeit von ausländischem Kapital veranlasste viele Schwellenländer, ihr Leistungsbilanzproblem mithilfe restriktiver Geldpolitik und in einigen Fällen durch die Einleitung von Reformen wirksam

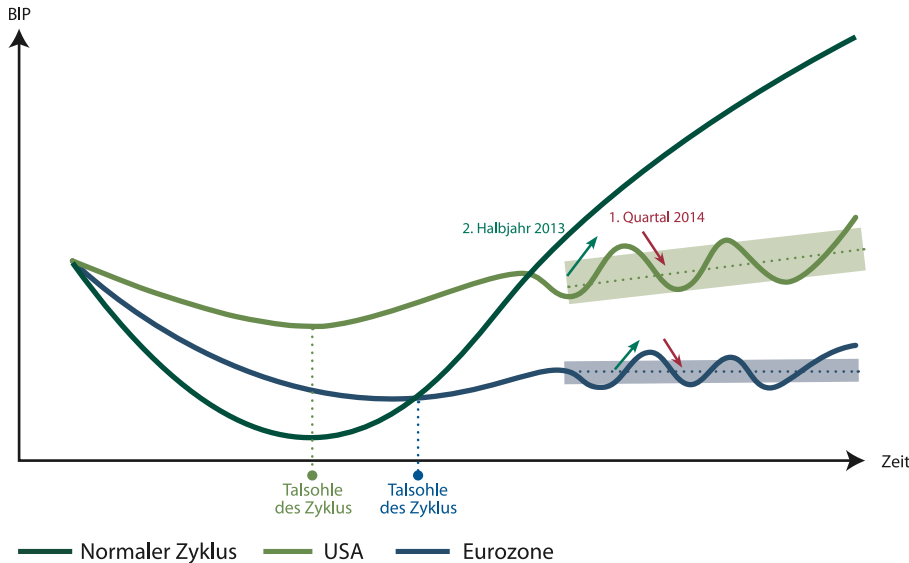
## Ausbreitung des Deflationsdrucks

Inflationsbeitrag der Länder in der Eurozone



Quelle: Carmignac Gestion, CEIC, 31/05/2014

## Die Kurven des Konjunkturaufschwungs in den USA und Europa



Quelle: Carmignac Gestion, juni 2014

anzugehen. Aus unserer Sicht sind Reformen der entscheidendste Faktor für die zukünftige wirtschaftliche und finanzielle Leistungsfähigkeit. In China hat sich die Inflation bei rund 2% stabilisiert. Dies ermöglichte den Behörden eine Abwertung des Yuan, der gegenüber dem Dollar auf Niveaus fiel, die es seit 2011 nicht gegeben hat, und den Exporteuren neuen Spielraum verschaffte. Die Interbankenzinssätze entspannten sich auf der gesamten Kurve: Dieser kombinierte Umgang mit Immobilienblase und Wettbewerbsfähigkeit deutet auf einen Erholungskurs der chinesischen Wirtschaft hin, nachdem das offensichtliche Zyklustief im ersten Quartal mit einem Rückgang des annualisierten Wachstums auf 6% mittlerweile überwunden ist. In den Schwellenländern ist die Wachstumslokomotive zyklusgemäss wieder in der Spur, nimmt Fahrt auf und könnte positiv überraschen.

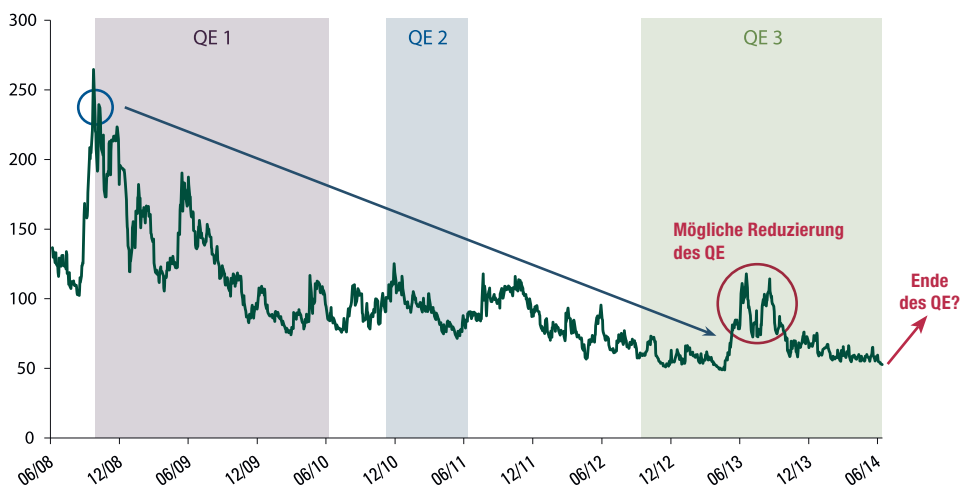
In Japan hat die Anhebung der Mehrwertsteuer die durch die üblichen Konsum- und Investitionserwartungen verursachten Verzerrungen nach sich gezogen. Es ist wohl noch zu früh, um ihre Auswirkungen auf die kurzfristige Konjunktur zu beurteilen. Die derzeitige von der Mehrwertsteuererhöhung auf 3,7% getriebene Inflation, in Verbindung mit den anhaltenden Staatsanleihenkäufen der Notenbank, drückt die Realzinsen auf -3%, auch wenn die Bank of Japan nicht mit mehr Anreize reagiert hat. Dies wird in hohem Masse die Kredit- und Investitionsnachfrage der Unternehmen fördern, deren Gewinnwachstum bereits

einen starken Anreiz darstellt. So kann sich die Wirtschaft auf die abnehmenden Deflationserwartungen stützen und unter dem Einfluss der dynamischen Binnennachfrage ihren Aufwärtstrend fortsetzen, auch wenn das Tempo bei den Ankündigungen und der Umsetzung der Strukturreformen (der „dritte Pfeil“ der Wirtschaftspolitik von Premierminister Shinzo Abe) zu wünschen übrig lässt. Japan behält seine Sonderstellung auf der Wirtschaftsfläche.

In allen von der Krise betroffenen Industrieländern haben die Zentralbanken ihre Verantwortung wahrgenommen oder sogar noch mehr getan: Sie rissen die Rolle an sich, die von den überschuldeten Staaten nicht ausgefüllt wurde, und wurden so zum

grossen Lenker der Schicksale der Volkswirtschaften. Selbst die Europäische Zentralbank unter der Leitung von Mario Draghi ist bei den Anlegern zum wichtigsten Garant für die Nachhaltigkeit der Erholung in Europa geworden, obwohl ihre eigentliche Mission, nämlich einen Preisanstieg von „unter, aber nahe 2%“ sicherzustellen, bei Weitem noch nicht erfüllt ist. Es brauchte gewiss Mut, „unkonventionelle“ politische Massnahmen zu wagen. Doch nachdem das Meisterstück vollbracht ist, werden sich die Notenbanker von nun an deutlich komplizierteren Herausforderungen stellen müssen: Die Fed wird ihre Geldpolitik zwischen zwei Aspekten austarieren müssen: Einerseits muss sie den derzeitigen Forderungen einer nach wie vor wackeligen Wirtschaft nachkommen, andererseits aber auch den demnächst anstehenden Anforderungen einer anziehenden Inflation entsprechen. Die EZB wird von beruhigenden Worten und unbegrenzter Liquidität für die Banken zu einer effektiven Unterstützung einer europäischen Realwirtschaft übergehen müssen, die vom Deflationsdruck der Entschuldung gelähmt ist. Die Zentralbanken werden mit neuen Herausforderungen konfrontiert sein, und auf die Märkte könnte eine neue Zeit der Ungewissheit zukommen. Die Zahlen der Abschwächung der amerikanischen Konjunktur im ersten Quartal 2014 verdeutlichen, wie anfällig eine in der Genesung befindliche Volkswirtschaft für negative externe Impulse ist. Wir sollten niemals vergessen, dass diese Überwindung der Krise unter der Last der Entschuldung zwangsläufig langsam und instabil sein wird.

## Volatilität US-amerikanischer Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, 30/06/2014



Der Grat zwischen dem Risiko makroökonomischer Enttäuschung und dem Handlungsspielraum der Zentralbanken wird immer schmaler. Die Lenkung durch die Zentralbankchefs wird immer schwieriger und die Gefahr, aus der Bahn zu geraten, nimmt zu.

### Welche Renditechancen gibt es in diesem Umfeld für den Anleger?

Auf dem Zinsmarkt führte die schrittweise Normalisierung der Geldpolitik in den USA zu erhöhter Volatilität bei US-Staatsanleihen. Dieses Umfeld erfordert eine aktive Verwaltung der modifizierten Duration, um sich gegen einen möglichen Druck auf die Zinskurven der Industrieländer zu wappnen, die als sichere Häfen gelten.

Zudem beobachten wir eine Verschlechterung des US-Anleihenmarktes, sowohl im Hinblick auf Fundamentaldaten und Bewertungen als auch auf technische Faktoren. Die USA befinden sich in einer fortgeschrittenen Phase des Kreditzyklus als Europa, wo die Verschuldung wieder zunimmt. Zwar liegt diese deutlich unter dem Niveau von 2007, doch schlägt sich dies nicht in den Bewertungen privater Anleihen nieder, was vor allem für solche mit den höchsten Ratings (BBB bis AAA) gilt.

Im Übrigen besitzen Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer und Bankanleihen im Rahmen der Normalisierung der Wirtschaftslage in Europa weiterhin Steigerungspotenzial.

Die zur Tat geschrittene EZB, dürfte in den kommenden Monaten durch die Umsetzung eines noch anspruchsvolleren Aktionsplans ihre Bemühungen fortsetzen und damit zum weiteren Rückgang der Renditen von Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer beitragen. Spanische und italienische Staatsanleihen profitieren darüber hinaus vom Konjunkturaufschwung und von der Umsetzung von Strukturreformen.

Dem europäischen Finanzsektor kommt hingegen eine ganz andere Situation zugute. Die Fundamentaldaten verbessern sich im Eiltempo. Da sich die Banken Stresstests unterziehen müssen, die nach der Prüfung



60x45x6cm

der Aktivaqualität durch die EZB beginnen, haben sie seit 2012 und der Einführung der europäischen Bankenaufsicht bereits über vier Milliarden Euro Schulden abgebaut. Dieser Schuldenabbau führt, in Verbindung mit ausserordentlichen Finanzierungsmassnahmen der EZB, zu einem massiven Rückgang der Emissionen von Bankentiteln am Markt und damit zu einem Verknappungseffekt und günstigen technischen Bedingungen für Emissionen mit erstklassigem Rating.

Der globale Konjunkturaufschwung, der allerdings weiterhin so schwach ist, dass die Zentralbanken an ihrer wohlwollenden Unterstützung festhalten, bleibt eine treibende Kraft für Aktien. Falls der Aufwärtstrend der Kurse jedoch durch enttäuschende Wachstumsaussichten oder eine verfrühte Verknappung der weltweiten Liquidität beeinträchtigt werden sollte, könnte unter Umständen eine defensivere Positionierung erforderlich sein.

Angesichts der Überwindung der Krise müssen in den Portfolios Unternehmen dominieren, die in der Lage sind, den Zyklus aus eigener Kraft zu durchlaufen. Auch die Bedeutung langfristiger Tendenzen und von Unternehmen, die in der Lage sind, sie zu nutzen (z. B. führende US-Unternehmen aus den Bereichen Biotechnologie oder mobiles Internet sowie Akteure der Erdöl- und Schiefergas-Wertschöpfungskette) sollte man derzeit nicht aus den Augen verlieren.

Ausserdem besitzen bestimmte Länder heute eine Eigendynamik und sind weniger als früher die Sklaven des Wachstumsrhythmus der Weltwirtschaft. Dies gilt für Indien, das von seinem neuen Premierminister Narandra Modi zurzeit auf einen Kurs des strukturellen Wachstums geführt wird. Auch auf Mexiko trifft dies zu, wo die von Präsident Pena Nieto bereits auf den Weg gebrachten Reformen das Wachstumspotenzial des Landes freisetzen und ihm wieder zum Status eines bevorzugten industriellen Partners der USA verhelfen könnten. Und das trifft in gewissem Masse auch auf Japan zu, wo der im vergangenen Jahr abgeschlossene erste Pfeil der geldpolitischen Unterstützung mittlerweile einer Erholung Platz macht, die von einer Zunahme der Investitionen und einem Anstieg der Löhne und Gehälter getragen wird. Diese Länder bieten daher zahlreiche Anlagegelegenheiten.

Wir haben es mit einem auffallend schwachen und uneinheitlichen Konjunkturzyklus zu tun. Dieses seit Ende des Zweiten Weltkriegs noch nie dagewesene Umfeld erfordert angepasste Anlagestrategien, die über die festen strategischen Allokationen hinausgehen, welche üblicherweise von Pensionsfonds und institutionellen Anlegern verwendet werden. ■

Redaktionsschluss 14. August 2014

ES IST NIE  
ZU SPÄT,  
DEM LAUF  
DER DINGE  
EINE NEUE  
WENDUNG  
ZU GEBEN



## UNSER ANGEBOT FÜR NACHHALTIGES INVESTMENT

- ONE SUSTAINABLE FUND-GLOBAL ENVIRONMENT – LU0594231770
- PEGASE EUROPEAN EQUITIES FUNDS – LU0099047515
- PEGASE GLOBAL SRI – LU0345141948
- ONE CREATION

Vevey | Genf

CONINCO 

*Explorers in finance*

[www.explorersinfinance.ch](http://www.explorersinfinance.ch)

# Vorsorgeeinrichtungen: Wissen, um vorherzusehen, vorherzusehen, um handeln zu können



Von

Adrien Koehli

Mitglied der Geschäftsleitung,

Verantwortlich für institutionelle Vermögensverwaltung

CONINCO Explorers in finance SA

Seit der Einführung der schweizerischen beruflichen Vorsorge (BVG) im Jahr 1985 haben die Pensionskassen Jahre der Fülle erlebt (90er-Jahre), aber auch gegen widrige Umstände gekämpft, zum Beispiel gegen Kursrückgänge an den Aktienmärkten, die sich zwischen 23 % an einem einzigen Tag (1987) und 50 % innerhalb von beinahe zwei Jahren (Subprime-Krise 2008) bewegten.

In den 60er-Jahren, also noch vor der Einführung der zweiten Säule, gab es auf den Aktienmärkten jedoch Turbulenzen, die fünf Jahre, also 20 Quartale, dauerten, und während der die Aktienmärkte um 40 % nachgaben! Sollte eine solche Situation erneut eintreten, wie würde dann die Reaktion aussehen, angesichts der Tatsache, dass während der letzten grossen Korrektur (2008) sowohl die Politiker als auch die Medien das „Ende der Welt“ angekündigt hatten ... das natürlich nie eingetreten ist.



102x75x7cm

## Vorbeugen ist besser als Heilen!

Diese mehrere Jahrhunderte alte Lebensweisheit kann auf viele Bereiche angewendet werden – und die Pensionskassen sind da keine Ausnahme. Bis heute geht es der schweizerischen beruflichen Vorsorge gut, da die grosse Mehrheit der Vorsorgeeinrichtungen über ein Vermögen verfügt, das die Summe ihrer Verpflichtungen übersteigt: Sie haben einen Deckungsgrad von über 100 %. Dass die meisten privat-rechtlichen Schweizer Pensionskassen über einen Deckungsgrad von um die 110 % verfügen, bedeutet jedoch lediglich, dass sie einen moderaten Kursverfall auf den Aktienmärkten verkraften könnten, nicht aber eine Baisse wie diejenige von 2008.

Letztere hatte wenigstens etwas Gutes: Sie war relativ kurz (6-7 Quartale). Während einer Baisseperiode sind Vorsorgeeinrichtungen mit einem Schereneffekt konfrontiert, da diese sich nicht nur negativ auf ihre Vermögensverhältnisse auswirkt (Aktiven), sondern gleichzeitig auch ihre Verpflichtungen ansteigen (Passiven). Das bedeutet, dass eine Krise dieses Ausmasses umso mehr Schaden anrichten würde, je länger sie dauerte.

Betrachtet man die Entwicklung der Wirtschaft seit der letzten grossen Korrektur, erkennt man, dass der Ursprung des Bankenproblems, das ein systemisches Risiko für die Weltwirtschaft darstellte, auf die Regierungen verlagert wurde. Man dachte, sie könnten diese Last tragen. In Europa haben die Schwierigkeiten bei der Erholung in Kombination mit dieser Verlagerung im Laufe des Jahres 2011 Ängste geweckt, die weiterhin auf der Region lasten. Beim Versuch, ihre Volkswirtschaften wieder in Schwung zu bringen, mussten die Zentralbanken eine grosse Menge an Liquiditäten einbringen, was zu einer starken Aufwertung der Finanzmärkte (Obligationen, Aktien etc.) führte. Was wird am Ende dabei herauskommen?

Obwohl das nicht der einzige mögliche Weg ist, könnte man von einer Baisse der verschiedenen zurzeit überbewerteten Anlageklassen mit einem Zeithorizont von

5 Jahren ausgehen. Das ist zwar ein äusserst pessimistischstes Szenario, bietet aber den Vorteil, dass man nur positiv überrascht werden kann, wenn man sich auf das Schlimmste vorbereitet hat: Vorbeugen ist besser als Heilen!

## Steter Tropfen höhlt den Stein

Um die Auswirkungen dieses Szenarios abzuschätzen, wurde eine durchschnittliche Zuteilung (siehe Grafik 1) sowie der durchschnittliche Deckungsgrad der privat-rechtlichen Schweizer Pensionskassen von 110,3 % (Quelle: Swisscanto, Daten von Ende

doppelt in Mitleidenschaft gezogen, da sie auch mit einer Erhöhung ihrer Verpflichtungen (Passiven) konfrontiert sind, unabhängig von der Entwicklung der Finanzmärkte. Berücksichtigt wurden mittlere Kosten von 3,1 % (Quelle: Swisscanto).

Wie aus Grafik 3 hervorgeht, sinkt der Deckungsgrad schneller als das Vermögen, wenn man die gleichzeitige Zunahme der Verpflichtungen (3,1 % pro Jahr) mit einbezieht. Obwohl die über den betrachteten Zeitraum von 5 Jahren kumulierte Performance nur bei rund -8 %

Da die Baisse genauso gut nächsten Monat wie auch erst in einigen Jahren (oder bestenfalls auch nie) beginnen könnte, ist es sinnvoll zu ermitteln, welcher Betrag an Schwankungsreserven gebildet werden müsste, um eine Sanierung zu vermeiden. So ergibt sich aus Grafik 4, dass das notwendige Niveau für eine privat-rechtliche Schweizer Vorsorgeeinrichtung durchschnittlich bei ungefähr 130 % liegen müsste, damit man einem solchen Szenario gelassen entgegen blicken könnte, was dreimal den Ende 2013 angesparten Schwankungsreserven entspricht. Man müsste also alle künftigen Quartale der Erholung nutzen, um möglichst viele Rückstellungen anzuhäufen, obwohl es heute kaum wahrscheinlich scheint, dass man in so kurzer Zeit so hohe Reserven bilden kann.

Es ist darauf hinzuweisen, dass die verschiedenen in Grafik 4 definierten Deckungsgrade nur für Pensionskassen anwendbar sind, deren Eigenschaften den berücksichtigten Parametern entsprechen. Anhand dieser Daten kann man sich also lediglich einen allgemeinen Eindruck verschaffen. Um die Reservebedürfnisse für eine spezifische Vorsorgeeinrichtung zu ermitteln, müsste man eine Simulation mit den auf sie zutreffenden Voraussetzungen durchführen.

## Ruhe nach dem Sturm?

Man darf heute immer noch davon ausgehen, dass sich die Aktienmärkte

### Durchschn. Zuteilung privat-rechtl. CH-Vorsorgeeinrichtungen

Asset-Klassen	Zuteilung	Rendite-erwartung
Liquiditäten und andere	8.50%	0.00%
Obligationen	34.50%	0.75%
Aktien	29.40%	6.00%
Hypotheken	1.60%	2.00%
Arbeitgeberdarlehen	1.10%	3.00%
Immobilien	19.90%	4.00%
Alternative Anlagen	5.00%	3.50%
<b>TOTAL</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.06%</b>

Grafik 1

### Portfoliosimulation

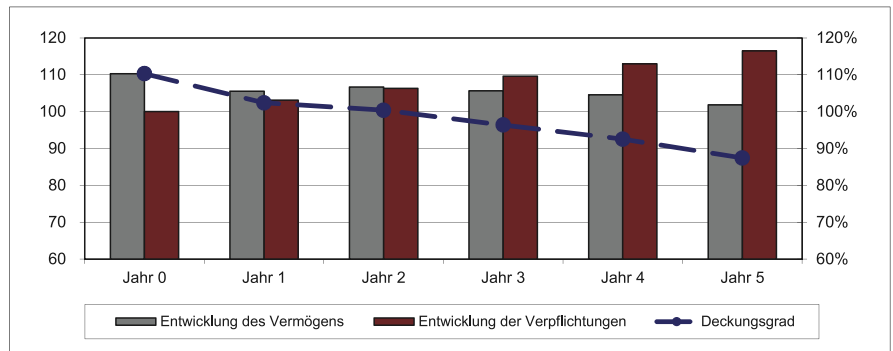
Jahre	Performance Aktien CH	Performance Portfolio
1	-17.71%	-4.30%
2	-0.16%	1.07%
3	-6.93%	-1.00%
4	-7.00%	-1.02%
5	-12.09%	-2.58%
<b>Kumulation über Zeitraum</b>	<b>-37.49%</b>	<b>-7.67%</b>

Grafik 2

liegt (trotz des Rückgangs der Aktienpreise um fast 40%), bedeutet das einen Rückgang des Deckungsgrads von 110,3 % zu Beginn der Zeitspanne auf 87 % nach Ablauf der 5 Jahre. Dieses Szenario basiert auf einem Durchschnittsportfolio der

2013) ausgewählt. Als Grundlage für die Simulation wurde eine Baisse, wie wir sie in den 60er-Jahren erlebt haben, verwendet. Bei den Asset-Klassen, die in den vergangenen 10 Jahren eine signifikante Korrelation mit den Aktienmärkten aufwiesen, wurde dieser Sensitivität Rechnung getragen. Für alle anderen Asset-Klassen wurde die entsprechende Renditeerwartung (Quelle: CONINCO, siehe Grafik 1) berücksichtigt. Anhand dieser Elemente konnte eine Simulation der Performance dieses Durchschnittsportfolios durchgeführt werden (siehe Grafik 2).

Wie oben erwähnt, werden die Pensionskassen während Baisseperioden

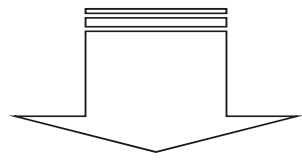


Grafik 3

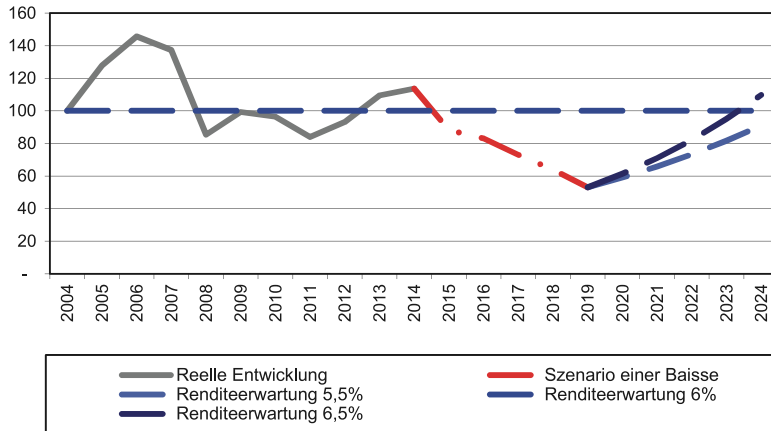
privatrechtlichen Schweizer Vorsorgeeinrichtungen und zeigt, dass letztere in ihrer Gesamtheit bedeutende Sanierungsmassnahmen ergreifen müssten, um eine solche Einbusse verkraften zu können.

langfristig (10 Jahre oder sogar mehr) positiv entwickeln werden. Trotzdem kann die Renditeerwartung der Aktien realistisch gesehen nicht gleich hoch bleiben wie in den vergangenen Jahrzehnten (wofür die 2000er-Jahre ein

**Deckungsgrad vorher und nachher**

<b>Ausgangssituation</b>	110.30%	120%	130%
Szenario einer Baisse über 5 Jahre 			
<b>Endsituation</b>	87.42%	95%	103%

Grafik 4



Grafik 5

+22,59% / Jahr  
+18,05% / Jahr

erstes Beispiel sind). Die durchschnittliche Performance der Schweizer Aktien beläuft sich seit 1926 über einen Zeithorizont von 10 Jahren auf ungefähr 8,5 %. Das scheint

angesichts des aktuellen wirtschaftlichen Umfelds etwas hoch zu sein, ausser es würde in den kommenden Jahren eine grössere technologische Revolution statt-



75x60x7cm

finden. Wenn man bei den Aktien von einer Renditeerwartung zwischen 5,5 % und 6,5 % ausgeht, würde ein Kursverfall des in Betracht gezogenen Ausmasses anschliessend eine entsprechende Erholung erfordern, um die übertriebene Baisse, die bei jeder Krise entsteht, teilweise wieder wett zu machen. Wie aus Grafik 5 hervorgeht (relative Grafik – Entwicklung aller Kurven im Vergleich zu einer fixen Rendite von 6 %) könnte das Erholungspotenzial zwischen 18 % resp. 22,6 % pro Jahr liegen, wenn man eine Regeneration über 5 Jahre in Betracht zieht.

**Es nützt uns nicht der schnellste Lauf, bricht man zur rechten Zeit nicht auf**

Oft gerät in Vergessenheit, dass Pensionskassen einen sehr langfristigen Zeithorizont haben und deshalb im Verlauf ihrer Existenz zahlreiche Baisseperioden erleben. Es ist deshalb wesentlich, zwischen strukturellen und konjunkturellen Risiken zu unterscheiden. Erstere bedrohen den Fortbestand der Kasse in einem normalen Kontext der Finanzmärkte. Die Frage lautet dann also: Sind die notwendigen Kosten einer Vorsorgeeinrichtung angemessen, um die Zielgrösse ihrer Wertschwankungsreserven langfristig zu erreichen?

Diese Frage wird von den Vorsorgeeinrichtungen regelmässig in spezifischen Analysen untersucht. Die zweite Risikokategorie, die so genannten konjunkturellen Risiken, dürfte die Stabilität der Vorsorgeeinrichtung nicht gefährden, wenn die erste Risikokategorie unter Kontrolle ist. Trotzdem würde das Eintreten solcher Risiken bedeuten, dass Sanierungsmassnahmen ergriffen werden müssten, damit eine Unterdeckung so schnell wie möglich behoben werden könnte. Dies bedeutet also, dass es für die Pensionskassen wichtig ist, ihre Risikomarge so schnell wie möglich wieder aufzubauen, um zu vermeiden, dass im Fall einer Unterdeckung solch unangenehme Massnahmen ergriffen werden müssen. ■

# Asymmetrische Strategien für eine verantwortungsbewusste Anlageverwaltung!



Von  
Cédric Kohler  
Responsable Advisory

Fundana SA

**I**m Rahmen der beruflichen Vorgesorge sind die Verantwortlichkeiten des Stiftungsrates alles andere als nebensächlich. Die per Gesetz<sup>1</sup> festgelegten Aufgaben eines Ratsmitglieds sind nicht nur zahlreich und komplex<sup>2</sup>, sondern vor allem «unübertragbar und unveräusserlich».

Auch wenn der Stiftungsrat eine Aufgabe delegieren kann, bleibt er juristisch weiterhin haftbar, und jedes Mitglied haftet solidarisch für alle für alles. Fehler können strafrechtlich verfolgt werden. Der Rücktritt verläuft für ein Stiftungsratsmitglied eventuell nicht so reibungslos wie geplant. Eingeschränkt durch 19 Gesetzestexte, 1800 Normen und 640 Handlungsverpflichtungen, entwickeln viele Stiftungsräte verständlicherweise eine Risikoaversion, insbesondere wenn man bedenkt, dass die Kernkompetenz vieler Ratsmitglieder nicht in den Finanzen liegt. Es ist daher nicht überraschend, dass die Räte nur wenig Zeit für Anlagestrategien haben, und der aktuelle Trend zur Indexierung der Portfolios und einer einfachen strategischen Allokation in Obligationen, Immobilien und Aktien ist aus dieser Sicht nachvollziehbar.

## Unterschätzte Performance

Aber ist das wirklich eine gute Strategie? Allzu oft unterschätzen Stiftungsräte die Bedeutung der Performance für eine gesunde Pensionskasse. Jeder Versicherungsmathematiker wird Ihnen ziemlich schnell aufzeigen, dass von allen das Ergebnis einer Kasse beeinflussenden Variablen wie Änderungen im Bestand der Beitragszahler,

technischer Zinssatz, Lebenshaltungskosten usw. die Performance mit Abstand die wichtigste ist. Eine Abweichung der Performance der Aktiva von -1% führt unter Umständen zu einem Anstieg der Beiträge um 2 bis 5%, wenn ein definitiver Deckungsgrad von 100% gehalten werden soll.<sup>1</sup> Ein verantwortungsbewusstes Stiftungsratsmitglied kommt daher kaum darum herum, sich umfassend mit der Anlageproblematik zu befassen.

## Haben Sie «Asymmetrie» gesagt?

Angesichts der niedrigen Renditen von Obligationen, einem Anteil an Immobilien an der gesetzlichen Obergrenze und eines schwierigen Aktienmarkts gibt es jedoch Alternativen. Die Strategien vorteilhafter Asymmetrien sind eine solche Alternative und finden immer mehr Eingang in die strategischen Allokationen institutioneller Anleger.

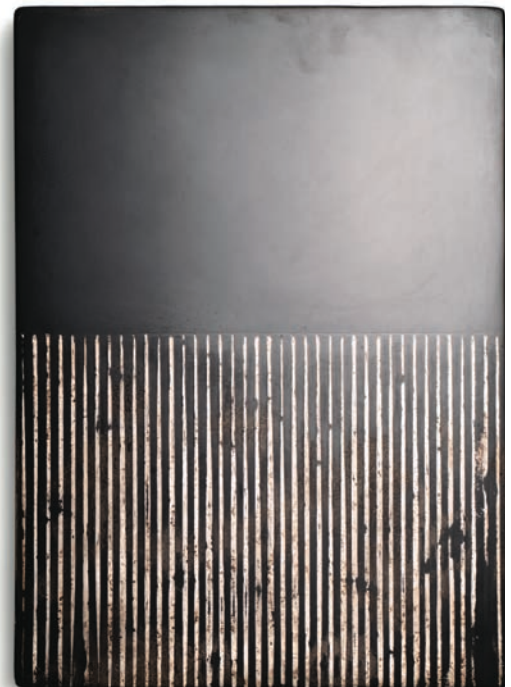
Unser Leben wird jeden Tag von asymmetrischen Entscheidungen und Situationen beeinflusst, in denen wir mehr zu gewinnen als zu verlieren haben (vorteilhafte Asymmetrie) oder umgekehrt (unvorteilhafte Asymmetrie). Der Kauf eines Lotterieloses kostet nur wenige Franken, kann aber Millionen einbringen. Ein Optionenverkäufer nimmt dagegen Prämien in begrenzter Höhe ein, geht aber uneingeschränkte Risiken ein, wenn der Markt sich dreht.

In der Finanzwelt ist diese Art von Ungleichgewicht allgegenwärtig. Mit positiven Asymmetrien sind wir im Allgemeinen vertraut, mit negativen Asymmetrien weniger. Ein Anleger, der die Obligation einer privaten Gesellschaft erwirbt, kann Nutzen aus seinem Coupon ziehen, solange es dem Unternehmen gut geht. Bei Ausfällen verliert er dagegen nicht nur seinen Coupon, sondern auch den gesamten oder partiellen Nennwert. Auch alternative Anlagen des Typs Cat Bonds – auch ILS (Insurance Linked Securities) genannt –, deren Rendite durch die eingezahlten Prämien sichergestellt wird, können sich als katastrophal erweisen, wenn sich innerhalb eines Jahres ein Orkan, ein Tsunami und ein Erdbeben ereignen. Ein solches Szenario würde zu einem erheblichen Verlust der Ersteinlage führen.

## Ein neues Prisma

Ein Anleger, der diese Asymmetrien zu erkennen lernt, entwickelt ein neues Prisma, das ihm ein besseres Verständnis der Risiken seiner Portfolios verschafft und ihm schliesslich dabei hilft, seine Renditen zu verbessern.

Die Anlagestrategie mit Long/Short-Aktien veranschaulicht dies sehr gut. In den letzten zwanzig Jahren erbrachte diese Strategie, über fünf Jahre rollend, eine durchschnittliche positive Rendite von 40% gegenüber



41x32x5cm

<sup>1</sup> Art. 51a BVG, am 1. Januar 2012 im Rahmen der Strukturreform in Kraft getreten

<sup>2</sup> Leistungen und Finanzierung, Reglemente, technische Grundlagen, Organisation, Bestimmung der Versicherten, Anlagen, Rückversicherungen, Bildung usw.

## Vergleichstabelle der kumulierten Renditen über 5 Jahre rollend von 1993 bis 2014

	kumulierter Gewinn / Frequenz	kumulierter Verlust / Frequenz
<b>MSCI World</b>	<b>+65% / 58%</b>	<b>-15% / 42%</b>
<b>Long/Short-Aktie</b>	<b>+40% / 98%</b>	<b>-2% / 2%</b>
<b>Wandelobligationen</b>	<b>+38% / 94%</b>	<b>-5% / 6%</b>
<b>Minimum Varianz</b>	<b>+38% / 100%</b>	<b>- / -</b>

Hinweis: Die Zahlen beziehen sich auf Investitionen in US-Dollar. Berücksichtigter Zeitraum: April 1993 – April 2014 für MSCI World, Long/Short-Aktien und Wandelobligationen. Für minimaler Variance berücksichtigt Zeitraum: Juni 2002 - April 2014. Für Long/Short-Aktien wird ein Dach-Hedgefonds verwendet, um die typischen Verzerrungen (z. B. Überleben) der klassischen Indizes (z. B. HFRI) zu vermeiden. Für Wandelobligationen wird der UBS Global Convertible Bond Index verwendet. Für Minimum Varianz wird der Index Stoxx Global 1800 min. var. verwendet.

Quelle: UBS, Stoxx, Bloomberg, Fundana

einer durchschnittlichen negativen Rendite von 2% (siehe nachstehende Tabelle). Zu dieser ersten Asymmetrie kommt eine zweite hinzu, die Frequenz positiver und negativer Renditen, nämlich 98% und 2%.

Diese doppelt vorteilhafte Asymmetrie bedeutet, dass ein Verwalter, der mit einem Fenster von fünf Jahren in Long/Short-Aktien investiert, eine Chance von 98% hatte, eine durchschnittliche Rendite von 40% zu erzielen, und eine Wahrscheinlichkeit von 2%, einen Verlust von 2% zu erleiden! Im gleichen Zeitraum und ebenfalls über fünf Jahre rollend stieg die durchschnittliche positive Rendite des *MSCI World Index* auf 65%, während der durchschnittliche Verlust 15% betrug. Hinsichtlich der Frequenz ergibt sich in 58% der Fälle eine positive Rendite und in 42% der Fälle eine negative Rendite.

Hier ist deutlich der Nachteil herkömmlicher Anlagen in «long-only»-Aktien gegenüber asymmetrischen Strategien zu erkennen: Der *MSCI World* hat nicht nur grössere Einbussen erlitten (15% gegenüber 2%), sondern dies ausserdem mit einer viel höheren Frequenz (42% gegenüber 2%)!

In der nachstehenden Tabelle werden weitere Strategien mit ausgezeichneter Asymmetrie wie Wandelobligationen oder minimaler Varianz aufgezeigt.

### Mehr verdienen oder weniger verlieren?

Anders als in der Physik oder in der Chemie gibt es in der Finanzwelt nur sehr wenige unabänderliche Gesetze. Es existiert jedoch eine einfache und essenzielle Regel, die der amerikanische Geschäftsmann Warren Buffett formulierte und die oft vergessen wird: «Regel Nr. 1: Verliere nie Geld. Regel Nr. 2: Vergiss nie Regel Nr. 1.» Für die langfristige Performance ist das Verlustmanagement von entscheidender Bedeutung. Muss erwähnt werden, dass, um einen Verlust von 50% auszugleichen, eine Performance von 100% generiert werden muss, um die Ersteinlage zurückzubekommen? Genau diese Klippe kann mithilfe der Strategien positiver Asymmetrien umschifft werden: Durch Einschränkung der Verluste senken sie das Risiko der Portfolios, während sie positive Entwicklungen an den Märkten mitnehmen.

### Schlauer als John Maynard Keynes

Auch wenn einige vorgeben, in der Lage zu sein, die Volatilität der Portfolios durch das Erkennen der besten Zeitpunkte für Kauf und Verkauf («Market Timing») zu senken, sieht die Wirklichkeit weniger rosig

aus. Selbst John Maynard Keynes, einer der einflussreichsten Ökonomen und Finanziers des 20. Jahrhunderts, hat den Börsenkrach von 1929 nicht kommen sehen. Heute würde ihn aufgrund der Bilanz seiner Anlagestrategie, die sich hauptsächlich auf das «Market Timing» stützte, niemand mehr einstellen. 1929 hatte sein Vermögen nach zehn Jahren Anlageverwaltung die Hälfte seines ursprünglichen Werts verloren. Von 1924 (höchster Vermögensstand) bis 1929 (niedrigster Vermögensstand) erlitt sein Portfolio einen Verlust von 88%. Und um eine jährliche Rendite von 13% über 26 Jahre zu erzielen, brauchte er drei Jahre, in denen sein Portfolio mehr als 100% Anstieg verzeichnete. Es erscheint uns daher viel einfacher, Strategien der vorteilhaften Asymmetrie anzuwenden, anstatt zu versuchen, schlauer als John Maynard Keynes zu sein ...

### Einfache und verständliche Strategien

Für viele Investoren sind alternative Anlagen nach wie vor schwierig zu verstehen, und die zugrunde liegenden Strategien sind für sie eine Black Box. Es gibt jedoch einen robusten und auf dem gesunden Menschenverstand basierenden Ansatz. Zunächst muss den einfachen und für die Ratsmit-



75x60x7cm

<sup>3</sup> Erforderliche Entwicklung der Beitragsätze für einen definitiven Deckungsgrad von 100% bei einem Eingangssatz von 26,3% auf 20 Jahre. Weitere Annahmen: Bestand an Beitragszahlern 1%, Lebenshaltungskosten 1%, Performance 4%.

glieder leicht verständlichen Strategien der Vorzug gegeben werden. Mit einem einfachen Test lässt sich dies sicherstellen: Wenn ein Ratsmitglied seinen Kollegen die Strategie nicht leicht erklären kann, ist diese ungeeignet. Oder anders ausgedrückt: Es liegt auch in der Verantwortung eines Stiftungsratsmitglieds zuzugeben: «Ich habe nichts verstanden, können Sie es bitte noch einmal erklären!» Ausserdem muss das Mitglied seine Anlagen liquide halten. Damit hält sich der Anleger die Möglichkeit offen, seine Allokation jederzeit zu korrigieren, wenn er sich geirrt hat.

### Halb so hohes Risiko

Unter den zahllosen Hedgefonds-Strategien erfüllt eine genau diese Kriterien: *Long/Short*-Aktien. Dieser einfache Managementansatz besteht darin, Wertpapiere zu kaufen, bei denen ein Kursanstieg erwartet wird (*Long*), und Wertpapiere zu verkaufen, bei denen ein Kursrückgang erwartet wird (*Short*). Auch wenn er ungewöhnlich ist, bleibt der Short-Ansatz intuitiv: Vom Rückgang der Aktie einer Gesellschaft profitieren, die entweder die Erwartungen des Marktes bezüglich Profiten enttäuscht, eine unpassende Strategie fährt oder noch schlimmer der Veruntreuung verdächtigt wird. Mit dieser Strategie können Anleger vom Kursanstieg von Aktien profitieren und gleichzeitig die Rückgänge bei Korrekturen einschränken. Langfristig erhält man damit eine Rendite wie mit Aktien, aber mit halb so hohem Risiko! Alle Anlagekomitees sind mit den klassischen Allokationen und damit auch mit der Fundamentalanalyse von Gesellschaften vertraut, die das Herzstück der Strategie *Long/Short* bildet. Sie ist daher für alle leicht verständlich. Und da die Manager von *Long/Short*-Aktien auf den liquidesten Märkten der Welt tätig sind, ermöglicht diese Strategie den Anlegern auch, sich gegebenenfalls schnell zurückzuziehen.

Viele schweizerische Pensionskassen haben die Eignung eines solchen Ansatzes verstanden. Man muss nur den letzten Bericht des Bundesamtes für Statistik zur beruflichen Vorsorge in der Schweiz lesen, um sich davon zu überzeugen. Der investierte Gesamtbetrag aller Strategien zusammengekommen ist von CHF 16,1 Mrds 2006 auf CHF 15,9 Mrds 2012 gefallen und steht damit im direkten Widerspruch zur allge-



102x75x7cm

meinen Wahrnehmung, dass Pensionskassen aus den Hedgefonds geflohen sind. In Wahrheit ist ihr Anteil stabil geblieben.

### Ruhige Tage

Wenn man es versteht, unvorteilhafte asymmetrische Strategien zu vermeiden und vorteilhafte asymmetrische Strategien zu bevorzugen, kann dies einen enormen Unterschied sowohl für die Performance der Portfolios wie für die Sorgen der Stiftungsratsmitglieder machen. Eine zu grosse Volatilität bei den Renditen sorgt für Stress, der oft zu falschen Entscheidungen führt. An einer Position festzuhalten, die 50% verliert (wie die Aktien 2002 und 2008), ist nicht einfach für ein Komitee, das ein minimales Risikomanagement umsetzen muss. Hinzu kommt, dass, auch wenn der Anlagehorizont einer Pensionskasse langfristig ist, der Stiftungsrat doch jedes Jahr hinsichtlich der Entwicklung seines Deckungsgrads bewertet zu werden scheint. Während eine Outperformance fast als normal angesehen wird, führt jede Underperformance, auch wenn sie kurzfristig ist, zu Vorwürfen. Wenn Sie also die Kritik schlechter Verwaltung und Beschwerden vermeiden und dabei Ihren

Verantwortlichkeiten als Stiftungsratsmitglied voll und ganz nachkommen wollen, nehmen Sie asymmetrische Strategien in Ihr Portfolio auf!

Diejenigen Ratsmitglieder, die verstanden haben, dass sie sich ihrer Verantwortung für die Performance durch Indexierung ihres Portfolios nicht entziehen können und stattdessen die langfristige Performance in den Vordergrund rücken, werden ohne Zweifel ruhigere Tage geniessen können. ■



# Welches sind die Chancen und Risiken im Bereich Infrastruktur?



Von  
Hervé Guez  
Head of  
Responsible Research – Mirova



Raphaël Lance  
Managing Director  
Renewable Energy Infrastructure Funds Mirova  
Environment and Infrastructure - Fideme/Eurofideme 2

Natixis Global Asset Management

In den letzten Jahren sind die Investitionen in den Bereich Infrastruktur unaufhörlich gestiegen, insbesondere im Bereich der erneuerbaren Energien: Nach einer Verfünfachung innerhalb von 10 Jahren erreichten sie im Jahr 2013 laut Bloomberg New Energy Finance 250 Milliarden Dollar, wobei sich jedoch einige Klischees hartnäckig halten. (Verantwortungsbewusst) in erneuerbare Energien zu investieren bedeutet mit zwei Vorurteilen aufzuräumen:

- erneuerbare Energien sind nicht rentabel;
- bei Investitionen in erneuerbare Energien handelt es sich von Natur aus um verantwortungsbewusste Investitionen.

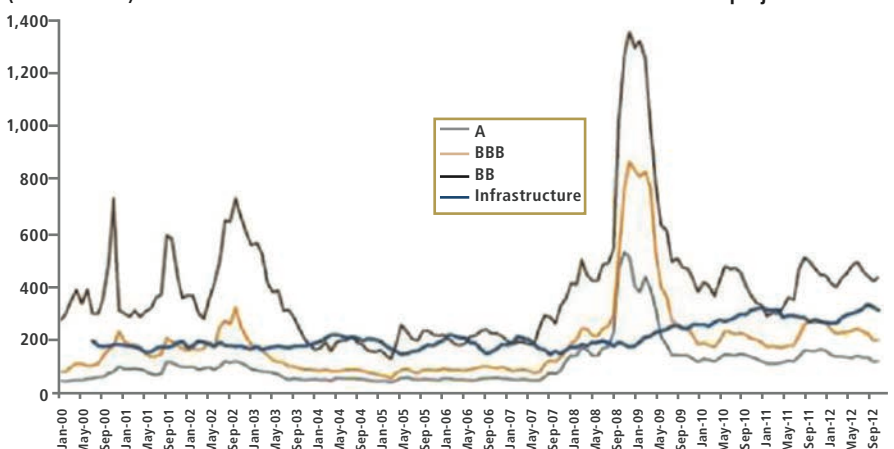
## Erster Teil: Anlagen in erneuerbarer Energien – ein interessantes Risiko/Rendite-Verhältnis

### 1.1. Der Bereich Infrastruktur bildet eine interessante Anlageklasse, insbesondere in Anbetracht der aktuellen Marktbedingungen

Seit der Finanzkrise im Jahr 2008 herrschen weltweit finanzielle, wirtschaftliche und politische Spannungen vor. Diese Spannungen haben sich zu langfristigen Tendenzen entwickelt, die mehrere Jahre lang Einfluss auf die Wirtschaftsakteure ausüben werden. Die Hauptsorge unserer Führungskräfte gilt der Überschuldung der Staaten. Die Haushalte greifen für ihren Konsum immer we-

niger auf die Möglichkeit zurück, Schulden zu machen, wohingegen sich die Banken sträuben, den Unternehmen Kredite zu gewähren, um ihren Bilanzen den Vorzug zu geben, und die aufstrebenden Märkte erfüllen nicht mehr ihre Rolle als Motor der Weltwirtschaft. Diese wirtschaftlichen Auswirkungen, die zu geopolitischen Schwierigkeiten (politische Krise in Osteuropa, Krieg im Nahen Osten,...) hinzukommen, haben zur Folge, dass das weltweite Wachstum gebremst wird und die Aktienmärkte äußerst volatil sind. Jede Rede eines Präsidenten

### Renditespread zwischen dem LIBOR und den langfristigen Unternehmensanleihen (über 7 Jahre) und den neuen Anleiheemissionen im Rahmen von Infrastrukturprojekten:



Quelle: EIOPA (2013), on basis of the information provided by J.P.Asset Management

einer Zentralbank kann einen allgemeinen Aufwärts- oder Abwärtstrend der Märkte bewirken.

Angesichts dieser nie dagewesenen Situation stellen Infrastruktur-Investments für die Investoren eine attraktive Anlageklasse dar:

Im Gegensatz zu den Aktienmärkten bieten die Infrastrukturprogramme, bei denen es sich von Natur aus um langfristige Projekte handelt, den Investoren Klarheit über ihre Investitionen sowie stabile Renditen.

Zwar haben die Regierungen den Willen Defizite abzubauen, dennoch wollen sie die Infrastruktur unentwegt weiterentwickeln, um nicht verlagerbare Arbeitsplätze zu schaffen und die Wirtschaft wieder anzukurbeln. Zudem sehen sich die Zentralbanken angesichts einer auf Sparflamme laufenden Weltwirtschaft gezwungen, eine Politik anhaltend niedriger Zinsen umzusetzen. Dieses Wirtschaftsmodell „japanischer Art“ könnte noch mehrere Jahre andauern und die Investoren um hohe Anleiherenditen bringen.

Für Infrastrukturprojekte ausgegebene Anleihen, die ein durchschnittliches Rating von BBB aufweisen, haben im Vergleich zu Unternehmensanleihen zahlreiche Vorteile:

- Bei gleichem Rating haben die Infrastrukturprogramme höhere Renditen, was zum Teil auf eine Illiquiditätsprämie zurückzuführen ist.
- Die Spreads sind dank der Stabilität der Renditen und einer stabilen Erlösquote weniger volatil.

Es ist festzuhalten, dass in einem Zyklus der wirtschaftlichen Erholung auch der Bereich

Infrastruktur von der wirtschaftlichen Wende profitieren wird. Dies gilt vor allem für die erneuerbare Energie in Ländern (insbesondere Schweden), in denen die Einspeisetarife nicht fest sind, sondern von Angebot und Nachfrage abhängen.

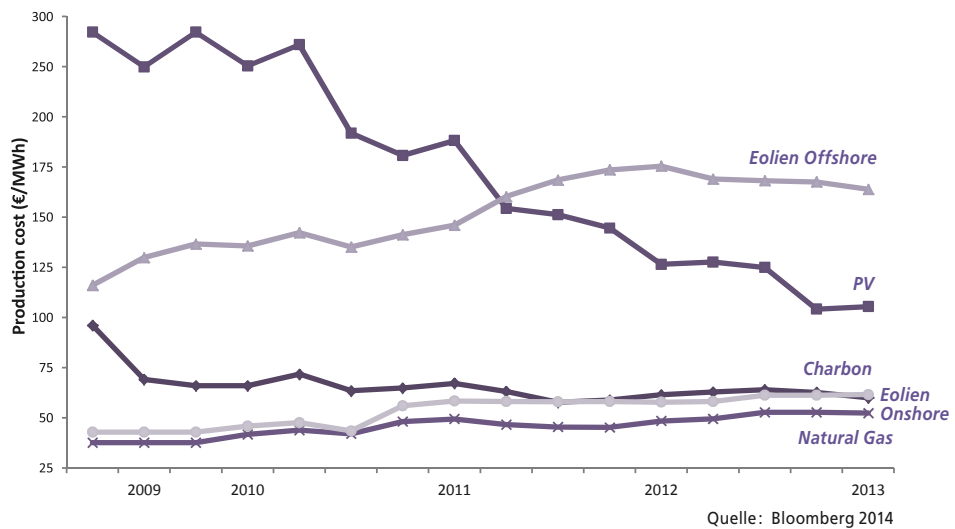
Investitionen in erneuerbare Energien sind eine ideale Lösung für Investoren, um eine Diversifizierung ihrer Portfolios sicherzustellen und bestmöglich das Risiko/Rendite-Verhältnis zu kontrollieren. Sparer benötigen für ihre Investitionen Finanzprodukte, die ihnen stabile Erträge und eine geringe Volatilität garantieren.

## 1.2. Investitionen in erneuerbare Energien eröffnen attraktive Perspektiven

Investitionen in erneuerbarer Energien sind kein neues Phänomen, die Entwicklung dieser Technologien wird von den Staaten im Hinblick auf die Bekämpfung des Klimawandels seit einigen Jahren unterstützt, indem beispielsweise den nationalen Energieunternehmen auferlegt wird, von erneuerbaren Energien erzeugter Strom zu festen, über einen Zeitraum von 15 bis 25 Jahren geförderten, Tarifen zu kaufen. Jedoch haben einige Länder im Bereich erneuerbare Energien bereits ein solides Infrastrukturnetz, so dass die Einspeisetarife für diesen Infrastrukturen erzeugten Strom frei sind. In Europa nimmt der Anteil der erneuerbaren Energien am Gesamtenergieverbrauch unaufhörlich zu. In Frankreich ist der Anteil der erneuerbaren Energien (einschließlich Wasserkraft) von 10,3 % im Jahr 2005 auf 13,4 % im Jahr 2012 gestiegen, wohingegen sich der Anteil der erneuerbaren Energien in Deutschland im gleichen Zeitraum mit einem Anstieg von 5,8 % auf 12,4 % mehr als verdoppelt hat. Die europäischen Ziele, denen zufolge für 2020 ein Anteil von 20 % erneuerbarer Energien am Endenergieverbrauch der Mitgliedsstaaten vorgesehen ist, verstärken diese Tendenz.

Zur Erreichung dieser ehrgeizigen Ziele fehlen auf europäischer Ebene derzeit 112 Gigawatt an zusätzlichen Kapazitäten, was einem Finanzierungsbedarf von 236 Milliarden Euro entspricht. Die Umsetzung dieser Ziele wird u.a. über den Ausbau der Photovoltaikanlagen, der Biomasseanlagen sowie der Onshore-Windkraftanlagen erfolgen (65 Gigawatt neuer Kapazitäten sind zu installieren)... Zur Finanzierung dieser Art von kostenintensiven, aber in der Folge einen stabilen und vorhersehbaren Cash-flow-generierenden Anlagen, kann ohne Gefährdung der Projekte auf eine relativ hohe Verschuldung zurückgegriffen werden. Diese lässt sich mit den traditionellen Fi-

## Stromgestehungskosten (€/MWh) – (Quelle Bloomberg- 2014):



nanzierungsinstrumenten, die auch bei herkömmlichen Projekten eingesetzt werden, umsetzen. Folglich sind zur Finanzierung dieser Projekte „nur“ 71 Milliarden Euro an Eigenkapital erforderlich.

Abgesehen von der politischen Notwendigkeit, den Energie-Mix zu diversifizieren, sind die Technologien erneuerbarer Energien, insbesondere was Photovoltaik, Onshore-Windkraft und Biomasse anbelangt, im Laufe der Jahre eine attraktive Anlageklasse mit geringem Risiko für die Investoren geworden. Die beiden Haupthindernisse, die dieser Art der Anlageklasse im Wege standen, gehören der Vergangenheit an:

- 1) Die Technologien sind nahezu ausgereift: Es gibt keine großen technischen Problemen mehr.
- 2) Dies ging mit einer bedeutenden Senkung der Baukosten einher, wodurch EE-Projekte weniger abhängig von Subventionen sind. Für einige Technologien sind die Kosten besonders rapide gefallen: Im Photovoltaik-Bereich sind die Erzeugungskosten zwischen 2010 und 2012 um 65 % gesunken und liegen nunmehr leicht über 100€/MWh<sup>1</sup>, was mehr oder weniger den für die neue Generation der Kernenergie des Typs EPR geschätzten Kosten entspricht.

Die Verringerung der Erzeugungskosten lässt sich durch mehrere Elemente erklären (Senkung des Siliziumpreises, verlässlichere, leistungsstärkere Technologien etc.). Ein Schlüsselement aber besteht in dem starken Rückgang der Materialeinkaufskosten für die Projektentwickler. In der Tat haben die Akteure auf dem Photovoltaik- und

Windkraft-Markt Mitte der 2000er Jahre zur Gewinnung von Marktanteilen eine Steigerung ihrer Stromerzeugungskapazitäten angestrebt, was zu durch die Finanzkrise zu verschärften Überkapazitäten gefolgt von Preiskämpfen geführt hat und in eine Konsolidierung des Marktes mündete.

Von dieser Situation profitierten die Regierungen und die Verbraucher. In der Mehrheit der Fälle konnten die Subventionen unter Beibehaltung der Renditen der Investoren, dieser in der Tat weniger risikoreichen neuen Projekte (begrenzt Risiko der Infragestellung der Subventionen), schrittweise herabgesetzt werden.

Die Investoren der Projekte in erneuerbarer Energien dürfen folglich auf eine sehr interessante Performance hoffen. Im Schnitt können die Investoren bei dieser Projektart eine jährliche Rendite von 7 % ohne Bank-Leverage mit einer Eigenkapitalrendite von 10 % bis 12 % erwarten, wenn das Projekt zu 70-80 % mittels Fremdkapital finanziert wird (klassische Gestaltung).

## Zweiter Teil: Erneuerbare Energien und Verantwortungsbewusste Investition – eine Tautologie?

### 2.1. Ja, der Vorteil der erneuerbaren Energien in Sachen Treibhausgase ist unbestreitbar

Die Infrastrukturprojekte im Bereich erneuerbare Energien ermöglichen per Definition

<sup>1</sup>Ohne Diskontinuitätskosten

eine Senkung der Treibhausgasemissionen. Diese Technologien stellen – zusammen mit der Kernenergie (bei der Kernspaltung werden keine Treibhausgase freigesetzt) – das beste Mittel zur Bekämpfung des Klimawandels dar.

Zur Erreichung des 450-Szenarios, mit dem eine Beschränkung des weltweiten Temperaturanstiegs auf 2° C möglich ist, predigt die Internationale Energieagentur eine radikale Änderung des Energie-Mixes. Das Gewicht der aus Erdöl und Kohle gewonnenen Energien würde von 60 % im Jahr 2011 auf 41 % im Jahr 2035 fallen, der Gasanteil würde relativ stabil bleiben, wohingegen die erneuerbaren Energien einen Anstieg von 13 % auf 27 % zu verzeichnen haben würden und es zu einer Verdopplung der Kernenergie von 5 % auf 10 % käme. In Europa, wo das Potential der Stromerzeugung mittels Wasserkraft bereits weitestgehend ausgeschöpft ist, führt der Weg des Wachstums der erneuerbaren Energien im Wesentlichen über die Entwicklung von Windkraft, Solarenergie und Biomasse, die so einen Anstieg von 9 % auf 29 % des Mixes verzeichnen würden.

Es ist festzuhalten, dass die IEA trotz der unbestreitbaren Vorteile der Infrastrukturprogramme in erneuerbare Energie und der sinkenden Erzeugungskosten nicht allein auf diese Art der Infrastruktur setzt. In der Tat hängt die Nutzung dieser Anlagen von externen Faktoren ab, auf die wir keinen Einfluss haben (Sonneneinstrahlung, Stärke und Regelmäßigkeit des Winds...) und die von Region zu Region variieren. Darüber hinaus sind die Technologien zur Energiespeicherung noch nicht ausreichend entwickelt, als dass wir ausschließlich auf Erneuerbare Energie zählen könnten. Wir müssen uns also für mehrere Jahre weiterhin auf einen vielfältigen Energie-Mix stützen.

## 2.2. Die Verringerung der Treibhausgase ist nicht die Lösung aller Umwelt- und Sozialprobleme

Trotz Verringerung der Treibhausgasemissionen ist nicht jede Form der erneuerbaren Energie automatisch gleichbedeutend mit ethischem Investment (SRI). Um sich der tatsächlichen Auswirkung der Projekte zu



75x60x7cm

vergewissern, gilt es soziale und umweltbezogene Kriterien in die Analyse der Projekte einzubeziehen.

Diese SRI-Kriterien betreffen nicht nur die Produktionsstätten für die Ausstattungen in weniger reglementierten Ländern, wo die Menschenrechte manchmal wenig oder gar nicht geachtet werden, sondern auch die Baustellen in den entwickelten Ländern. Somit ist u.a. darauf zu achten:

- Lärmbelästigung und visuelle Beeinträchtigung des Landschaftsbildes zu begrenzen, indem die Anlagen in geeigneten Gebieten errichtet werden (nicht geschützte und/oder fernab von Wohnsiedlungen gelegene Gebiete).
- den Schutz der Biodiversität zu optimieren, indem Technologien ausgewählt werden, die eine ideale Stromerzeugung bieten und die natürlichen Ressourcen schützen (recyclebare Windturbinen/Solarmodule).
- die Entwicklung der lokalen Wirtschaft und die Schaffung von Arbeitsplätzen zu gewährleisten, indem im Rahmen des Projekts lokalen Unternehmen der Vorzug gegeben wird.
- die Akzeptanz des Projekts sicherzustellen, indem die Anwohner informiert werden und eine gemeinsame Wertschöpfung gewährleistet wird.

Wie wir gesehen haben, sind eine ganze Reihe von Faktoren zu berücksichtigen, bevor sichergestellt ist, dass die Investition in eine Infrastrukturprojekt erneuerbare

Energie aus SRI-Sicht akzeptabel ist. Es ist also unabdingbar, mithilfe einer bestimmten Methodik systematisch eine vollständige umwelttechnische und soziale Beurteilung des Projekts vorzunehmen. Bei jedem Projekt ist demzufolge eine Bewertung vorzunehmen, die von der simplen Einhaltung der geltenden Regelungen bis hin zur Umsetzung der Best Practices (ehrgeizige Verpflichtungen, deutlich über dem Durchschnitt liegende zahlenmäßige Ziele, angemessene Strafen für die Nichteinhaltung der Verpflichtungen,...) reicht, und zwar beginnend mit der Planung über seine gesamte Lebensdauer hinweg. Für diese Analyse bedarf es Gutachten und spezifischer Mittel. Sie ermöglicht nicht nur eine Verbesserung der nicht-finanziellen Wertschöpfung, sondern auch eine Wertschöpfung in finanzieller

Hinsicht. In der Tat sorgt die Verwendung von „Best Practices“ unter umwelttechnischen und sozialen Gesichtspunkten bei einem Projekt im Rahmen der Ausschreibung für zusätzliche Anziehungskraft und für eine noch bessere Rentabilität des Projekts, was den Gewinn bei der Veräußerung des Projekts in die Höhe treibt.

## Schlussfolgerung

Mit den entsprechenden Kompetenzen stellen die Infrastrukturprojekte in erneuerbare Energie ein ideales Mittel für eine verantwortungsbewusste Investition dar, die einen sozialen, umwelttechnischen und wirtschaftlichen Mehrwert sowie eine Diversifizierung der Anlageklassen in einer gesamten Portfolioallokation bietet. ■

WIR WACHEN  
ÜBER IHR  
VERMÖGEN  
UND MEHREN ES  
FÜR KÜNFTIGE  
GENERATIONEN

*Private Banking*



**EDMOND  
DE ROTHSCHILD**

CONCORDIA - INTEGRITAS - INDUSTRIA

[edmond-de-rothschild.ch](http://edmond-de-rothschild.ch)

18, rue de Hesse - 1204 Genf  
[contact-prevoyance@edr.com](mailto:contact-prevoyance@edr.com)



**Der Löwe** in unserem Emblem steht für unsere Kraft und unser Können im Dienste unserer Kunden.

# Was kann von nachhaltigen Kapitalanlagen erwartet werden?



Von

Julien Godat  
Leiter Institutionelle  
Kunden Westschweiz

Simon Perrin  
Senior  
Nachhaltigkeits-  
analyst



Notenstein Banque Privée SA

**D**ie Finanzmärkte sind seit 2008 tiefgreifenden Veränderungen ausgesetzt. Im Zuge der Finanzkrise haben die Zentralbanken zur Unterstützung der globalen Wirtschaft eine ultra-lockere Geldpolitik eingeführt.

In der Folge werden die Zinsen künstlich tief gehalten, was Investitionen in Anleihen wenig attraktiv macht. Darüber hinaus sind die Anleger angesichts der Überschuldung gewisser Industrieländer mit einem erhöhten staatlichen Gegenparteirisiko konfrontiert. In Anbetracht dieses Paradigmenwechsels ist die Erzielung einer Rendite möglicherweise die einzige Konstante geblieben und die Vorsorgeeinrichtungen sehen sich gezwungen, tendenziell höhere Risiken einzugehen, um ihren zukünftigen Verpflichtungen nachkommen zu können. Diese vollkommen neue Situation macht die Prüfung und Entwicklung neuer Anlagelösungen unerlässlich. Die Herausforderung besteht gegenwärtig darin, die nächsten grossen Trends vorherzusehen und ein innovatives Risikomanagement zu entwickeln. Entsprechend ist ein Anlageprozess, der neben den wirtschaftlichen Aspekten auch soziale und ökologische Faktoren sowie Grundsätze der Unternehmensführung berücksichtigt, zweifellos eine mögliche Antwort auf diese Herausforderung.

## Gründe für nachhaltige Kapitalanlagen und deren Ziele

Unternehmen sowie andere Emittenten von Wertpapieren bewegen sich nicht in einem luftleeren Raum. Neben der wirtschaftlichen Realität sind Unternehmen auch umweltbezogenen und gesellschaftlichen Entwicklungen ausgesetzt. Zur Bewahrung eines stabilen und beständigen Ge-

schaftsmodells sind die Unternehmen daher gezwungen, eine Strategie zu entwickeln, welche die aus ihren ökologischen und sozialen Einflüssen entstehenden Risiken und Chancen berücksichtigt, sei es im Bereich des Klimawandels oder hinsichtlich sozio-ökonomischer Veränderungen. Eine der aktuellsten diesbezüglichen Herausforderungen ist die Reduktion des Verbrauchs der knapper werdenden natürlichen Ressourcen, ohne den erwünschten wirtschaftlichen Aufholprozess der Entwicklungsländer zu beeinträchtigen. Die Textil- und Elektronikbranchen sind ein Beispiel dafür, dass aus diesem Spannungsfeld für die Unternehmen sowohl Chancen als auch Risiken entstehen können. Die in diesen Branchen verbreitete Verlagerung der Produktion in Entwicklungs- und Schwellenländer ermöglicht zwar die Reduktion der Arbeitskosten und fördert die sozio-ökonomische Entwicklung dieser Regionen, sie ist aber nicht selten mit tiefen Gehältern, schlechten Arbeitsbedingungen, die zu Arbeitsunfällen führen, sozialen Spannungen und einer geringeren Loyalität der Arbeitnehmer verbunden. Entsprechend ist eine vertiefte Analyse über die ökologischen und sozialen Einflüsse eines Unternehmens unerlässlich, um die Nachhaltigkeit seiner Aktivitäten beurteilen zu können. Der Einbezug solcher nicht finanzbezogener Faktoren ergibt ein umfassenderes Bild eines Unternehmens. Daher erkennen immer mehr institutionelle Anleger den Nutzen einer umfassenden Beurteilung der Nachhaltigkeit, die den Einfluss der bei der «traditionellen» Vermögensverwaltung häufig vernachlässigten nicht finanzbezogenen Faktoren berücksichtigt. Mit der gezielten Auswahl von Branchen und Unternehmen, die am besten mit ökologischen und sozialen Risiken und Chancen umgehen,

können zwei Ziele zugleich erreicht werden, zum einen eine Verbesserung des Risiko-/Ertragsprofils der Kapitalanlage und zum anderen ein positiver Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung.

## Identifikation von Risiken und Chancen

Gemäss einer Studie, welche die Organisation Novethic im vergangenen Jahr bei 165 institutionellen Anlegern in Europa mit einem Gesamtvermögen von 5'000 Milliarden Euro durchgeführt hat, wird dem nachhaltigen Investmentansatz vorwiegend aus Gründen der langfristigen Risikosteuerung immer mehr Beachtung geschenkt. Im Jahr 2013 galt dies für 33% der befragten Investoren, während es 2009 erst 10% waren.

In der Tat kann die Nachhaltigkeitsanalyse im Bereich der Risikosteuerung die traditionelle Finanzanalyse ergänzen. Der Einfluss von ökologischen und sozialen Faktoren auf den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens (gemessen an der Gewinnentwicklung) ist oftmals nur schwer zu beziffern und wird daher von der traditionellen Finanzanalyse meist nicht berücksichtigt. So können beispielsweise die Wahrscheinlichkeit eines Atomunfalls oder eines grösseren Chemiestörfalls sowie deren direkte und indirekte Folgen nicht aus der Vergangenheit hergeleitet werden, da keine ausreichenden Erfahrungswerte vorliegen. Ein anderes Beispiel ist der Einfluss, den eine steigende Motivation der Mitarbeitenden auf den Unternehmenserfolg ausübt. Zwar besteht ein derartiger Einfluss unbestrittenermassen (höhere Loyalität und Produktivität), doch er kann in der Praxis kaum quantifiziert werden. Dies führt dazu, dass die Bedeutung ökologischer und sozialer Faktoren in den Erwartungen der Analysten und der Marktakteure und daher auch in den Aktienkursen meistens nicht angemessen berücksichtigt wird. Eine sorgfältige Nachhaltigkeitsanalyse, identifiziert und beurteilt die ökologischen und sozialen Risiken von Branchen und Unternehmen mittels eines breiten, vielfach qualitativen Kriterienrasters und ermöglicht dem Anleger dadurch, negative Überraschungen zu vermeiden.

Nehmen wir als Illustration den Energiesektor, wo riskante Produktionsprozesse zu solchen negativen Überraschungen führen können. Die Explosion der Ölplattform

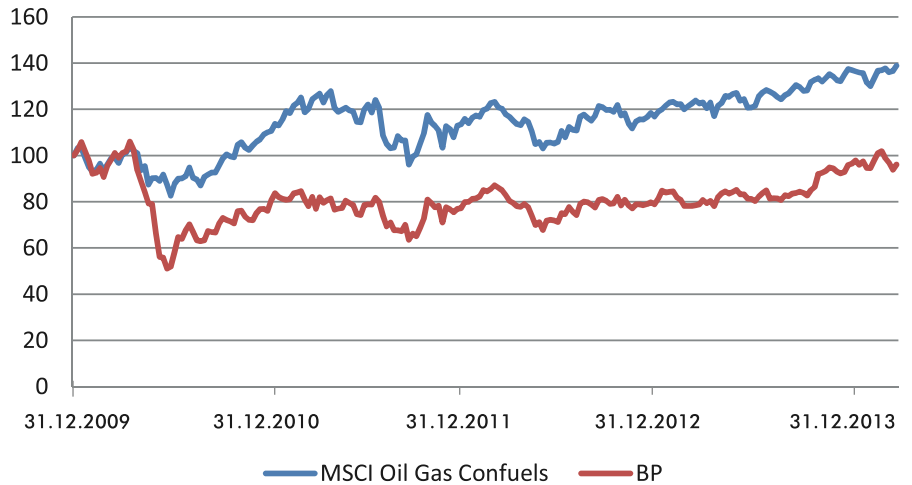
Deepwater Horizon im Golf von Mexiko im Jahr 2010, die elf Todesopfer forderte und das Meer mit beinahe fünf Millionen Fass Rohöl verschmutzte, bietet hierfür ein anschauliches Beispiel. Der Vorfall zog für die britische Plattformbetreiberin BP immense Kosten für die Beseitigung der Umweltschäden sowie verschiedene Straf- und Schadenersatzzahlungen nach sich. Der Erdölkonzern musste dazu rund USD 42 Milliarden zurückstellen, ein Vielfaches des Nettogewinns von rund USD 11 Milliarden des Jahres 2012. Die Aktionäre erlitten einen Kursverlust von mehr als 40%, von dem sich die Aktie immer noch nicht erholt hat.

Eine detaillierte Nachhaltigkeitsanalyse ergänzt aber nicht nur das Risikomanagement, indem sie hilft, Risiken frühzeitig zu erkennen, sondern sie ermöglicht auch ein frühzeitiges Erkennen von Geschäftschancen. Unternehmen, die Technologien zur Verbesserung der Ressourcen- oder Energieeffizienz anbieten, können im Laufe der Zeit oftmals neue Absatzmärkte und Ertragsquellen erschliessen. Häufig widerspiegelt der Aktienkurs die Realisierung eines solchen Potenzials nicht allmählich, sondern schlagartig, z.B. wenn klar wird, dass sich eine neue Technologie kommerziell durchsetzen kann. Dies zeigt sich am Beispiel von Tesla – einem Unternehmen, das Elektroautos entwickelt. Nachdem die Lancierung neuer Modelle und erste Verkaufserfolge hohe Wachstumserwartungen geweckt hatten, verzehnfachte sich der Aktienkurs im Jahr 2013. Auch hier bildet die Nachhaltigkeitsanalyse eine Ergänzung zum traditionellen Anlageprozess und erhöht die Wahrscheinlichkeit, solche zukünftigen Trends zu erkennen.

### Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten beim traditionellen Anlageprozess?

Eine Nachhaltigkeitsanalyse kann auf verschiedene Arten in den traditionellen Anlageprozess integriert werden. Eine Möglichkeit ist der sogenannte «Integrationsansatz». Dieser basiert auf der Grundidee, die Nachhaltigkeitsanalyse in die klassische Finanzanalyse zu integrieren, indem die wirtschaftlich relevanten extra-finanziellen (sozialen und ökologischen) Faktoren identifiziert werden und in die Ermittlung des fairen Unternehmenswertes einfließen. Die Entscheidung über den Kauf einzelner

### Aktienkursentwicklung von BP im Vergleich zum Öl-, Gas- und Kohlesektor (indexiert, in USD)



Quelle: Thomson-Reuters Datastream

Titel wird dann vom Finanzanalysten oder Portfoliomanager auf Basis des fairen Wertes einer Aktie getroffen, der aufgrund aller finanziellen und extra-finanziellen Faktoren ermittelt wurde. Die Schwierigkeit dieses Ansatzes besteht darin, den Einfluss der extra-finanziellen Faktoren auf die finanzielle Leistung eines Unternehmens genau zu quantifizieren. Eine schlüssige Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in die Finanzanalyse gelingt in der Regel nicht oder die Ergebnisse weisen so grosse Spannbreiten auf, dass sinnvolle Aussagen zur Attraktivität eines bestimmten Aktienkurses unmöglich werden.

Ein anderer Ansatz besteht in einer klaren Trennung von Nachhaltigkeitsanalyse einerseits und finanzieller Analyse und Titelauswahl durch das Portfoliomanagement andererseits. Nimmt man z.B. die Konstruktion eines Aktienportfolios, so wird die Nachhaltigkeitsanalyse am Anfang des Anlageprozesses durchgeführt, um ein für die Kapitalanlage geeignetes Unternehmensuniversum festzulegen. Mit der anschließenden Finanzanalyse werden dann daraus die finanziell attraktivsten Titel identifiziert. Der dritte und letzte Schritt umfasst dann die Konstruktion eines Aktienportfolios aus den «nachhaltigen» und finanziell attraktiven Aktien. In diesem Schritt werden die Anlagerestriktionen und Risiko-/ Renditeüberlegungen im Portfoliokontext berücksichtigt. Im Vergleich zum «Integrationsansatz» trägt dieser Ansatz besser der schwierigen Vorausschbarkeit des Einflusses der extra-finanziellen Faktoren Rech-

nung und schliesst von vornherein Titel mit schlechter Nachhaltigkeitsbewertung aus. Bei einem derartigen Vorgehen ergänzen sich Finanz- und Nachhaltigkeitsanalyse. Die Berücksichtigung ökologischer und sozialer Aspekte erfolgt tendenziell eher aus langfristigen Überlegungen, während die finanziellen Faktoren eher für die kurzfristige Beurteilung geeignet sind. Der Informationsgehalt des Anlageprozesses wird damit erhöht.

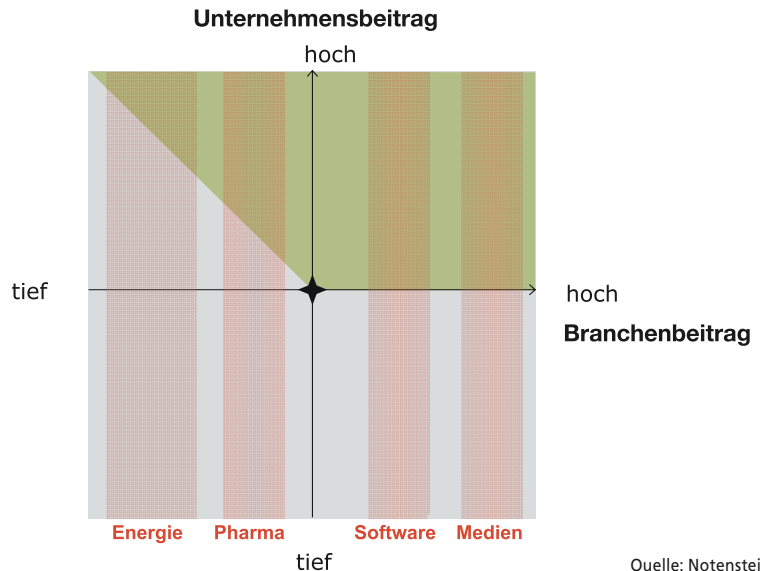
### Wie kann die Nachhaltigkeit eines Emittenten ermittelt werden?

Es gibt verschiedene Arten der Nachhaltigkeitsanalyse von Emittenten von Wertpapieren. Eine Möglichkeit ist die «Negativselektion». Dabei werden Branchen, Unternehmen oder Länder, welche bestimmte soziale, ökologische und Governance-Kriterien nicht erfüllen (z.B. Länder, die gegen internationale Menschenrechtsnormen verstossen) von einer Investition ausgeschlossen werden. Eine andere Variante ist die «Positivselektion» oder «Best-in-Class»-Ansatz bei dem Unternehmen ausgewählt werden, die hinsichtlich ihres Nachhaltigkeitsbeitrags innerhalb ihrer Branche am besten bewertet werden. Im Umweltbereich bewertet die Nachhaltigkeitsanalyse die Leistungen des jeweiligen Unternehmens in den drei Phasen der Wertschöpfungskette (Beschaffung, Produktion und Verwendung der Produkte), während im sozialen Bereich die Beziehungen zu den Anspruchsgruppen (Lieferanten, Mitarbeitende, Kunden, Unternehmen)

in die Analyse einfließen. Im Bereich der Unternehmensführung wird ermittelt, ob die relevanten Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen in der Strategie und der internen Organisation des betreffenden Unternehmens angemessen berücksichtigt werden. Entsprechend basiert die Nachhaltigkeitsanalyse eines Unternehmens auf einer Vielzahl von Kriterien (rund 50), was die anschließende Zusammenführung der Bewertungen zu einer Gesamtbewertung mit Hilfe einer sinnvollen Bewertungsmethode erforderlich macht. Der «Best-in-Class»-Ansatz ist eine pragmatische und flexible Vorgehensweise.

Wir können uns auch ein Bewertungssystem vorstellen, welches das Unternehmensrating mit der Nachhaltigkeitsbewertung der jeweiligen Branche verbindet. In der nachfolgenden Grafik wird das Konzept eines Nachhaltigkeitsfilters mit zwei Achsen (Branchenrating und Unternehmensrating) veranschaulicht. Je weniger «nachhaltig» eine Branche ist, desto höher sind die Anforderungen bei der Auswahl der Unternehmen. Hohe Anforderungen gelten beispielsweise für Unternehmen aus dem Energiesektor; mittlere für Unternehmen aus der Finanzbranche und geringe für Software-Hersteller. In der Tat sind die ökologischen und sozialen Einflüsse der Telekommunikationsbranche erheblich geringer als diejenigen des Öl- oder Bergbausektors.

Bei diesem Ansatz werden nicht alle Unternehmen in allen Branchen nach einem einheitlichen Satz von Nachhaltigkeitskriterien bewertet, sondern man konzentriert sich in jeder Branche auf die Nachhaltigkeitsaspekte, die für Umwelt, Gesellschaft und Wirtschaft die grösste Bedeutung haben und daher auch aus finanzieller Hinsicht für die Anleger am relevantesten sind. Es handelt sich also um eine pragmatische Analyse, bei der man sich zur Ermittlung der Risiken und Chancen auf die wichtigen Punkte konzentriert. In der Textil- und Bekleidungsbranche konzentriert sich die Nachhaltigkeitsanalyse zum Beispiel auf die Lieferkette, die die grösste Quelle von Nachhaltigkeitsrisiken darstellt. Denn viele Unternehmen lassen ihre Produkte in Auftragsfertigung in Asien herstellen, wobei meist lokal produzierte Rohstoffe und Vorprodukte verwendet werden. Die Brandkatastrophen in Textilfabriken in Bangladesch im Jahr 2013 sind



Quelle: Notenstein 2014

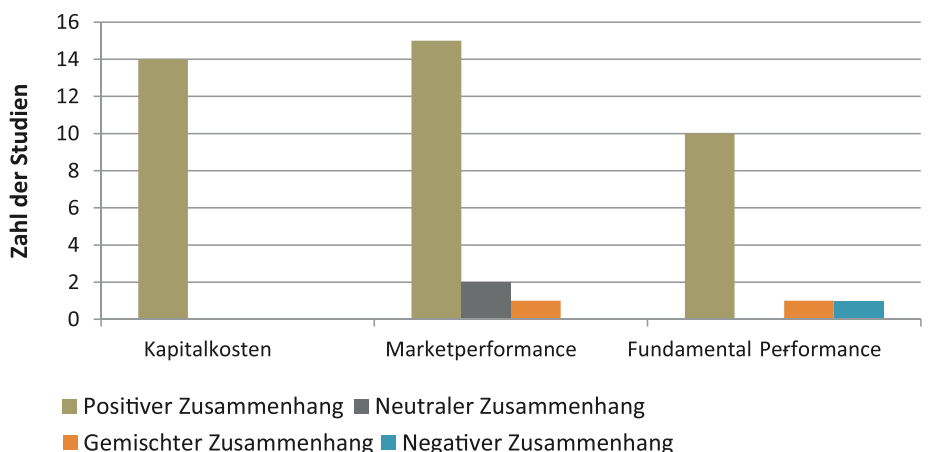
ein anschauliches Beispiel für die oftmals prekären Arbeitsbedingungen innerhalb der Lieferkette dieser Branche. Ein wichtiges Kriterium zur Bewertung der Nachhaltigkeit ist daher, inwiefern ein Unternehmen zur Verbesserung dieser Bedingungen beiträgt. Hierzu wird einerseits geprüft, ob Richtlinien und Vorgaben für Lieferanten hinsichtlich Arbeitnehmerschutz, Entlohnung, Einhaltung grundlegender Arbeitnehmerrechte und Umweltschutz bestehen. Auf der anderen Seite wird geprüft, ob das Unternehmen die Einhaltung dieser Vorgaben insbesondere durch regelmässige Kontrollen vor Ort überprüft. In der Praxis hat sich allerdings gezeigt, dass ein solcher «Kontrollansatz» langfristig nur begrenzt wirksam ist. Proaktive Unternehmen setzen daher zunehmend auf eine aktive Unterstützung der Lieferanten, damit diese ihre sozialen und

ökologischen Leistungen verbessern. Unternehmen, die hinsichtlich dieser Kriterien positiv bewertet werden, sind besser gerüstet, um medienwirksame Skandale im Zusammenhang mit ungenügenden Arbeitsbedingungen bei den Zulieferern zu verhindern. Auf lange Sicht zahlt sich dies finanziell aus, da der Erfolg eines Unternehmens in der Modebranche stark von der Reputation der Produktmarken abhängt.

### Was bedeutet das für die Performance?

Die Korrelation zwischen der Nachhaltigkeit und der finanziellen Performance eines Unternehmens ist nach wie vor Gegenstand zahlreicher Debatten. Das ist angesichts der Schwierigkeit, den Performancebeitrag der nicht finanzbezogenen Faktoren klar und eindeutig zu messen, auch verständ-

### Übersicht von Studienergebnissen zum Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeitsratings und Performance-Kennzahlen



Quelle: Deutsche Bank, 2012



75x60x7cm

lich. Grund dafür ist die Überlagerung der nachhaltigkeitsbezogenen Effekte auf ein bestimmtes Aktienuniversum durch branchenspezifische oder geografische Verzerrungen sowie Verzerrungen infolge der Unternehmensgrösse. Eine Möglichkeit, wie der Beitrag eines nachhaltigen Ansatzes beurteilt werden kann, ist die Auswertung der Ergebnisse der diversen Studien, die zu diesem Thema in der Vergangenheit durchgeführt wurden. Die obige Abbildung, die diesem Ergebnisse zusammengefasst, zeigt, dass die Mehrheit dieser Studien einen positiven Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeitsrating und finanziellen Kenngrössen bestätigt. Die Analysen berücksichtigten den Einfluss auf die fundamentale (rechnungsbasierte) und marktbezogene Wertentwicklung, als auch auf die Kapitalkosten. Darüber hinaus kommt eine Performanceanalyse des nachhaltigen Aktienuniversums

zu analogen Ergebnissen: Ein kapitalisierungsgewichteter Index aus allen Titeln, die aktuell ein «nachhaltiges» Rating haben, hat in den letzten sieben Jahren eine etwas höhere Rendite erzielt als der weltweite Aktienmarkt (gemessen durch den Aktienindex MSCI World All Countries). Kumuliert über die letzten drei Jahre betrug die Mehrrendite rund 4,5 Prozent. Die jährliche risikoadjustierte Mehrrendite über den gesamten Zeitraum betrug 0,6%, und zwar bereits korrigiert um systematische Verzerrungen aufgrund der Unternehmensgrösse (*Large Cap Bias*) und des sogenannten *Survivorship Bias*.

### Fazit

Ein gutes Urteil über die Wirksamkeit des nachhaltigen Investmentansatzes kann man sich nur unter Berücksichtigung des Anlageprozesses als Ganzes bilden. Der Perfor-

mancebeitrag hängt nicht nur von der Qualität der Nachhaltigkeitsanalyse ab, sondern auch von einer klugen Integration derselben in den Anlageprozess. Es ist daher zentral, die Methode des Nachhaltigkeitsratings der Emittenten von Wertpapieren richtig zu verstehen und das Rating anschliessend im Hinblick auf eine Kapitalanlage richtig anzuwenden.

Bezüglich der Bewertung vergangener Performance-Erfolge des nachhaltigen Ansatzes sollte man vorsichtig sein, da die zur Verfügung stehenden historischen Daten beschränkt sind. Dennoch ist die Mehrheit der einschlägigen Studien eher positiv und jüngste Fallbeispiele haben gezeigt, dass es möglich ist, Risiken im Vergleich zu den traditionellen Bewertungsmethoden besser abzuschätzen (vgl. das oben erwähnte Beispiel von BP). Die Studienergebnisse belegen mit Sicherheit, dass die Berücksichtigung nicht finanzbezogener Faktoren die Performance zumindest nicht belastet. Daher scheint es gerechtfertigt, nachhaltige Kapitalanlagen als «kostenlose Option» zu betrachten, die eine bessere Steuerung der Risiken erlauben, auch wenn man damit Bewertungsopportunitäten nutzt, die vom Markt kaum oder noch gar nicht erkannt werden. Wir möchten auch darauf hinweisen, dass nachhaltige Kapitalanlagen über die historische Betrachtung hinaus in einem Umfeld, in dem der Einfluss ökologischer und sozialer Aspekte für Kapitalmärkte immer offensichtlicher und stärker wird, ein erhebliches Wachstumspotenzial aufweisen. ■



# Ist der Superzyklus für Agrargüter und Rohstoffe vorbei?



Von  
Rodolphe Roche  
Fondsmanager und Leiter  
Rohstoffresearch

**Schroder Investment Management (Switzerland) AG**

**S**eit ihrem Höchststand Anfang 2008 hat die Wertentwicklung der Agrarrohstoffe die Anleger enttäuscht. Die meisten Anlageklassen haben sich seit der Krise allerdings wieder stark erholt und bisweilen sogar Allzeithochs erreicht (wie die US-amerikanischen Aktien beispielsweise).

Die Preise anderer Rohstoffe wie Öl, Kupfer oder Edelmetalle verharrten trotz schwerer Verluste auf historisch hohen Niveaus. Dabei scheint es, als seien lediglich die Preise von Agrarrohstoffen wieder auf einen mit dem Anfang der 2000er Jahre vergleichbaren Stand abgesunken. Die damalige intensive Hochpreisphase der Rohstoffe wurde von den Anlegern nur am Rande thematisiert, und das prophetisch anmutende Buch von Jim Rogers „Rohstoffe – der attraktivste Markt der Welt: Wie jeder von Öl, Kaffee und Co. profitieren kann“ war im Buchhandel nur mit Mühe zu bekommen. Damit stellt sich zum jetzigen Zeitpunkt die Frage, ob die Hochpreisphase der Agrarrohstoffe endgültig vorüber ist.

Unserer Lesart der Dinge und unserer Marktanalyse zufolge – die sich auf die Analyse der Fundamentaldaten, der technischen Daten und der Stimmungslage stützen – ist die Hochpreisphase für die Anleger nach wie vor aktuell.

Ausweislich der Fundamentaldaten führen wir die gegenwärtige Preisschwäche auf eine derzeit zwar ausreichende globale Angebotssituation zurück, die allerdings nur von vorübergehender Natur sein wird. Fakt ist, dass die Landwirtschaft seit der in den 1960er-Jahren eingesetzten Grünen Revolution (die in bestimmten Schwellenländern bis in die 1980er-Jahre andauerte) keine wesentlichen technischen, technologischen und betriebswirtschaftlichen Fortschritte

mehr verzeichnet hat, um die Erträge im gleichen Masse zu steigern wie die Weltbevölkerung weiter wächst. Ein Beispiel: Zwischen 1975 und 2013 wuchsen von den 14 wichtigsten Getreide-, Öl- und Faserpflanzen lediglich die Erträge von Mais, Weizen, Raps, Erdnüssen und Baumwolle genauso stark wie die Weltbevölkerung. Das jüngste „Kind“ der Biotechnologie, die sogenannten GVO-Samen (gentechnisch veränderte Organismen), stellen in unseren Augen lediglich einen graduellen Fortschritt dar, den sich angesichts des exorbitant hohen Preises allenfalls die – häufig subventionierten – Landwirte der reichsten Länder leisten können. Dass die Beimischungsquote dieses GVO-Saatguts in bestimmten Ländern wie den USA, Brasilien und Argentinien heutzutage fast 100% beträgt, wirft eine Frage auf: Wie werden sich die landwirtschaftlichen Erträge künftig steigern lassen?

Das schwache Ertragswachstum ist grösstenteils durch die jahrzehntelangen Unterinvestitionen des privaten und öffentlichen Sektors in die Agrarforschung und -infrastruktur zu erklären. Schuld daran waren die niedrigen Preise von Agrarrohstoffen. Vor diesem Hintergrund stellt sich eine weitere Frage: Wie wird sich eine stetig wachsende Weltbevölkerung (die im Jahr 2025 an die 9 Milliarden Menschen betragen wird) ernähren lassen, die vorzugsweise in Städten lebt, wohlhabend ist und ihre Nahrungsquellen beispielsweise durch mehr Fleischprodukte diversifizieren möchte? Hinlänglich bekannt ist, dass die Anbauflächen weltweit nicht erweiterbar sind. Zudem

nimmt das Verhältnis der zur Verfügung stehenden Anbaufläche in Hektar pro Person Jahr für Jahr in schöner Regelmässigkeit weiter ab – und das im selben Tempo wie die Weltbevölkerung andererseits weiter anwächst. Die Knappheit der Anbauflächen und die unzureichenden Ertragssteigerungen sind jedoch nur eine Seite. Ein weiteres Problem sind die Wetterkapriolen, die in den vergangenen zehn Jahren immer häufiger zu beobachten waren.

Dieses weltweit auftretende Phänomen, aufgrund dessen je nach Jahreszeit die Menschen in unterschiedlichen Erdregionen unter Nahrungsmittelmangel zu leiden hatten, zwang Länder, die bis dahin Selbstversorger waren, zu massiven Importen, um ihren Nahrungsmittelbedarf zu decken. Man denke hierbei beispielsweise an die Weizenimporte Indiens im Jahre 2006. Es geht hier nicht darum, über die langfristige Entwicklung des Weltklimas zu spekulieren. Vielmehr soll verdeutlicht werden, wie instabil das globale Nahrungsmittelangebot für eine immer weiter wachsende Weltbevölkerung wird, wenn die klimatischen Bedingungen nicht mehr mitspielen.

Die Strategie der staatlichen Nahrungsmittelbevorratung, die jahrzehntelang in reichen und armen Ländern praktiziert wurde



41x32x5cm

und die es ermöglichte, das Angebot in produktionsschwachen Zeiten zu regulieren, wurde inzwischen aufgegeben und ist dem riskanten Primat des Welthandels gewichen. Entsprechend muss der Welthandel nunmehr als „Regulierer“ eingreifen, wenn ein Land, eine Region oder sogar ein ganzer Kontinent den Bedarf an einem bestimmten Agrarrohstoff nicht mehr eigenständig decken kann und diesen importieren muss. Gleichwohl ist der Welthandel lediglich als kurzfristiges Instrument und keinesfalls als Dauerlösung anzusehen.

Wird der Import von Agrarprodukten zum nationalen Allheilmittel gemacht, so wie dies derzeit viele asiatische Länder praktizieren, verstellt dies lediglich den Blick auf kommende schwere Angebotsengpässe. Im Gegenzug offenbart sich nämlich ein neues gravierendes Problem: absehbare Exportbeschränkungen. Tatsächlich handhabten in den letzten Jahrzehnten die meisten Länder ihre Ein- und Ausfuhren von Agrarrohstoffen recht locker. Doch zwischen 2006 und 2010 und damit in dem Zeitraum, in dem die Knappheit bestimmter Erzeugnisse wie Weizen oder Reis offensichtlich wurde, wurden unvermittelt Massnahmen ergriffen, auf die viele Staaten ganz und gar nicht vorbereitet waren. So hielten es zahlreiche Länder für notwendig, die inländischen Nahrungsmittelpreise zu kontrollieren, um die eigene Bevölkerung ruhig zu stellen. In einigen Fällen sah man sich zu plötzlichen Verboten der Ausfuhr von Weizen, Reis, Gemüse und vielen weiteren Produkten des grundlegenden Bedarfs veranlasst, um die Nahrungsmittelversorgung im eigenen Land sicherzustellen. Damit lösten sich die schönen Versprechen eines freien, ungehinderten Welthandels angesichts der bitteren Realität und der Angst vor einer Nahrungsmittelinflation mit einem Mal in Luft auf. An dieser Stelle wäre es gewiss müssig, die äusserst lange Liste der Exportbeschränkungen in diesem Zeitraum detailliert aufzuführen. Doch es sei darauf hingewiesen, dass diese Beschränkungen wesentlich zum jüngsten Anstieg der Agrarpreise beigetragen haben (siehe hierzu die Entwicklung der Reispreise nach der Entscheidung Indiens und Vietnams, im Juli und Oktober 2007 ein Exportverbot zu verhängen) und insbesondere ein ernstes Warnsignal für die Zukunft darstellen. Nach unserer Einschätzung ist es äusserst wahrscheinlich, dass derart protek-

tionistische Verhaltensweisen kein Einzelfall bleiben und folglich künftige Preissteigerungen begünstigen werden.

Der letzte zu nennende Faktor, der ebenfalls den Anstieg der Agrarpreise begünstigen und generell die Rohstoffmärkte nach oben treiben könnte, ist zweifellos das Wiederaufflammen nationaler und internationaler politischer Konflikte. Obwohl sich politische und geopolitische Spannungen kaum messen und quantifizieren lassen, dürfte die Mehrheit der Leser nach meiner Einschätzung der These zustimmen, dass die weltweite Instabilität zunimmt. Tatsächlich gibt es heute nur noch wenige Kontinente, die von offenen militärischen Konflikten verschont bleiben. Dabei ist allgemein anerkannt, dass grössere Preis treibende Trends an den Rohstoffmärkten zumeist auf Kriege zurückzuführen sind, die eine Angebotsknappheit de facto entweder verschlimmern oder bisweilen hervorgerufen.

Zusammenfassend lässt sich aus Angebotsperspektive sagen, dass die fundamentalen Faktoren weiterhin für einen Anstieg der Agrarpreise sprechen. Zu bedenken sind folgende Aspekte: (i) Die verfügbaren Anbauflächen pro Einwohner werden unerbittlich knapper; (ii) die Erträge stagnieren bzw. halten mit dem Wachstum der Weltbevölkerung nicht mehr Schritt, (iii) Klimakatastrophen wie Dürren sind weltweit zweifellos auf dem Vormarsch und verstärken die Instabilität des Angebots weiter; (iv) der Welthandel mit Agrarprodukten kann wohl nur eine Zwischenlösung sein und ist nicht in der Lage, die stetig wachsende Nachfrage zu decken; (v) in zahlreichen Erzeugerländern nehmen die geopolitischen Spannungen zu (siehe den Konflikt zwischen der Ukraine und Russland, einer Region, aus der 15% aller Getreideexporte kommen).

Dies alles deutet auf Versorgungsengpässe hin, die das Angebot nicht nur regional, sondern weltweit verknappen könnten. **DD**



41x32x5cm

Während die meisten starken Aufwärtstrends an den Märkten bis dato häufig mit politisch unruhigen Zeiten in Verbindung gebracht werden konnten, war genauso häufig parallel ein starker Anstieg der globalen Nachfrage zu verzeichnen. Dies war insbesondere während des gesamten letzten Jahrzehnts der Fall, als zwei „neue“ Nachfragekomponenten die Preise auf Rekordstände trieben: die Einfuhren der asiatischen Länder, insbesondere Chinas, sowie die Nachfrage nach Biotreibstoffen wie Ethanol und Biodiesel.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob diese beiden „Faktoren“ der Vergangenheit angehören und damit nicht mehr in der Lage sind, den langfristigen Zyklus der Agrarpreise zu beeinflussen. In Bezug auf Biokraftstoffe sind wir langfristig pessimistisch und vertreten die Einschätzung, dass diese von Politikern und Agrarindustrie gemeinsam aus dem Nichts geschaffene Branche ohne Subventionen kaum überleben können, zumindest nicht in ihrer heutigen Form. Die Nachfrage nach Mais, Zucker und Pflanzenöl aus Ländern, die Ethanol und Biodiesel erzeugen, wird in den nächsten Jahren noch lange nicht versiegen, wenn man die umfangreichen Subventionen für diese neue Branche und die ehrgeizigen Produktionsziele bedenkt, die von den Regierungen der Vereinigten Staaten, Europas, Brasiliens, Argentiniens, Kanadas, Malaysias, Indonesiens usw. festgelegt worden sind.

Obwohl absehbar ist, dass die Subventionen und Produktionsziele in zahlreichen Erzeugerländern zurückgefahren werden (die Entwicklung setzt derzeit ein), glauben wir angesichts der von dieser Industrie im letzten Jahrzehnt investierten Summen dennoch nicht daran, dass sie in den nächsten Jahren einfach so verschwinden wird. Zur Erinnerung: Die Biokraftstoffbranche wurde Anfang der 2000er-Jahre aufgebaut, um den Landwirten zu helfen. Denn Letztere litten damals unter niedrigen Agrarpreisen und liefen infolge der GATT-Verhandlungen (heute die Welthandelsorganisation) zum Abbau der Subventionen in den reichen Ländern Gefahr, weitere Einkommenseinbußen hinnehmen zu müssen. Hat sich die Lage seit damals geändert? Ohne Frage nein, zumal auch zu Anfang dieses Artikels darauf hingewiesen wird, dass die Preise der wichtigsten Erzeugnisse heute genauso so hoch sind

wie vor dem „Boom“ von 2005-2008 und die Einkommen der Landwirte (mit Ausnahme der Landbesitzer) im Zuge der jüngsten Preisrückgänge von Getreide, Ölpflanzen, exotischen Erzeugnissen und Fasern stark sinken dürften. Aus diesem Grunde halten wir es für unwahrscheinlich, dass die einzelnen Regierungen ihre Ziele drastisch zurückfahren, geschweige denn diese Branche fallen lassen werden. Auf diese Weise werden sie die Preise von Agrarrohstoffen über unbegrenzte Zeit weiter stützen. Ein Beispiel: 2013 und 2014 wies der globale Verbrauch von Mais, Sojaöl, Raps und Rohrzucker zur Produktion von Biotreibstoffen jeweils einen Anteil von ca. 14%, 4%, 23% und 20% an der Gesamtnachfrage auf.

Der zweite „Nachfragekatalysator“ in den letzten Jahren war ohne Frage der steigende Konsum von Agrar- und Fleischerzeugnissen in zahlreichen Schwellenländern, darunter insbesondere China. Diese Entwicklung korrelierte mit einem deutlichen Anstieg der Bruttoinlandsprodukte dieser Länder und hält seit dem an. Gehört die Importnachfrage Chinas damit der Vergangenheit an? Obwohl dieses Szenario nicht ganz auszuschliessen ist, besteht ein Merkmal der Nahrungsmittelnachfrage darin, dass sie nicht besonders elastisch ist. Zudem war die chinesische Agrarpolitik im letzten Jahrzehnt fast hauptsächlich auf Importe ausgerichtet.

Der Rückgang der inländischen Agrarvorratsbestände (die von der Regierung vor nicht all zu langer Zeit noch auf den Verbrauch eines Jahres festgelegt wurden), die rasante Verstädterung, welche die Anbauflächen aufzehrt, der gravierende Trinkwassermangel in bestimmten Teilen des Landes und insbesondere ernsthafte Logistikprobleme im Land selbst haben die wachsende Abhängigkeit vom internationalen Markt deutlich vor Augen geführt und bleiben vor allen Dingen weiterhin ungelöste Probleme. Die Einfuhr von Agrarerzeugnissen verfolgt eigentlich den Zweck, dass ein Land seine Wasserressourcen schonen kann. Im Falle Chinas jedoch bleiben das Wasser und die Versorgung der Bevölkerung mit Trinkwasser ein Problem, das so schnell nicht gelöst werden dürfte. Während das Wachstum Chinas berechtigterweise Anlass zur Sorge gibt, dürften noch weitere Länder hinzukommen und zu grossen Importeuren von Agrarerzeugnissen werden. Hierzu zählen

ohne Frage Mexiko, die Länder Südostasiens (allen voran Indonesien, gefolgt von Vietnam, Malaysia und den Philippinen), aber auch Indien, dessen Gesamtbevölkerung inzwischen 1 Milliarde überschritten hat. Nicht zu vergessen ist, dass in den letzten Jahren viele grössere Hochpreisphasen an den Agrarmärkten durch den plötzlichen und unerwarteten Anstieg der indischen und nicht der chinesischen Importe ausgelöst wurden. Beispiele sind die Weizen- und Zuckerimporte im Jahre 2006.

Insgesamt betrachtet ist festzustellen, dass einem instabilen und äusserst volatilen Angebot Jahr für Jahr eine immer höhere Nachfrage aus Schwellenländern und Erzeugerländern von Biokraftstoffen gegenübersteht. Nach unserer Einschätzung besteht die Gefahr für den Anleger darin, die Schwäche der gegenwärtigen Preise als strukturell zu betrachten. Wir führen diese Schwäche jedoch auf ein Angebot zurück, das derzeit zwar ausreichend ist aber voraussichtlich nur von vorübergehender und nicht nachhaltiger Natur sein wird. Solange es den Landwirten weltweit nicht gelingt, ihre Erträge bzw. ihre Produktion wesentlich zu steigern, zweifeln wir stark an der Hypothese eines „Endes des Preissteigerungszyklus von Agrarrohstoffen“.

Der technischen Analyse zufolge scheinen sich die Preise für Rohstoffe (d.h. Energie, Basis- und Edelmetalle sowie Agrarrohstoffe) langfristig gemäss ca. 55 Jahre dauernden Zyklen zu entwickeln (auch als Kondratjew-Zyklen bezeichnet). Innerhalb dieser einzelnen Zyklen sind zwei völlig unterschiedliche Muster zu beobachten: Das erste und wichtigste Muster umfasst eine Aufwärtsphase, die in den vorigen Zyklen durchschnittlich 44 Jahre dauerte:

**Tiefpunkt 1824 – Höhepunkt 1864**

(Szeziionskrieg)

= 40 Jahre

**Tiefpunkt 1878 – Höhepunkt 1920**

(Erster Weltkrieg)

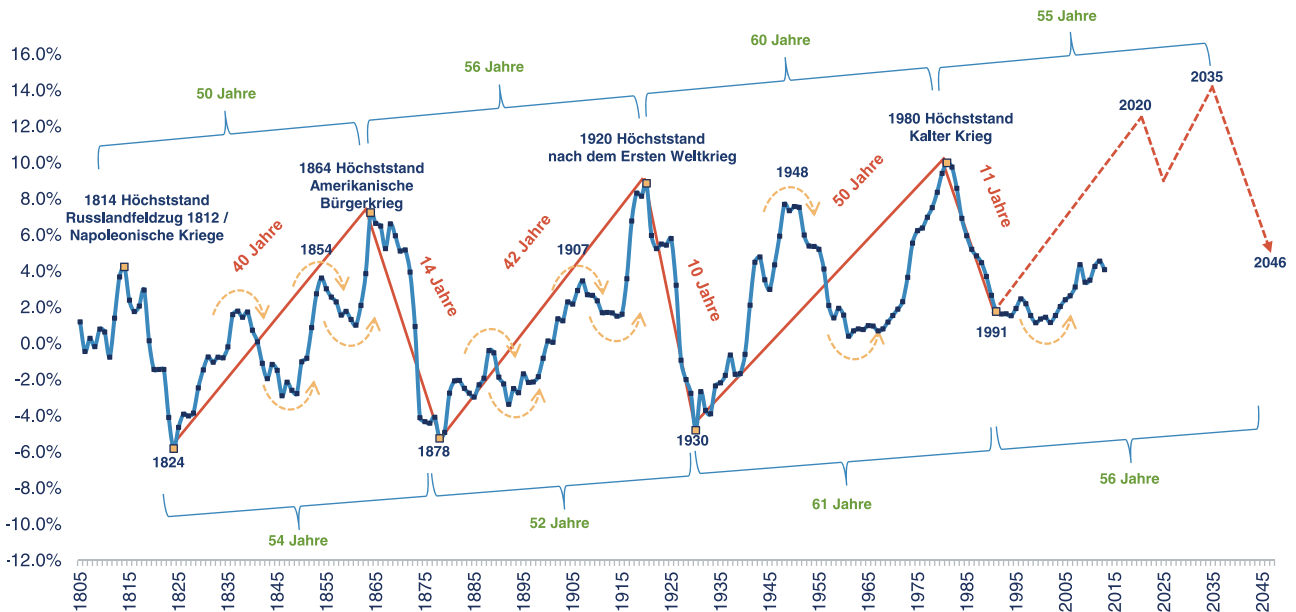
= 42 Jahre

**Tiefpunkt 1930 – Höhepunkt 1980**

(Kalter Krieg)

= 50 Jahre

Auf die Aufwärtsphase folgt eine starke Korrektur innerhalb eines begrenzten Zeitraums (durchschnittlich elf Jahre), in dem generell alle Zugewinne der vorherigen Aufwärtsphase zunichte gemacht werden:



Quelle: Schroders, Warren &amp; Pearson, Bureau of Labor Statistics

Höhepunkt 1814 – Tiefpunkt 1824 = 10 Jahre

Höhepunkt 1864 – Tiefpunkt 1878 = 14 Jahre

Höhepunkt 1920 – Tiefpunkt 1930 = 10 Jahre

Höhepunkt 1980 – Tiefpunkt 1991 = 11 Jahre

Sollte dieses Muster auch heute noch gelten, dürfte die gegenwärtige 1991 begonnene Aufwärtsphase 2035 mit einem Höhepunkt enden (d.h. 1991 + 44 Jahre). 2046 dürfte demnach ein ausgeprägter Tiefpunkt eintreten (1991 + 55 Jahre).

Das zweite und weniger offensichtliche Muster betrifft lediglich die Aufwärtsbewegungen. Tatsächlich tritt nach jeder der vorgenannten Aufwärtsphasen ca. 30 Jahre nach dem Tiefpunkt ein Zwischenhoch ein:

Tiefpunkt 1824 – Höhepunkt 1854 = 30 Jahre

Tiefpunkt 1878 – Höhepunkt 1907 = 29 Jahre

Tiefpunkt 1930 – Höhepunkt 1948 = 18 Jahre

Sollte das Muster weiterlaufen, dürfte in der gegenwärtigen Aufwärtsphase 2020 oder 2021 ein Zwischenhoch eintreten (1991 + 29 oder 30 Jahre).

Die technische und zyklische Analyse der Rohstoffpreise verweist auf eine langfristige Aufwärtsphase. Dies belegt, dass der grosse Hochpreiszyklus noch nicht zu Ende sein dürfte.

Interessant in Bezug auf diese Anlageklasse ist ebenfalls die Analyse der „Anlegerstimung“. Zwischen 2005 und 2008 (d.h. nur 3 Jahre lang) interessierten sich die Anleger ungewöhnlich stark für Agrarprodukte. In der Folge stiegen die Preise in diesem Zeitraum um ca. 60% (Rogers International

Agriculture Index). Danach schlug die Stimmung der Anleger in Bezug auf diese Produkte ins Gegenteil und bis zu deren völligen Desinteresse um. So interessieren sich die Anleger mittlerweile kaum noch für dieses Thema. In den grossen Tageszeitungen ist nicht mehr die Rede von „food riots“ (Hungerrevolten) in bestimmten Schwellenländern. Regierungen und die grossen internationalen Institutionen fordern kaum noch die möglichst baldige Regulierung der Rohstoffmärkte oder ein Verbot der Spekulation mit Nahrungsmitteln.

Selbst karitative Organisationen behandeln das Thema nur noch am Rande. Auch die Investoren, die massiv in diese Produkte investierten und sich in den Jahren vor der Krise ein einschlägiges Fachwissen aufbauten, haben ihre Positionen inzwischen abgestossen und andere, scheinbar aussichtsreichere Vermögenswerte erworben, wie Aktien und Anleihen. Dem „Contrarian“-Ansatz zufolge bildet vorzugsweise ein solchermaßen extremes Marktumfeld, wo es keinerlei Überinvestitionen und Euphorie mehr gibt, den Anfang vom Ende der grossen Hochpreismärkte. Es sei noch angemerkt, dass sich die grossen Anlegergurus keinesfalls von den Agrarrohstoffen abgewendet haben. So zählen der berühmte amerikanische Investor Jim Rogers und der Schweizer Wirtschaftswissenschaftler Marc Faber zu den grössten Optimisten, was die langfristigen Aussichten für diese Anlageklasse angeht. Marc Faber äusserte sich hierzu im Juli 2014 mit folgenden Worten: „Die Agrarpreise für Weizen, Soja und andere Rohstoffe sind gewiss gefallen. Doch langfristig

betrachtet wird sich die Weltbevölkerung gegenüber 1960 mehr als verdoppeln. Inzwischen leben sieben Milliarden Menschen auf dieser Erde, und ein Ende des Wachstums ist nicht abzusehen. Ich bin der Auffassung, dass die Ressourcen äusserst knapp sind und Nahrungsmittel grosse Bedeutung erlangen werden. Ich schätze generell Unternehmen, die in Anbauflächen investieren, und interessiere mich stark für alles, was mit Landwirtschaft zu tun hat.“

Fazit: Die von uns herangezogenen drei Analyseverfahren (d.h. die auf Fundamentaldaten, technische Daten und die Anlegerstimmung beruhende Analyse) zeigen, dass der grosse Hochpreiszyklus der Agrarrohstoffe keineswegs vorüber ist sondern immer noch auf der Tagesordnung steht. Dass die Agrarpreise niedrig und in etwa wieder so hoch sind wie vor der grossen Hochpreisphase von 2005–2008 führt uns zu der Annahme, dass das Abwärtspotenzial nunmehr begrenzt ist. Wie bereits anhand der Analyse der Fundamentaldaten aufgezeigt, ist die grosse Herausforderung, die Welt in den nächsten Jahrzehnten zu ernähren, noch immer nicht gemeistert. Und solange die Landwirte weltweit nicht in der Lage sind, ihre Produktionsvolumen im Einklang mit dem Wachstum der Weltbevölkerung zu erhöhen, bezweifle ich, dass die Hypothese vom „Ende der Hochpreisphase der Agrarrohstoffe“ zutrifft. ■

# Wie können Risiko und Rendite von Private-Equity-Anlagen über die Wirtschafts- und Finanzzyklen hinweg überwacht werden?



Von  
Jean-François Fouquet  
Chief Investment Officer  
Private Equity



Alexandre Poisson  
Verantwortlicher  
Institutionelle Kunden

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA, Genf

**O**bwohl die alternativen Investments von der Krise in Mitleidenschaft gezogen wurden, erfreut sich diese Anlageklasse laut dem Beratungsunternehmen McKinsey immer grösserer Beliebtheit. Von 2005 bis 2011 stiegen die alternativen AUM um 14 % pro Jahr auf 6,5 Trillionen \$. Alternative Anlagen, und darunter Private Equity („PE“), gewinnen für die Asset-Allocation institutioneller Anleger bedeutende Wichtigkeit und werden geradezu „Mainstream“.

PE ist zwar nicht immun gegen Wirtschafts- und Finanzkrisen, die Besonderheiten dieser Anlageart eröffnen institutionellen Kunden jedoch langfristig Investitionsperspektiven, die gut zu ihren Zielen passen. Das Risiko ist weitgehend unter Kontrolle: Die Korrelation mit den Konjunkturzyklen und der Börse ist relativ gering. Die erzielten Renditen sind deutlich höher als der Durchschnitt der restlichen Asset-Klassen, trotz des aktuell wenig rentablen Umfelds.

## Private Equity unterscheidet sich in drei Hauptpunkten von anderen Anlagemöglichkeiten:

1. Es ist ein unternehmerisches Finanzmodell, das auf der Finanzierung von Privatunternehmen und damit der direkten Beteiligung der PE-Fonds an der Realwirtschaft basiert. So weicht es grundlegend von der Problematik der Investitionen in Aktien ab.

2. Die Investitionen werden langfristig getätigt und haben einen direkten Bezug zur operativen Geschäftsführung der Unternehmen. Sie erfolgen durch geschlossene Fonds, die gezielte, äusserst diversifizierte und nicht korrelierte Strategien entwickeln, deren Kapitalverlustrisiko eingegrenzt werden kann.

3. Es ist eine grösstenteils institutionelle Asset-Klasse, an der die Anleger, die absolute Performance bevorzugen, vermehrt Interesse zeigen. PE verwandelt die Anlageklasse der Aktien in einen ganzheitlichen Ansatz: „Public Markets & Private Markets“.

Diese Argumente haben die Privatanleger und vor allem die institutionellen Anleger sowohl in den USA als auch in Europa dazu

gebracht, massiv in diese Asset-Klasse zu investieren. Derzeit werden ungefähr 3'500 Milliarden \$ verwaltet (davon mehr als 224 Milliarden \$ in den zwanzig grössten öffentlichen Pensionsfonds), d.h. mehr als die Gesamtsumme in Hedge Funds (2'157 Milliarden \$). Dies mit einem Nutzen für alle drei an Private Equity beteiligten Parteien: die Anleger, die Unternehmen und die Wirtschaft im Allgemeinen sowie die Anlagefondsmanager.

## I. Die Einzigartigkeit des unternehmerischen Finanzmodells von Private Equity

### a. Der Ursprung von Private Equity

Die Anfänge von PE gehen auf 1919 zurück, als Henry Ford in Amerika trotz gegenteiliger Ratschläge von Börsenexperten sein Unternehmen privatisierte, um Autos (Modell Ford T) in Massenproduktion herstellen zu können. Das war der erste LBO („Leveraged Buyout“: durch Fremdkapital finanzierter Kauf eines Unternehmens) der Geschichte. Die Entwicklung von Private Equity begann aber erst richtig mit der Einführung des Risikokapitals, des „Venture Capital“ (VC), in den 50er-Jahren mit der Gründung der ARD (American Research and Development Corporation) auf Anregen des MIT und der Versicherungsgesellschaften. Die ersten PE-Erfolge gehen auf die 70er- und 90er-Jahre zurück, mit Unternehmen wie Microsoft, Genentech, Apple und später auch Amazon, Google, Yahoo, Facebook, Twitter etc., unterstützt von den grossen amerikanischen VC-Fonds wie Sequoia Capital und Kleiner Perkins. In den 80er-Jahren starteten die LBO-Transaktionen dank der Entwicklung der Junk Bonds richtig durch. Die Investition in Wachstumskapital, d.h. die Beteiligung an einem wachsenden Unternehmen, um seine Entwicklung mitgestalten zu können, entspricht genau diesem Vorgehen der Finanzierung von Start-ups.

Private Equity trägt wesentlich zum Wachstum der Volkswirtschaften in Industrie- und Schwellenländern bei. Die folgenden Zahlen veranschaulichen die gegenwärtige Bedeutung von PE für die europäische Wirtschaft:

- ✓ 0,30 % des europäischen BSP; 0,12 % des BSP der Schweiz;
- ✓ 250 Milliarden Investitionen;

- ✓ Gründung von 5'600 Unternehmen pro Jahr;
- ✓ 8 % Anteil an F&E;
- ✓ 12 % der Arbeitsplätze der Privatwirtschaft.

### b. Private Equity erzeugt operatives Alpha in den Unternehmen

PE-Fonds begleiten ein Unternehmen während seines gesamten Lebenszyklus, von der Finanzierung des Start-ups über das Wachstumskapital und das Übernahmekapital bis zum Turnaround-Kapital. Diese Art der direkten Investition in Unternehmen ohne Vermittler ermöglicht in Kombination mit einem breiten Spektrum an Beteiligungen und Strategien, Konjunkturausschläge und Erschütterungen der Märkte zu überdauern.

Das unternehmerische Finanzmodell von PE ist umso wirkungsvoller, als dass sich seine Umsetzung durch spezialisierte Fonds grundlegend von der Investitionspraxis auf börsennotierten Märkten unterscheidet.

Der Erwerb von Beteiligungen, ihre Verwaltung und ihre Veräusserung gestalten sich nach einer komplett mit den Geschäftsführern/Besitzern des Unternehmens abgesprochenen Vorgehensweise auf der Basis vertiefter Due-Diligence-Prüfungen („Legal Insider Trading“), die den Zugang zu äusserst vertraulichen Informationen ermöglichen. Die Entwicklungsziele werden abgestimmt und die Unternehmensführung klar definiert. Dies ermöglicht eine Annäherung der Interessen von Management und Aktionären der Privatunternehmen, was

einen entscheidenden Erfolgsfaktor für PE-Anlagen darstellt. Die PE-Fondsmanager sind damit direkt mit den operativen und strategischen Realitäten der Unternehmen konfrontiert. So können sie, insbesondere in für die Unternehmensentwicklung ausschlaggebenden Situationen, auf die anzuwendende Strategie Einfluss nehmen.

PE-Fonds sind deshalb direkt an der Aufwertung der Assets, in die sie investieren, beteiligt. Sie streben die Maximierung des „Fair Value“ des Unternehmens an, das sich vom „Fair Market Value“ unterscheidet. Letzteres bezeichnet den punktuellen, den Schwankungen der Märkte ausgesetzten Wert eines Unternehmens.

### In diesem Sinn generiert Private Equity grundsätzlich unmittelbar operatives Alpha im Herzen des Unternehmens. Ohne Umwege.

Eine solche Positionierung ist technisch und rechtlich für Anleger an der Börse unmöglich.

**Tabelle 1 - Korrelation der Schwankungen des BSP-Wachstums mit der PE-Performance (UK)**

	Über 3 Jahre	Über 5 Jahre
BSP	0,36	-0,22
Konsum	-0,02	-0,314
Investitionen	0,37	-0,18

Sie verfügen über keine qualitativ ebenso hochwertigen Informationen und stehen unter dem Einfluss der mehr oder weniger

wirkungsvollen und immer noch reichlich volatilen Vermittlerrolle der Märkte. Die zentrale Bedeutung dieses Aspekts wird von einer Studie der amerikanischen Firma Preqin untermauert. Diese zeigt auf, dass (nicht börsennotierte) PE-Anlagen von öffentlichen Pensionsfonds über eine Dauer von 3, 5 und 10 Jahren eine deutlich bessere Performance erzielen (mittlere Rücklaufquoten der PE-Fonds) als Anlagen in börsennotierte Märkte.

(Seite 79: Abbildung 1)

### c. Die Einzigartigkeit des Anlagemodells Private Equity muss aber im wirtschaftlichen und börslichen Zusammenhang betrachtet werden. Welche Korrelation mit der Konjunktur und welche Over-performance gegenüber den börsennotierten Märkten ist zu erwarten?

#### i. Korrelation mit den Wirtschaftszyklen

Private Equity ist eine langfristige Anlage in Fonds, die während einer gewissen Dauer (ungefähr 12-18 Monate), „Vintage“

genannt, zur Zeichnung offen stehen. Sind diese einmal geschlossen, entwickeln sie die Anlagen weiter und werten diese über eine gewisse Dauer (durchschnittlich 7 bis 10 Jahre) auf. Während dieser Zeit sind sie den Wirtschaftszyklen ausgesetzt.

Eine Studie der *bvca Research* (British Venture Capital Association), die zwischen 1998 und 2010 im Vereinten Königreich durchgeführt wurde, zeigt, dass die Performances von PE-Anlagen mit einem Zeithorizont von 5 Jahren eine negative Korrelation mit den Schwankungen des Wirtschaftswachstums aufweisen. Dies bestätigt, dass sich PE dank des langfristigen, unternehmerischen Finanzmodells vor den Auswirkungen der jeweiligen Konjunktur schützen kann (Tabelle 1).

Entgegen der gängigen Meinung haben PE und insbesondere Buyouts während der Krise



41x32x5cm

2007-2009 Widerstandsfähigkeit bewiesen und im Vergleich mit dem Markt (MSCI-Index) Overperformance erzielt. Dasselbe wurde während der Krise 2000-2003 sowohl in Europa als auch in den Vereinigten Staaten beobachtet (Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Nam Buyouts, Partners). (Seite 79: Abbildung 2)

Die Gesamtheit der europäischen PE-Fonds (1'455 Fonds) hat während mehr als 30 Jahren (1980-2013) nach Abzug von Verwaltungsgebühren und performance-bezogener Gewinnbeteiligungen („Carried Interest“) einen jährlichen Netto-IRR (interner Rendite-satz in % pro Jahr) von **9,24 %** erzielt. Die Buyout- und Mid-Market-Fonds erzielten einen IRR von **11,4 % resp. 17,2 %**.

Dennoch ist die Performance der PE-Fonds über die Vintages gesehen langfristig nicht konstant. In Tabelle 2 sind die IRR seit 1980 über einen Zeithorizont von 3 bis 10 Jahren dargestellt (Quelle: European Venture Capital Association - EVCA). PE-Anleger mit einem

**Tabelle 2 - 1. Quartil Netto-IRR % pro Jahr, gleitender Zeitraum 1980-2013**

	Fonds Europa	2013	Über 3 Jahre	Über 5 Jahre	Über 10 Jahre
Alle PE-Strategien	364	20,8	10,5	11,0	18,4
Buyout Fonds	212	20,4	13,6	13,3	24,0

langfristigen Zeithorizont machen keinen Gewinn damit, je nach Konjunkturstimmung mit den Schwankungen des Marktes mitzugehen („Market Timing“). Sie müssen wiederholt und über längere Zeit in PE investieren, um eine Dividende zu erhalten. Zusammen mit der Diversifizierung ist dies eine der **goldenen Regeln für PE-Anlagen**: immer „long only“ positionieren.

## ii. Benchmarking und Korrelation mit den Finanzmärkten

Das „Benchmarking“ von PE mit den öffentlichen Aktienmärkten ist für den institutionellen Anleger ebenso von Bedeutung. Die von Preqin aufgestellten Statistiken für den Zeitraum 2000-2012 zeigen, dass PE bezüglich Rendite-Risiko-Verhältnis mit der Gesamtheit der Fonds eine bessere Performance erzielte. Besonders deutlich war die Overperformance bei den Fonds des ersten Quartils (Tabelle 3).

Dieselbe Feststellung ist auch in einer älteren Studie von Morgan Stanley Real Estate Investing zu finden. Daraus geht hervor, dass PE nach den Obligationen die höchste Rendite pro Risikoeinheit (Rendite / Standardabweichung über 10 Jahre) unter den verschiedenen Asset-Klassen hat. Die Quoten lagen bei 1,0 resp. 1,3, verglichen mit 0,5 für Hedge Funds. Private Immobilienanlagen liegen hingegen bei 1,3.

Trotzdem diskutieren Anlageprofis weiter über den Performancevergleich zwischen Private Equity und öffentlichen Märkten. Aus diesem Grund hat die EVCA 2012 einen neuen Index geschaffen, der die gewichtete Performance von PE misst, basierend auf den vierteljährlichen Schwankungen der Netto-Assets der Fonds und korrigiert um die Verteilung des Cashflows an die Anleger. Der Index soll die Besonderheiten von PE-Anlagen gemäss den Solvency-II-Richtlinien mit der Bewertung von Performances von notierten Aktien über vergleichbare Zeiträume in Einklang bringen. Auf dieser neuen Grundlage zeigt PE langfristig über 25 Jahre (1986-2011) eine gewichtete Performance von **13,5 % pro Jahr** für die Gesamtheit der europäischen Fonds. Diese ist zweifelsohne höher als die der Märkte (MSCI World und Index CS HY), aber ihre Korrelation mit der Börse (59,4 %) ist ausgeprägter. (Seite 79: Abbildung 3)

## 2. Die Umsetzung von Private-Equity-Anlagen

### a. Geschlossene Private-Equity-Fonds

Der Zugang zu Private Equity erfolgt vor allem über Investitionen in spezialisierte Fonds. Die Struktur und die Strategien dieser geschlossenen, nicht börsennotierten Fonds fassen direkt auf den unternehmerischen Problemstellungen der Privatunternehmen:

- ✓ Risikokapital („Venture Capital“)
- ✓ Wachstumskapital („Growth Capital“)
- ✓ Übernahmekapital („LBO: Leveraged Buyout“)
- ✓ Turnaround-Kapital
- ✓ Private Immobilien
- ✓ Sachwerte (Agrarindustrien)
- ✓ Infrastruktur
- ✓ Private Schulden

Jede Beteiligung an einem Unternehmen durch einen PE-Fonds basiert auf spezifischen Wertschöpfungszielen, die aufgrund der operativen und strategischen Gegebenheiten des Unternehmens festgelegt wurden und den Fondsmanagern bestens bekannt sind, so dass letztere während der gesamten Dauer der Beteiligung darauf Einfluss nehmen können.

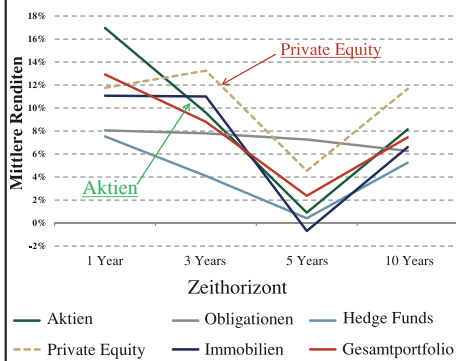
Ein institutioneller Investor, der ein auf sein Risikoprofil und seine Renditeziele ab-

**Tabelle 3**

2000-2012	Private Equity	Börsennotierte Märkte (S&P 500)
Volatilität	9,0%	18,0%
Performance (Gesamtheit der Fonds)	+ 7,3% pro Jahr	+ 1,6% pro Jahr
Performance 1. Quartil	+ 16,5%	/
Rendite-Risiko-Verhältnis	0,8	0,2 (Aktien) 0,5 (Hedge Funds)

# GRAFIKEN

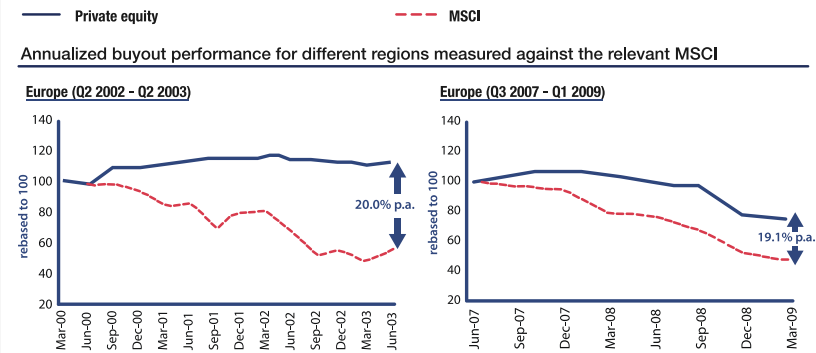
**Abbildung 1: Mittlere Rendite von Private Equity durch öffentliche Pensionsfonds**



Quelle: Preqin Real Estate Online

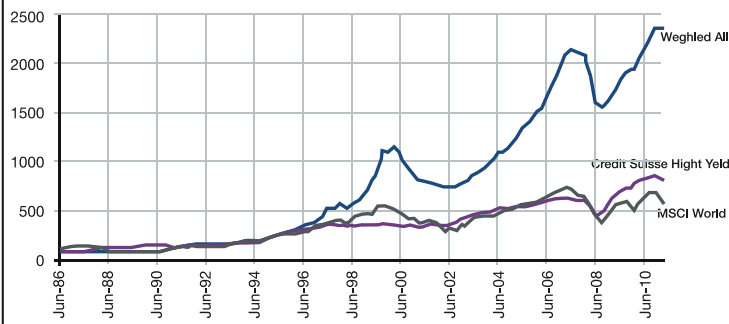
**Abbildung 2: Relative Performance der Buyouts während einer Baisse (2000-2003/2007-2009)**

Outperformance of buyout investments increased during the past two downturns



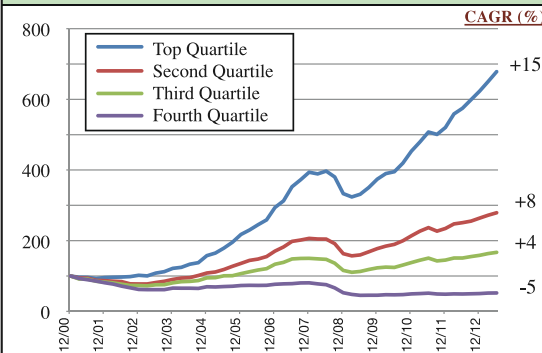
Quelle: Partners Group

**Abbildung 3: Vergleich zwischen den Indizes Private Equity EVCA und MSCI World (1986-2011)**



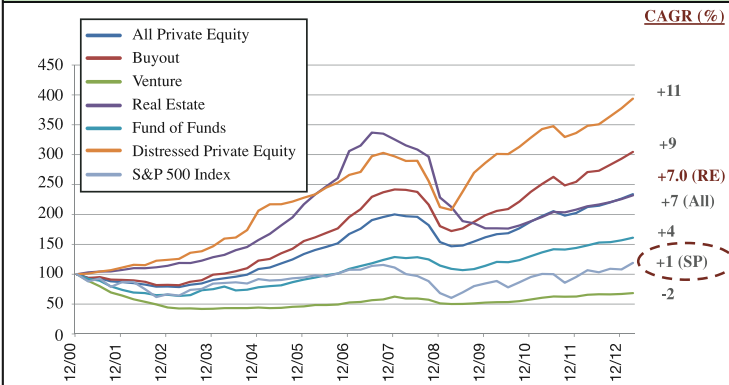
Quelle: EVCA

**Abbildung 4.1: Index der PE-Fonds-Quartile**



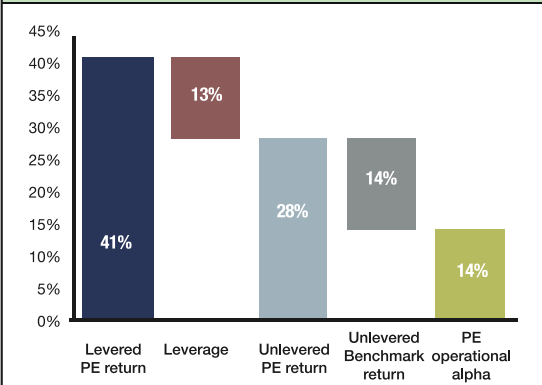
Quelle: Preqin Real Estate Online

**Abbildung 4.2: PE-Index – alle Strategien und Fonds**



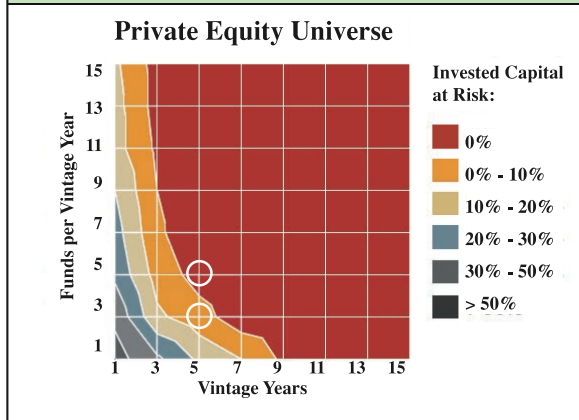
Quelle: Preqin Real Estate Online

**Abbildung 5: Erzeugung von Alpha mit Private Equity**



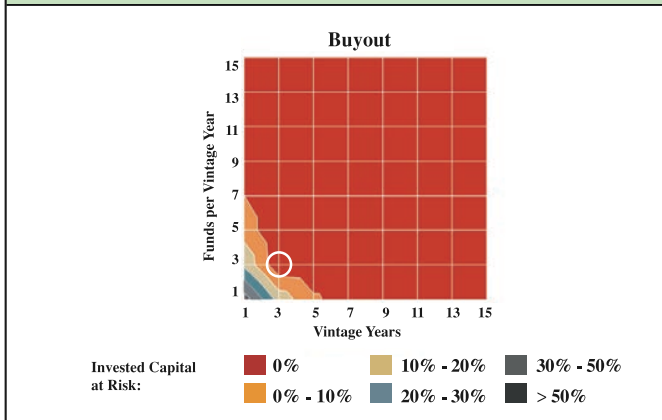
Quelle: Capital Dynamics

**Abbildung 6.1: iCar – investiertes Risikokapital, Diversifizierung nach Vintage und Fondsanzahl**



Quelle: Capital Dynamics

**Abbildung 6.2: iCar – in Buyout-Fonds (LBO) investiertes Risikokapital**



Quelle: Capital Dynamics



gestimmtes PE-Portfolio zusammenstellt, sollte diese verschiedenen Strategien berücksichtigen und ganzheitlich denken, um das Rendite-Risiko-Verhältnis zu optimieren. Zu diesem Zweck seien nachfolgend die vier **goldenen Regeln** wiederholt, die bei der **Zuteilung** von Private Equity besonders wichtig sind, sowie die Anlagedisziplin, die ein optimales Risikomanagement ermöglicht.

## **b. Erstellung einer Private-Equity-Zuteilung**

**i. Auswahl der Manager:** Die Fondslandschaft (europaweit mehr als 1'400 Fonds) weist eine grosse Streuung der Performance unter den verschiedenen Fondsmanagern auf. Diese Abweichung zwischen den mittleren Fonds und den Fonds des ersten bzw. letzten Quartils wird auf durchschnittlich mehr als 900 resp. 773 Basispunkte geschätzt. Die Auswahl der Fonds für das Portfolio bedarf deshalb einer vertieften Due-Diligence-Prüfung der Anlagestrategien, der Funktionsweise der Fonds und der erzielten Performances. (Seite 79: Abbildungen 4.1 und 4.2)

**ii. Diversifizierung der PE-Strategien und der Länder** (USA, Europa, Westen / Osten, Schwellenländer und Frontier Markets). Die Volatilitäten der Fonds sind innerhalb der Performance-Quartile relativ eng beieinander und betragen ca. 10 %. Die Strategien weisen ausserdem eine schwache Korrelation auf (0,43). (Seite 79: Abbildungen 4.1 und 4.2).

**iii. Langfristig wiederholte Investition in die Fonds** („Re-up“), über mehrere Vintages, unabhängig von der Konjunkturlage.

**iv. Analyse der Wertschöpfungsmethode** in den Unternehmen. Die direkte Einflussnahme der Fondsmanager („Hands-on“) in den Unternehmen ist entscheidend für die Sonderstellung der PE-Anlagen. Gemäss einer Studie von *Capital Dynamics* und der *Technischen Universität München* vom Juni 2014 über den Zeitraum 2005-2008 sind 40 % der Wertschöpfung von PE-Anlagen dem EBITDA-Wachstum von 42 % der PE-finanzierten Unternehmen zuzuordnen, während dieser Wert bei börsennotierten Unternehmen nur um 12 % stieg. Genau dieser Faktor ist während des genannten Zeitraums für das operative Alpha von PE in Höhe von 14 % auf den börsennotierten

Aktienmärkten verantwortlich (Seite 79: Abbildung 5).

## **c. Evaluation der Risiken eines PE-Portfolios**

Die Bewertung des Risikos ist ebenfalls ein entscheidender Faktor von PE-Anlagen. Wenn die Anlagedisziplin angewandt wird, kann der institutionelle Anleger die Risiken seiner PE-Anlage verwalten und unter gewissen Bedingungen langfristig ein risikofreies Portfolio („Riskless Portfolio“) aufbauen.

Die statistischen Erhebungen von *Capital Dynamic* und *PEI (Private Equity International)* über sämtliche Fonds zeigen, dass ein nach Fondsanzahl, Vintages (5 bis 7 Fonds pro Jahr über 3 bis 5 Jahre) und Strategien diversifiziertes Portfolio ermöglicht, das

Kapitalrisiko auf einen iCar zwischen **0 %** und **10 %** zu begrenzen („iCar: invested capital at risk“, ähnlich dem „VaR: Value at Risk“) und ein Konfidenzniveau von 99 % zu erzielen. Wenn man nur die Buyout-Strategien betrachtet, liegt der iCar für 3 Fonds pro Jahr über 3 Jahre bei 0 %. (Seite 79: Abbildungen 6.1 und 6.2, orange und rote Bereiche)

Das Aufwertungspotenzial eines Portfolios ist von dieser Diversifizierung nicht wesentlich betroffen. Der „Cash Multiple“ bleibt ungefähr Faktor 2 des investierten Kapitals. Eine Auswahl von Fonds aus dem ersten Quartil, die potentiell bessere Performance erzielen, ermöglicht es, den iCar bei einer deutlich reduzierten Diversifizierung bei 0 % und das Konfidenzniveau bei 99 % zu halten.



102x75x7cm

### 3. Eine äusserst institutionelle Anlageklasse, die die Investitionspraxis in Aktien verändert

Alternative Anlagen werden „Mainstream“. Diese Entwicklung wird besonders in Amerika deutlich, wo diese Asset-Klasse laut McKinsey ungefähr 28 % eines Portfolios ausmachen dürfte. In Europa liegt dieser Anteil bei 15 % bis 20 %. Private Equity, Hedge-Funds und Immobilien-Fonds profitieren davon am meisten. Der PE-Anteil eines Portfolios lag 2013 durchschnittlich bei ca. 7,3 % in den USA und bei 5,1 % in Europa. Dies bestätigt auch eine kürzlich von Preqin bei Pensionsfonds durchgeführte Erhebung. Aktienanlagen erfolgen künftig innerhalb einer einzigen Aktien-Asset-Klasse: börsennotiert / nicht börsennotiert (PE). Die institutionellen Anleger werden auf der Grundlage eines ganzheitlichen Ansatzes investieren: „Public Markets & Private Markets“. Diese Entwicklung verwirklicht das Ziel gewisser institutioneller Anleger, die mit spezifischen Anlagelösungen die absolute Performance ohne Benchmark anstreben.

Diese Veränderung des Anlagemusters begünstigt die Entwicklung neuer Standards im Asset-Management, das „Cross-Portfolio Investment“, die von spezialisierten Banken mit einer neuartigen Herangehensweise an die Wertschöpfung umgesetzt werden: z.B. für nicht börsennotierte Anlagen durch spezielle PEA-Mandate (Private Equity Advisory), für die börsennotierten Anlagen die „Core Long-Term Strategy“ für die langfristige Perspektive und für das aktive Portfolio-Management eine diversifizierte dynamische Zuteilung.

Trotz einer konkreten Zunahme der PE-Anlagen durch Schweizer Pensionsfonds (+17,1 % in den letzten Jahren) stellen sie im Durchschnitt nur 1,15 % der Asset-Zuteilung dar. Das Ziel ist, diesen Wert mittelfristig auf ca. 3,1 % zu heben. Die grossen Pensionsfonds in den USA weisen einen PE-Anteil von 10 %, Universitätsstiftungen wie Harvard und Yale von mehr als 15 % auf. Bei Family Offices liegt der Anteil zwischen 10 % und 15 %.

Die in diesem Artikel dargestellten Merkmale von PE sollten die Schweizer Pensionsfonds bestärken. Ihre Motivationsgründe für PE-

Anlagen sind, gemäss einer kürzlich durchgeführten Studie, in erster Linie die Dekorrelation mit anderen Asset-Klassen, die gute Rendite und die geringe Volatilität. Die mit PE angestrebte Rendite liegt zwischen 8 % und 12 % pro Jahr. Ausserdem kann ein Pensionsfonds mit einem langen Anlagehorizont die geringe Liquidität einer PE-Anlage abfangen, die durch Transaktionen auf dem Sekundärmarkt gemindert werden kann und durch die von PE generierte Rendite entlohnt wird.

Wenn PE durchschnittlich pro Jahr eine Prämie erzielt, die netto 400 Basispunkten an den öffentlichen Märkten entspricht, ist der Einfluss auf ein langfristiges Portfolio (20 Jahre) sehr gross, d.h. der Ertrag ist doppelt so hoch wie derjenige von Anlagen im S&P 500, wie folgende Rechnung zeigt:

- ✓ Rendite S&P 500: 9,5 % pro Jahr (1994-2014)
- ✓ Kapitalwert S&P 500 bei Fälligkeit: x 6,1
- ✓ Durchschnittliche Prämie von PE, die 400 Basispunkten an den öffentlichen Märkten entspricht, d.h. eine Rendite von 13,5 % pro Jahr
- ✓ Kapitalwert bei Fälligkeit: x 12,5

Wie eine Studie von McKinsey erneut aufzeigte, belasten die extrem tiefen Zinssätze im Zeitraum 2007-2012 die Verteilung der Zinserträge an die Versicherungen, Pensionsfonds und Haushalte und begünstigen die Kreditoren, d.h. Staaten, Unternehmen und Banken. Der entgangene Gewinn für die institutionellen Anleger, die diese Rendite benötigen, wird in den USA für den entsprechenden Zeitraum auf 1'110 Milliarden \$ und in Europa auf 960 Milliarden \$ geschätzt.

Die aufgrund der tiefen Zinssätze verlorene Rendite kann durch Investitionen in Assets, die ein überdurchschnittliches Rendite-Risiko-Verhältnis aufweisen – z.B. Private Equity – kompensiert werden. Das müssen sich die grossen, insbesondere institutionellen Anleger wohl auch gedacht haben, die im Jahr 2013 europaweit 55 Milliarden Kapital in die 111 PE-Fonds investiert haben. ■

*Dank der vorübergehenden Analyse können wir versichern, dass Private Equity den institutionellen Anlegern durch spezialisierte Fonds Zugang zu leistungsstarken Anlagestrategien bietet, die ihnen sonst nicht zugänglich wären. Sie haben so die Möglichkeit, ihre Portfolios zu diversifizieren und gleichzeitig die Auswirkungen der Konjunktur und Märkte zu mässigen. Private Equity hat unter Beweis gestellt, dass es auch während Wirtschaft- und Finanzkrisen in der Lage ist, Performance und eine gewisse Renditen zu erzielen. So haben die Pensionsfonds die Möglichkeit, ihre langfristigen Verpflichtungen zu erfüllen.*

Quelle: Banque Pâris Bertrand Sturdza SA, Genf (23.09.2014)

# Welche Anlagen sind bei steigenden Zinsen zu wählen?



Von

Eric Bourguignon

Chief Operating Officer Swiss Life AM (Frankreich)  
Chief Investment Bewerten und Credit Europe Swiss Life  
Asset Managers

**Swiss Life Asset Managers AG**

**D**ie Zinssätze verzeichneten in den letzten Monaten in den meisten OECD-Ländern Rekordtiefs. In einigen Märkten sind sie zeitweise gar ins Negative gerutscht, etwas, was es vorher noch nie gab. Das Ausmass dieses Phänomens ist riesig.

Angesichts des erreichten Niveaus werden die Zinssätze wohl kaum mehr gross zurückgehen. Sie könnten hingegen eher kurzfristig stark ansteigen, weil die für ihre Entspannung verantwortlichen Faktoren allmählich an Wirkung verlieren.

Diese Entwicklung stellt natürlich für die Anleger, die die Lage falsch eingeschätzt haben, ein Risiko dar, bietet denjenigen aber eine Chance, die daraus einen Nutzen ziehen können.

## Integrierung von Zyklusveränderungen

Der Beginn eines Zinsanstiegszyklus wird oft von Turbulenzen an den Finanzmärkten begleitet. Ein Anstieg hat direkte Verluste für

die Inhaber von festverzinslichen Anleihen zur Folge. Er verringert den Barwert der künftigen Gewinne der Unternehmen und drückt so den Aktienkurs. Steigende Zinsen schaden dem Immobilienmarkt, der bekanntlich äusserst empfindlich auf Kreditkosten reagiert.

In Volkswirtschaften wie der unseren, wo die Verschuldung eine zentrale Rolle spielt, bremsen steigende Zinsen ausserdem die Geschäftstätigkeit, was sich dann auf die Einnahmen und das Vertrauen auswirkt und indirekt die Verunsicherung an den Märkten verstärkt.

Ein möglicher Wiederanstieg der Zinsen hätte diesmal leider noch schmerzhaftere Auswirkungen als frühere Anstiege, weil die Renditen wahrscheinlich stärker variieren würden, aber auch weil eine 30-jährige Tiefzinsphase das allgemeine Verhalten grundlegend verändert hat. Die Akteure an den Zinsmärkten, von denen die meisten nur tiefe Zinsen kennen, laufen Gefahr, die Risiken eines Zinsanstiegs zu unterschätzen.

Auf der Suche nach Renditen in einem Tiefzinsumfeld konzentrieren sie sich auf immer langfristige Vermögenswerte, die folglich auch sensibler auf Zinsbewegungen reagieren.

An den Zinsmärkten häufen sich jedoch die Risiken einer Trendwende. Mit dem geplanten Ende des Wertpapierkaufprogramms der US-Notenbank geht dort nämlich eine der wichtigsten Stützen verloren.

Gleichzeitig hält der in der westlichen Welt fortschreitende Aufschwung die deflationären Kräfte auf Distanz, welche Druck auf die tiefen Zinsen ausüben. Die zunehmende Verschuldung schwächt die Emittenten, insbesondere die am meisten verschuldeten, die Staaten, welche völlig ausgepumpt aus der siebenjährigen Krise hervorgegangen sind.

## Reduzierung der Sensitivität

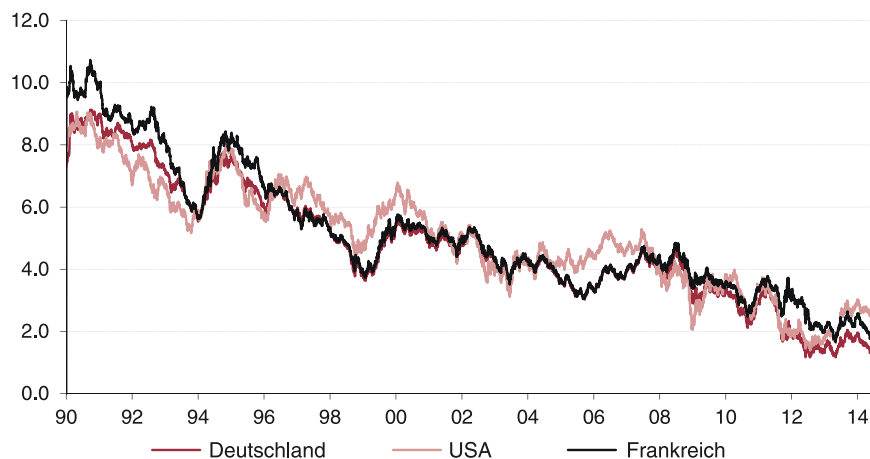
Anleger, die mit dem Risiko steigender Zinsen konfrontiert sind, können zunächst versuchen, die durchschnittliche Laufzeit ihres Anleihenportfolios zu reduzieren, denn je länger die Laufzeit der Titel im Portfolio, desto höher das mit einem Zinsanstieg verbundene Risiko eines Kapitalverlusts.

Zur Verringerung der *Zinssatzsensitivität* eines Portfolios aus verzinslichen Anlagen gibt es mehrere Möglichkeiten. Die erste besteht darin, die Titel längerer Laufzeit durch Titel kurzer Laufzeit, welche Zinsbewegungen von Natur aus weniger ausgesetzt sind, zu ersetzen. Die zweite besteht darin, die festverzinslichen Anlagen des Portfolios durch *variabel verzinsliche Titel* zu ersetzen.

Im Gegensatz zu festverzinslichen Anleihen reagieren nämlich variabel verzinsliche Anleihen weniger sensibel auf Zinssatzveränderungen. Ihr Wert steigt nur wenig, wenn die Zinsen nachgeben, und bleibt weitgehend unverändert, wenn sie steigen. Sie bieten so einen guten Schutz vor Zinsrisiken und sind damit bei einem sich abzeichnenden Zinsanstieg vorzuziehen.

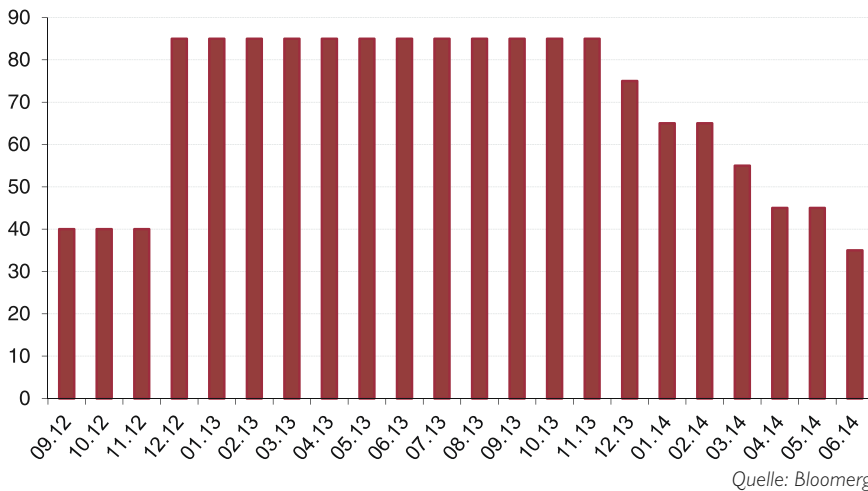
Diese Methoden neutralisieren trotz ihren Vorteilen die Auswirkungen steigender Zinsen nicht vollständig. Der Anleger muss dafür zu radikaleren Mitteln greifen. Er kann alle seine Titel, bei

Abbildung1: Entwicklung der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (%)



Quelle: Bloomberg

Abbildung 2: Monatliche Wertpapierkäufe der Fed (USD Mrd.)

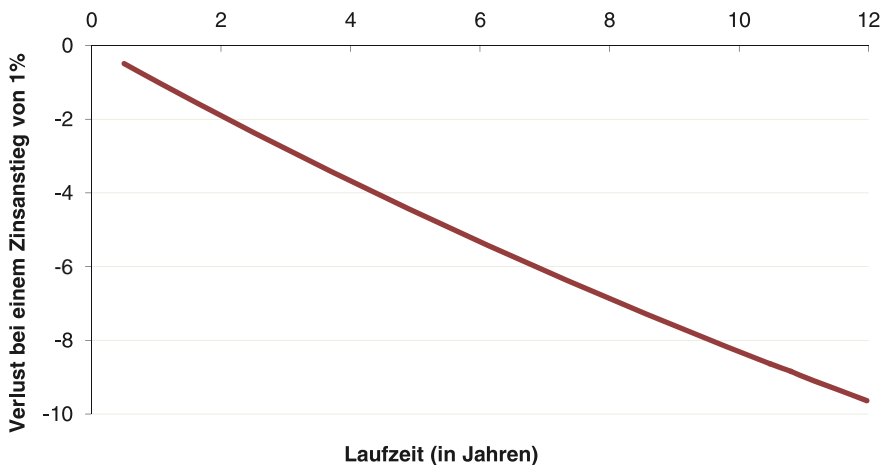


denen ein Zinsrisiko besteht, veräussern und den daraus entstandenen Erlös in Geldmarktinstrumente (Geldmarktfonds, Bankdepots...) investieren. Er kann sein Portfolio auch absichern, indem er derivative Finanzinstrumente wie *Zinsfutures* oder *Swaps* einsetzt – Techniken, die grundsätzlich einer erfahrenen Kundschaft vorbehalten sind.

richtung der Anlagen auf geeignetere Instrumente, die den Anleger nicht nur vor einem Zinsanstieg schützen, sondern ihm auch ermöglichen, Erträge zu erzielen, wenn der Anstieg eintritt.

Wenn für den Anleger die Inflation die grösste Bedrohung darstellt, hat er drei Strategien zur Auswahl. Er kann zunächst

Abbildung 3: Auswirkung eines Anstiegs der Zinssätze um 1% auf den Kurs einer Anleihe in Abhängigkeit ihrer Laufzeit



## Schutz vor Inflationsrisiken

Die Strategien zur Sensitivitätsreduzierung sind zwar effizient, weisen aber einen grossen Nachteil auf: Sie frieren das Vermögen des Anlegers auf eine Art ein, denn sie verringern mögliche Verluste, beschränken aber seine Ertragsmöglichkeiten.

Eine Alternative zu diesem Ansatz ist eine Feinanalyse der Faktoren, die den befürchteten Zinsanstieg hervorrufen könnten, und eine anschliessende Aus-

*inflationindexierte Anleihen* einsetzen (oder Fonds, die selbst in Instrumente dieser Art investieren). Diese Anleihen werden oft von Staaten ausgegeben und haben den Vorteil, dass sie die Kaufkraft des Anlegers aufrechterhalten, da die Zinsen, die sie abwerfen, sowie ihr Rückzahlungspreis an die Entwicklung der Konsumentenpreise gebunden sind. Einen grösseren Nachteil gibt es jedoch: Sie reagieren wie festverzinsliche Anleihen empfindlich auf Zinssatzveränderungen, was ihre Attraktivität in Zeiten steigender Zinsen verringert.

Um dieses Problem zu umgehen, haben Finanzspezialisten in den letzten Jahren eine neue Generation von Zinsprodukten, so genannte *Breakeven-Produkte*, lanciert, welche dem Anleger als Schutz vor Inflationsrisiken dienen. Im Gegensatz zu indexierten Titeln reagieren sie nämlich nicht auf Zinsbewegungen. Ihr Hauptmerkmal ist, dass sie ausschliesslich *Inflationserwartungen* ausgesetzt sind.

Ihre Performance erhöht sich, wenn sich die Inflationserwartungen verstärken, was grundsätzlich der Fall ist, wenn sich die festgestellte Inflation beschleunigt. Sie verschlechtert sich hingegen in Perioden, in denen die Inflation abflaut, und kann sogar ins Negative fallen, wenn die Preise zurückgehen.

Natürlich ist der Anleihenmarkt nicht die einzige Möglichkeit, wie sich Anleger gegen Inflationsrisiken absichern können. Sie können auch in Sachgüter investieren, deren Wert grundsätzlich zunimmt, wenn es zu inflationären Spannungen kommt. Unter diesen Gütern sind oft Immobilien und Gold die bevorzugten Anlageinstrumente. Aber auch sie liefern keine Lösung für alle Probleme, denn ihre Liquidität und ihre Nettorendite können, wie es derzeit in vielen Ländern der Fall ist, gering sein (die Rendite von Gold ist sogar null).

## Berücksichtigung des Ausfallrisikos

Die Beschleunigung der Inflation ist weder der einzige noch zwingend der wichtigste Grund für einen Zinsanstieg. Sehr oft resultiert der Druck auf den Zinssätzen aus einer Verschlechterung der finanziellen Stärke der Emittenten. Eine solche Verschlechterung führt nämlich dazu, dass die Darlehensgeber in Sachen Verzinsung höhere Ansprüche stellen oder, anders gesagt, für die Gewährung eines Darlehens eine höhere Risikoprämie (*Spread*) verlangen.

Das Risiko steigender Zinsen durch eine Ausweitung der Kreditspreads wird unserer Meinung nach heute von den Märkten nicht ausreichend berücksichtigt, denn das Niveau der aktuellen Spreads scheint uns nicht kompatibel zu sein mit der rasend schnellen weltweiten Verschuldung, die wir seit Beginn der Finanzkrise beobachten, einer Krise, die ihrerseits durch die zu hohe

Abbildung 4: Entwicklung der Erwartungen für die jährliche Inflation auf zehn Jahre



Quelle: Bloomberg

Verschuldung öffentlicher und privater Wirtschaftsakteure herbeigeführt wurde...

Vor diesem Hintergrund besteht die Aufgabe des Anlegers also nicht nur darin, sich gegen das Risiko von Preisbewegungen abzusichern, sondern auch sein Exposure gegenüber (öffentlichen oder privaten) Emittenten zu reduzieren, deren Schulden im Vergleich zu ihrem Risiko schlecht verzinst sind. Der Anleger kann zu diesem Zweck entweder seine risikoreichsten Positionen veräussern und sich auf qualitativ bessere Darlehensnehmer fokussieren oder aber derivative Finanzinstrumente einsetzen, die ihn wie CDS (Credit Default Swaps) gegen Bezahlung einer Prämie vor dem Risiko eines Ausfalls des Darlehensnehmers schützen.

**Anpassung der Verwaltungsart**

Der Weg, wie der Anleger dem zunehmenden Risiko steigender Zinsen entgegentreten kann, führt nicht ausschliesslich über mehr oder weniger komplexe Finanzinstrumente. Er kann auch seine Verwaltungsart den verschiedenen Marktbedingungen, mit denen er konfrontiert wird, anpassen, um so auf seinem Portfolio eine regelmässige Rendite zu erzielen.

Viele Portfoliomanager empfehlen deshalb, die Diversifikation des Portfolios zu verstärken und sich sogar direkt auf diversifizierte Fonds mit einer äusserst flexiblen Vermögensallokation auszurichten, deren Zins- und Kreditduration sich in Abhängigkeit der Umstände entwickelt und die die sich bietenden Möglichkeiten ausnützen und vor allem mit den starken Volatilitäten umgehen können, die sich in den Märkten bestimmt zeigen werden.

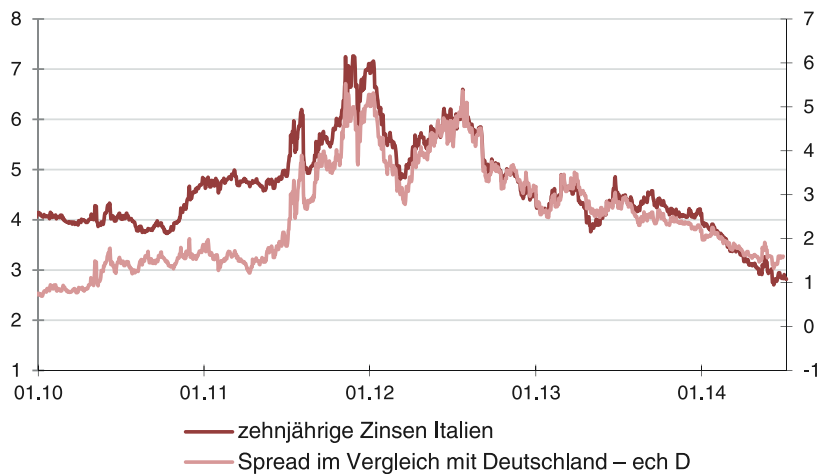
In Perioden, in denen sich die Zinsen unter Druck befinden, eignet sich der *Absolute-Return-Ansatz* natürlich am besten, weil er in allen Marktlagen positive Renditen liefern kann. Der Ansatz bietet zwei wichtige Vorteile: Es gibt keine Benchmark, die den Handlungsspielraum des Portfoliomanagers

einschränkt, und es können *Short-Positionen* an den Zinsmärkten eingegangen werden, das heisst Wetten, die im Fall von steigenden Zinsen Erträge abwerfen.

**Schlussfolgerung:** Die Zinsen könnten, nachdem sie lange durch die Zentralbanken gedrückt wurden, allmählich wieder ansteigen, sobald die mächtigste und einflussreichste der Zentralbanken, die Fed, beschliesst, ihre Geldpolitik zu ändern.

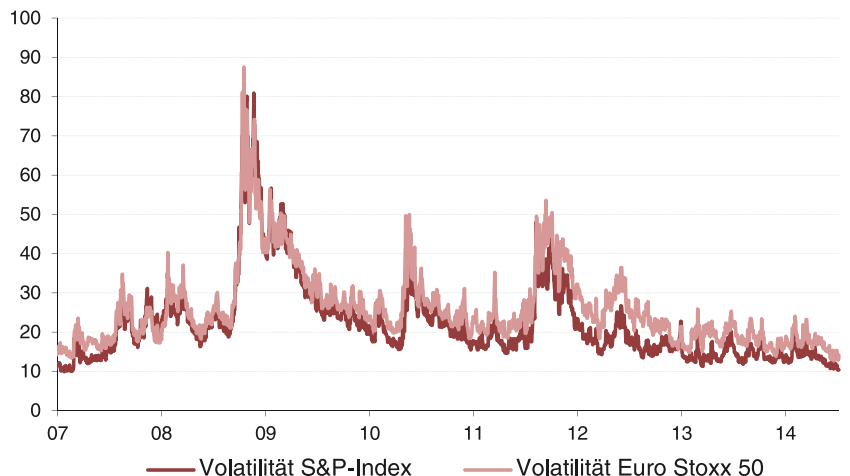
Diese Trendwende würde nach einer solch langen Periode mit tiefen Renditen zwingend schmerzen. Die Anleger sind jedoch dem Risiko steigender Zinsen nicht schutzlos ausgeliefert. Es gibt zahlreiche Instrumente und Techniken, wie sie sich davor schützen und sogar massgeblich Gewinn daraus schlagen können. Sie müssen dabei ihr Vermögen geschickt umverteilen oder diese Aufgabe Experten übertragen, die sich mit solchen Techniken bestens auskennen. ■

Abbildung 5: Zusammenhang zwischen Zinssatz und Ausfallrisiko, gemessen am Spread: Beispiel Italien



Quelle: Bloomberg

Abbildung 6: Volatilität auf dem Tiefpunkt



Quelle: Bloomberg

**FERRARI**  
**ART GALLERY**  
**VEVEY**

PEINTURE  
SCULPTURE  
PHOTOGRAPHIE



Quai Perdonnet 22 - VEVEY - [www.ferrariartgallery.ch](http://www.ferrariartgallery.ch)

# CONINCO MASTER CLASS **Portraits de sociétés** **Gesellschaftsporträts**

Page / Seite

87

 **Aberdeen**

88

 **BCV**

89

 **CARMIGNAC**

90

**CONINCO**   
*Explorers in finance*

91

  
**FUNDANA**  
Fundamentally different

92

 **NATIXIS**  
GLOBAL ASSET MANAGEMENT

93

  
**NOTENSTEIN**  
BANQUE PRIVÉE

94

 **Schroders**

95

 **BANQUE**  
**PÂRIS BERTRAND STURDZA**

96

  
**SwissLife**  
Asset Managers

# Aberdeen

Aberdeen Asset Management est une société de gestion d'actifs internationale cotée au FTSE 100. Nous sommes présents dans 25 pays, via 33 bureaux, 600 professionnels de l'investissement et un total de 2,500 collaborateurs. Au 30/06/14, nous gérons CHF 489 milliards.

La gestion d'actifs est notre métier, nous sommes ainsi à même de concentrer l'intégralité de nos ressources sur notre cœur de métier sans les disperser dans d'autres activités liées aux services financiers. Nous pensons qu'il s'agit de la clé de notre performance. Nous gérons uniquement les actifs de tiers et non les nôtres, ce qui permet de limiter les conflits d'intérêt.

Nous n'apprécions pas l'opacité et la complexité inutiles, et par conséquent nous nous efforçons d'adopter des processus d'investissement simples et transparents. Nous cherchons à identifier des investissements qui affichent

également ces caractéristiques. Enfin, nous nous attachons à investir dans une optique de long terme.

Notre activité consiste essentiellement à gérer activement des actifs financiers, en nous appuyant sur une recherche de première main pour orienter nos décisions d'investissement.

La gestion active couvre les actions, les obligations et l'immobilier, qui partagent les ressources et une approche d'investissement commune.

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

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

Pour en savoir plus, veuillez consulter le site Internet [aberdeen-asset.ch](http://aberdeen-asset.ch)

## Aberdeen Asset Managers Switzerland SA

Frederic Niamkey  
Senior Business Development Manager  
Aberdeen Asset Managers Switzerland SA  
Cours de Rive 4  
CH - 1204 Genève  
Tél. +41 22 318 38 00  
[frederic.niamkey@aberdeen-asset.com](mailto:frederic.niamkey@aberdeen-asset.com)  
[www.aberdeen-asset.ch](http://www.aberdeen-asset.ch)

## GESELLSCHAFTSPORTRÄT

# Aberdeen

Aberdeen Asset Management ist ein global aufgestellter Assetmanager und ein im FTSE 100-Index geführtes Unternehmen. Wir sind in 25 Ländern mit 33 Büros, über 600 Investmentspezialisten und insgesamt 2.500 Mitarbeitern vertreten. Der von uns zum 30. Juni 2014 verwaltete Anlagenbestand beläuft sich auf CHF 489 Milliarden.

Als reiner Assetmanager sind wir nicht durch andere Finanzdienstleistungen abgelenkt und können somit alle unsere Ressourcen und Kompetenzen auf unser Kerngeschäft konzentrieren. Wir halten dies für eine unabdingbare Voraussetzung zur Erzielung einer überlegenen Performance. Wir investieren nicht auf eigene Rechnung, sondern ausschliesslich im Kundenauftrag, so dass Interessenkonflikte gar nicht erst entstehen können.

Intransparenz und Komplexität lehnen wir ab. Aus diesem Grund haben wir unsere Investmentprozesse einfach und klar ausgelegt. Getreu diesem Grund-

satz suchen wir konsequent nach Investments, die diese Kriterien ebenfalls erfüllen. Und last but not least legen wir einen starken Schwerpunkt auf langfristige Investments.

Unser Kerngeschäft ist das aktive Management von Finanzanlagen auf der Basis eines intensiven Researchs aus erster Hand als Leitlinie für unsere Anlageentscheidungen.

Dabei investieren wir aktiv in Aktien, Obligationen und Immobilien bei gemeinsamer Nutzung aller unserer Ressourcen anhand eines homogenen Investmentprozesses.

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

auch quantitative Aktienstrategien und alternative Anlagen ab.

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

Weitere Informationen finden Sie auf [aberdeen-asset.ch](http://aberdeen-asset.ch)

## Aberdeen Asset Managers Switzerland SA

Frederic Niamkey  
Senior Business Development Manager  
Aberdeen Asset Managers Switzerland SA  
Cours de Rive 4  
CH - 1204 Genf  
Tél. +41 22 318 38 00  
[frederic.niamkey@aberdeen-asset.com](mailto:frederic.niamkey@aberdeen-asset.com)  
[www.aberdeen-asset.ch](http://www.aberdeen-asset.ch)





### **BCV Asset Management : un concentré de compétences**

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

### **BCV Asset Management : une vision cohérente**

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

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

#### **BCV Asset Management**

Urs Ziegler  
Tél. +41 21 212 20 51  
Fax +41 21 212 25 79

[www.bcv.ch/invest](http://www.bcv.ch/invest)

## GESELLSCHAFTSPORTRÄT



### **BCV Asset Management: Ihr Kompetenzzentrum für Vermögensverwaltung**

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

### **BCV Asset Management: eine klare Linie**

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

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

#### **BCV Asset Management**

Urs Ziegler  
Tel. +41 21 212 20 51  
Fax +41 21 212 25 79

[www.bcv.ch/invest/de](http://www.bcv.ch/invest/de)



## CARMIGNAC GESTION: CONVICTION, INDEPENDANCE et PERFORMANCE

49 milliards d'euros  
d'encours sous gestion

1,7 milliards d'euros  
de fonds propres

24 OPCVM  
commercialisés dans 13 pays

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

en Espagne, au Royaume-Uni et en Suisse, et commercialisons nos Fonds dans 13 pays.

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

En Suisse, notre équipe est désormais composée de 6 personnes entièrement dédiées au développement de notre activité en Suisse romande, en Suisse alémanique comme au Tessin. Tous nos documents commerciaux sont traduits dans 6 langues et un bureau a été ouvert à Zurich en 2014.

*Source Carmignac Gestion  
au 30/06/2014*

### Carmignac Gestion

Benjamin Boyer

Talstrasse 65  
CH - 8001 Zurich

Tél: +352 46 70 60 51

Mobile: +352 621 17 17 65

Email: [bboyer@carmignac.com](mailto:bboyer@carmignac.com)

[www.carmignac.com](http://www.carmignac.com)

## GESELLSCHAFTSPORTRÄT



## CARMIGNAC GESTION: ÜBERZEUGUNG, UNABHÄNGIGKEIT und PERFORMANCE

49 Milliarden Euro  
verwaltetes Vermögen

1,7 Milliarden Euro  
Eigenkapital

24 OGAW-Fonds,  
in Vertrieb in 13 Ländern

Die Gruppe Carmignac Gestion wurde 1989 von Edouard Carmignac gegründet und gehört heute zu den führenden europäischen Akteuren in der Vermögensverwaltung.

Das Unternehmen ist eine unabhängige Gesellschaft, deren Kapital vollumfänglich von der Geschäftsleitung, den Fondsmanagern und ihren Mitarbeitern gehalten wird. Im Rahmen der internationalen Ausrichtung eröffnete Carmignac Gestion 1999 in Luxemburg seine erste Niederlassung ausserhalb Frankreichs. Mittlerweile hat das Unternehmen Repräsentanzen in Frankreich, Luxemburg, Deutschland,

Italien, Spanien, Grossbritannien und in der Schweiz; seine Fonds werden in 13 Ländern vertrieben. Die jeweils für spezifische Märkte zuständigen Vertriebsmitarbeiter gewährleisten eine hochwertige Kundenbetreuung, bei welcher Transparenz in Bezug auf die Ausrichtungen des Fondsmanagements und die ausgewählten Titel im Mittelpunkt steht.

Unser Ziel ist es, unseren Kunden eine langfristige Wertsteigerung des Kapitals zu gewährleisten. Um dieses zu erreichen, setzen wir auf ein Fondsmanagement, das auf Überzeugungen beruht und sich über lange Jahre bewährt hat. Wir legen Wert auf ein aktives Fondsmanagement, das bestrebt ist, vorausschauend zu handeln, statt sich von Marktbewegungen überraschen zu lassen. Unsere Fondsmanager sind anerkannte Experten auf Ihrem Gebiet. Sie konzentrieren sich im Rahmen unserer bewusst begrenzten Fondspalette darauf, das Potenzial der Entwicklungen auf den Weltmärkten optimal zu nutzen

und zugleich die Risiken zu steuern. In der Schweiz unterhalten wir ein Vertriebsteam bestehend aus sechs Personen, das sich sowohl in der Französischen, Italienischen als auch in der Deutschsprachigen Region unseren Kunden annimmt. Alle Vertriebsunterlagen sind in sechs Sprachen erhältlich und die offizielle Niederlassung wurde 2014 in Zürich eröffnet.

*Quelle Carmignac Gestion,  
Stand: 30.06.2014*

### Carmignac Gestion

Benjamin Boyer

Talstrasse 65  
CH - 8001 Zurich

Tel: +352 46 70 60 51

Mobile: +352 621 17 17 65

Email: [bboyer@carmignac.com](mailto:bboyer@carmignac.com)

[www.carmignac.com](http://www.carmignac.com)

# CONINCO

*Explorers in finance*

**CONINCO** s'est spécialisée depuis 24 ans dans la valorisation de patrimoine institutionnel, privé et philanthropique et dans l'investissement durable.

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

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

permet de prendre de la distance par rapport à une gestion de mouvements à court terme, de mettre en place des politiques de placement fondées sur des besoins individuels propres dans une perspective de construction structurée de chaque patrimoine ou part de patrimoine qui nous est confiée aussi bien en conseil, gestion que de surveillance. Toutes nos procédures sont « compliance » ISO 9001:2008. Depuis bientôt quatorze ans CONINCO s'est engagée dans la gestion sociétale responsable et un développement économique industriel durable. Notre engagement est confirmé par une certification ISO 14001:2004.

CONINCO propose des solutions d'investissements qui respectent des critères spécifiques de placements à long terme. Celles-ci sont formalisées au travers de différents fonds de placements que sont PEGASE EUROPEAN EQUITIES, PEGASE GLOBAL SRI et le ONE Sustainable Fund - Global Environment. Notre engagement permettant de répondre à la conjonction de besoins sociaux, économiques et environnementaux non spéculatifs s'est formalisé par

la cofondation de la coopérative ONE CREATION - [www.onecreation.org](http://www.onecreation.org) -. CONINCO propose une vision unique de par son expérience liée à la tradition de la gestion privée et de la rigueur de la gestion institutionnelle. Un savoir-faire prenant en compte les besoins et attentes de chaque client au bénéfice de la pérennité et du développement du patrimoine.

Une relation de confiance durable.

## CONINCO Explorers in finance SA

Olivier Ferrari, Directeur général  
Sabine Mabillard, Directrice Département  
Placements collectifs  
Adrien Koehli, Directeur Département  
Gestion institutionnelle

Quai Perdonnet 5  
Case postale 240  
CH - 1800 Vevey 1

Tél. +41 21 925 00 33  
Fax +41 21 925 00 34

[coninco@coninco.ch](mailto:coninco@coninco.ch)  
[www.coninco.ch](http://www.coninco.ch)

## GESELLSCHAFTSPORTRÄT

# CONINCO

*Explorers in finance*

**CONINCO** hat sich seit 24 Jahren auf die institutionelle und private Vermögensverwaltung, auf philanthropische Beratung und nachhaltiges Investment spezialisiert.

CONINCO verfolgt das Ziel, zwischen dem Anleger und den Märkten eine optimale Beziehung zu schaffen. CONINCO beherrscht zwecks Finanzberatung und -verwaltung die wichtigsten Bereiche der Finanzwelt sowie das damit verbundene Engineering: Bestimmen des Anlegerprofils, Asset Allocation, Auswahl, Bewertung und Zuteilung von Vermögensverwaltern, Investment-Lösungen sowie die ständige Überwachung und Begleitung der Portfolios. Unser Know-how stützt sich auf eine langjährige Tradition der traditionellen Vermögensverwaltung. Letztere erfordert ein strukturiertes Wachstum des Vermögens gekoppelt mit einer regelmässigen Rendite. Unsere Forschung auf dem Gebiet der Finanzanalyse fusst auf der Notwendigkeit, statistische Werte nicht als eine absolute Entscheidungsgrösse zu betrachten, sondern das Verhalten des Anlegers und die Auswirkung seines Handelns auf die wirtschaftliche Entwicklung umfassend zu verstehen. Diese Besonderheit versetzt uns in die Lage, uns von der Verwaltung

kurzfristiger Anlagebewegungen zu distanzieren und Anlagestrategien umzusetzen, die sich an den jeweiligen individuellen Bedürfnisse ausrichten, mit dem Ziel einer strukturierten Zusammensetzung jedes uns zur Beratung, Verwaltung oder Überwachung anvertrauten Vermögens bzw. Teilvermögens. All unsere Prozesse sind ISO 9001:2008 zertifiziert. Seit nunmehr fast vierzehn Jahren engagiert sich CONINCO zugunsten einer sozial verantwortlichen Verwaltung und einer nachhaltigen Entwicklung der Industrie. Mit der Zertifizierung ISO 14001:2004 wurde dieses Engagement bestätigt und anerkannt. CONINCO bietet Investment-Lösungen, die spezifischen Kriterien für langfristige Anlagen Rechnung tragen. Diese Kriterien spiegeln sich in den verschiedenen Anlagefonds PEGASE EUROPEAN EQUITIES, PEGASE GLOBAL SRI und ONE Sustainable Fund - Global Environment. Unser Engagement, das es uns erlaubt, sowohl sozialen, ökonomischen als auch ökologischen Anforderungen frei von jeglicher Spekulation gerecht zu werden, mündete konkret in der Mitbegründung der Genossenschaft ONE CREATION - [www.onecreation.org](http://www.onecreation.org) -. CONINCO bietet aufgrund der Erfahrungen auf dem Gebiet

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

Eine Beziehung, die von dauerhaftem Vertrauen geprägt ist.

## CONINCO Explorers in finance SA

Olivier Ferrari, Generaldirektor  
Sabine Mabillard, Direktorin  
Investitionslösungen  
Adrien Koehli, Direktor Institutionelle  
Vermögensverwaltung

Quai Perdonnet 5  
Postfach 240  
CH - 1800 Vevey 1

Tel. +41 21 925 00 33  
Fax +41 21 925 00 34

[coninco@coninco.ch](mailto:coninco@coninco.ch)  
[www.coninco.ch](http://www.coninco.ch)



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

Elle est aujourd'hui une des rares sociétés suisses indépendantes exclusivement dédiées aux investissements en hedge funds. Basée à Genève, l'entreprise est toujours dirigée par ses membres fondateurs, entourés d'une équipe de quinze personnes qui conseillent un montant total supérieur à un milliard de dollars.

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

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

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

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

Durant la crise financière de 2008, les fonds conseillés par Fundana n'ont pas été exposés aux produits Madoff et n'ont pas fait face à une suspension du droit de rachat, à la création de *side-pockets* ou à des restrictions de retrait de fonds (*gates*).

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

#### Fundana SA

Cédric Kohler  
Head of Advisory  
Rue Ami-Lullin 12  
Case postale 3332  
CH – 1211 Genève 3  
Tél. : +41 22 312 50 50  
Fax : +41 22 312 50 40  
[cedric.kohler@fundana.ch](mailto:cedric.kohler@fundana.ch)  
[www.fundana.ch](http://www.fundana.ch)

### GESELLSCHAFTSPORTRÄT



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

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

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

Seit 2003 berät Fundana zwei Dachfonds: einen *Long/Short Equity*-

Dachfonds und einen Multistategie-Dachfonds. Diese zwei Fonds wurden in den letzten Jahren mit mehreren Awards ausgezeichnet.

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

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

Während der Finanzkrise von 2008 hielten die von Fundana empfohlenen Fonds keine Anteile an Madoff-

Produkten und waren nicht von einer Aussetzung des Rückkaufrechts, der Schaffung von *Side-Pockets* oder Einschränkungen für die Rücknahme von Mitteln (*gates*) betroffen.

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

#### Fundana SA

Cédric Kohler  
Head of Advisory  
Rue Ami-Lullin 12  
Postfach 3332  
CH – 1211 Genf 3  
Tel: +41 22 312 50 50  
Fax: +41 22 312 50 40

[cedric.kohler@fundana.ch](mailto:cedric.kohler@fundana.ch)  
[www.fundana.ch](http://www.fundana.ch)



### Better Thinking for Modern Markets®<sup>1</sup>

Natixis Global Asset Management (NGAM) est une organisation multi-affiliés qui offre un d'accès unique à plus de 20 sociétés de gestion spécialisées en Asie, en Europe et aux États-Unis. Avec 679,6 milliards d'euros d'actifs sous gestion<sup>2</sup>, NGAM figure parmi les plus grands gestionnaires d'actifs mondiaux<sup>3</sup>. Natixis Global Asset Management est une filiale de Natixis, la banque de financement, de gestion et de services financiers du Groupe BPCE. NGAM apporte une perspective mondiale aux défis de l'allocation d'actifs et de la gestion du risque. Grâce à sa philosophie d'investissement, **Durable Portfolio Construction®**, NGAM aide les institutionnels, les conseillers financiers et les particuliers à relever les challenges des marchés d'aujourd'hui. NGAM propose une offre diversifiée qui n'émane pas d'une seule société de gestion mais agit de

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

Les sociétés affiliées de gestion d'actifs, de distribution et de services de Natixis Global Asset Management sont les suivantes :

Absolute Asia Asset Management ;  
AEW ; AlphaSimplex Group ;  
Aurora Investment Management ;  
Darius Capital Partners ;  
Gateway Investment Advisers ;  
H2O Asset Management<sup>4</sup> ;  
Harris Associates ;  
IDFC Asset Management Company ;  
Loomis, Sayles & Company ;  
Mirova<sup>4</sup> ; Natixis Asset Management ;  
Ossiam ; Private Equity Division<sup>5</sup> ;  
Reich & Tang Asset Management ;  
Seeyond<sup>6</sup> ; Snyder Capital Management ;  
Vaughan Nelson Investment Management ;  
Vega Investment Managers<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> « Surmonter les défis des marchés d'aujourd'hui »

<sup>2</sup> Actifs sous gestion au 30 juin 2014

<sup>3</sup> Cerulli Quantitative Update : Global Markets 2014 situe Natixis Global Asset Management à la 16ème position des asset managers mondiaux sur la base des actifs sous gestion au 31 décembre 2013.

<sup>4</sup> Un affilié de Natixis Asset Management.

<sup>5</sup> Comprenant six différentes entités «Private Equity». Toutes les offres ne sont pas disponibles dans toutes les juridictions.

<sup>6</sup> Un pôle d'expertise de Natixis Asset Management.

#### NGAM Switzerland

Babak Abrar

Rue du Vieux Collège 10

CH - 1204 Genève

Tél. +41 22 817 80 22

[Babak.Abrar@ngam.natixis.com](mailto:Babak.Abrar@ngam.natixis.com)

[www.ngam.natixis.com](http://www.ngam.natixis.com)

### GESELLSCHAFTSPORTRÄT



### Better Thinking for Modern Markets®<sup>1</sup>

Natixis Global Asset Management (NGAM) ist eine Organisation mit zahlreichen spezialisierten Unternehmen und bietet Ihnen einen einzigartigen Zugang zu mehr als 20 verschiedenen Vermögensverwaltern in Asien, Europa und den USA. Mit 679,6 Milliarden Euro verwaltetem Vermögen<sup>2</sup> zählt NGAM zu den weltweit größten Asset-Managern<sup>3</sup>. Natixis Global Asset Management ist eine Tochtergesellschaft von Natixis, der Finanzierungs-, Verwaltungs- und Finanzdienstleistungsbank der BPCE-Gruppe. NGAM verleiht der Asset-Allocation und dem Risikomanagement eine internationale Perspektive. Mit ihrer Anlagephilosophie, **Durable Portfolio Construction®**, hilft NGAM institutionellen Investoren, Finanzberatern und Privatanlegern, die heutigen Marktherausforderungen zu meistern. NGAM zeichnet sich durch ein breit gefächertes Spektrum an Produkten und Dienstleistungen aus, die

von mehreren Vermögensverwaltern angeboten werden, und erstellt mit Finanzberatern und Finanzintermediären massgeschneiderte Lösungen für die Kunden.

Folgende Vermögensverwaltungs-, Vertriebs- und Dienstleistungsgesellschaften sind Mitglieder von Natixis Global Asset Management:

Absolute Asia Asset Management ;  
AEW ; AlphaSimplex Group ;  
Aurora Investment Management ;  
Darius Capital Partners ;  
Gateway Investment Advisers ;  
H2O Asset Management<sup>4</sup> ;  
Harris Associates ;  
IDFC Asset Management Company ;  
Loomis, Sayles & Company ;  
Mirova<sup>4</sup> ; Natixis Asset Management ;  
Ossiam ; Private Equity Division<sup>5</sup> ;  
Reich & Tang Asset Management ;  
Seeyond<sup>6</sup> ; Snyder Capital Management ;  
Vaughan Nelson Investment Management ;  
Vega Investment Managers<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> „Die heutigen Marktherausforderungen meistern“

<sup>2</sup> Verwaltetes Vermögen zum 30. Juni 2014

<sup>3</sup> Laut Cerulli Quantitative Update: Global Markets 2014 belegt Natixis Global Asset Management Rang 16 unter den Vermögensverwaltern weltweit, gemessen am verwalteten Vermögen zum 31. Dezember 2013.

<sup>4</sup> Ein Teil von Natixis Asset Management.

<sup>5</sup> Umfasst sechs verschiedene Private-Equity-Gesellschaften. Die Angebote sind nicht in allen Ländern erhältlich.

<sup>6</sup> Ein globales Investmentunternehmen von Natixis Asset Management

#### NGAM Switzerland

Oliver Rothenberger

Rue du Vieux Collège 10

CH - 1204 Genf

Tel. +41 22 817 80 23

[oliver.rothenberger@ngam.natixis.com](mailto:oliver.rothenberger@ngam.natixis.com)

[www.ngam.natixis.com](http://www.ngam.natixis.com)



## NOTENSTEIN

BANQUE PRIVÉE

Avec près de 700 collaborateurs dans douze villes de Suisse, Notenstein Banque Privée, dont la spécialisation est la gestion de fortune, opère de manière autonome au sein de Raiffeisen Suisse, troisième groupe bancaire du pays. Parallèlement à ses activités de gestion pour la clientèle privée, Notenstein Banque Privée est également spécialisée dans les prestations destinées aux investisseurs institutionnels.

Plus de 80 collaborateurs répartis entre Bâle, Lausanne, Saint-Gall et Zurich sont entièrement dédiés à la clientèle institutionnelle telle que des institutions de prévoyance, des assurances, des fondations ou des entreprises. Les encours sous gestion de Notenstein Banque Privée s'élèvent à CHF 21 milliards, dont CHF 3,3 proviennent de la clientèle institutionnelle.

Convaincue de la valeur ajoutée de considérer tant des facteurs financiers que des critères environnementaux et sociaux, Notenstein Banque Privée se différencie par l'intégration d'une analyse poussée en durabilité au sein de ses processus de placement, et ce pour l'ensemble des classes d'actifs. À ce titre, notre savoir-faire en la matière a pour objectif premier de générer une plus-value ajustée au risque pour nos clients institutionnels.

En outre, Notenstein Banque Privée donne accès à des solutions d'investissement innovantes par l'intermédiaire de sa filiale TCMG Asset Management AG (TCMG AM) qui possède des participations dans des sociétés (« boutiques ») de gestion d'actifs spécialisées. TCMG AM propose ainsi une offre largement diversifiée en termes de classes d'actifs (traditionnelles ou alternatives) et de

style d'investissement, et gère dans son ensemble CHF 9 milliards.

### Notenstein Privatbank AG

Julien Godat  
Responsable Clientèle institutionnelle  
Suisse romande  
Avenue du Théâtre 1  
CH-1001 Lausanne  
Tél. +41 21 313 26 25  
Mob. +41 79 543 41 88  
Fax +41 21 313 26 72  
[julien.godat@notenstein](mailto:julien.godat@notenstein)  
[www.notenstein.ch](http://www.notenstein.ch)

## GESELLSCHAFTSPORTRÄT



## NOTENSTEIN

BANQUE PRIVÉE

Die Notenstein Privatbank gehört zu den führenden Vermögensverwaltungsbanken mit rund 700 Mitarbeitenden an 12 Standorten in der Schweiz. Sie betreut Kundenvermögen von rund CHF 21 Milliarden und ist eine selbstständige Tochtergesellschaft der Raiffeisen Schweiz, welche die drittgrösste Bankengruppe der Schweiz verkörpert. Neben der Vermögensverwaltung für Privatkunden ist die Notenstein Privatbank auf die Betreuung und Beratung von institutionellen Anlegern spezialisiert. Das Asset Management und die institutionelle Kundenberatung mit rund 80 Mitarbeitenden in Basel, Lausanne, St. Gallen und Zürich betreut Anlagen von Vorsorgeeinrichtungen, Versicherungen, Stiftungen, Firmen und öffentlich-rechtliche Einrichtungen in Höhe von CHF 3,3 Milliarden.

Hauptunterscheidungsmerkmal zu unseren Mitbewerbern ist der systematische Einbezug einer Nachhaltigkeits-

analyse in den Anlageprozess für alle Anlageklassen. Wir sind nämlich überzeugt, dass wir mittels Kompetenz, Flexibilität und Berücksichtigung des Zusammenspiels von finanziellen, ökologischen und sozialen Kriterien einen Mehrwert für unsere Kunden erzielen können.

Darüber hinaus bietet die Notenstein Privatbank Zugang zu innovativen Anlagelösungen ihrer Tochtergesellschaft TCMG Asset Management AG (TCMG AM), die unter ihrem Dach verschiedene Vermögensverwaltungs-«Boutiquen» vereint. Diese Gesellschaften betreuen aktuell Kundenvermögen in Höhe von CHF 9 Mrd. in verschiedenen Vermögensklassen (sowohl traditionell als auch alternativ) und Anlagestilen.

### Notenstein Privatbank AG

Julien Godat  
Verantwortlicher Institutionelle Kunden  
Westschweiz  
Avenue du Théâtre 1  
CH-1001 Lausanne  
Tél. +41 21 313 26 25  
Mob. +41 79 543 41 88  
Fax +41 21 313 26 72  
[julien.godat@notenstein](mailto:julien.godat@notenstein)  
[www.notenstein.ch](http://www.notenstein.ch)



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

Aujourd'hui, Schroders se consacre à un seul et unique métier : la gestion d'actifs pour compte de tiers. Avec CHF 395 milliards d'encours sous gestion, une présence de 37 bureaux dans 27 pays et 3'500 collaborateurs dont près de 400 dédiées à la gestion de portefeuilles, Schroders est un acteur majeur sur les marchés financiers, spécialisé dans la gestion de produits à forte valeur ajoutée, sur l'ensemble des classes d'actifs et des zones géographiques.

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

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

Présent en Suisse depuis plus de 50 ans et fort de plus de 200 collaborateurs dont 55 dans sa société de gestion de droit suisse, Schroders s'appuie sur ses deux bureaux de Zurich et Genève afin d'être au plus proche de ses clients institutionnels pour leur offrir le meilleur de ses services.

Source: Schroders au 30 Juin 2014

#### Schroder Investment Management

Arnaud d'Anterrosches, Directeur  
Schroder Investment Management  
(Switzerland) AG  
Rue d'Italie 8  
CH - 1204 Genève

Tél. +41 22 818 41 25

Fax +41 22 818 41 09

[arnaud.danterrosches@schroders.com](mailto:arnaud.danterrosches@schroders.com)  
[www.schroders.ch](http://www.schroders.ch)

#### GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Schroders verfügt über mehr als 200 Jahre Anlageerfahrung. Mit Hauptsitz in London und mit einem verwalteten Vermögen von CHF 395 Milliarden ist Schroders einer der weltweit führenden unabhängigen Vermögensverwalter. Seit 1959 ist Schroders an der Londoner Börse kotiert; die Kontrollmehrheit des Aktienkapitals wird jedoch immer noch von der Familie Schroders gehalten. Unabhängigkeit ist uns sehr wichtig. Dies gilt im Hinblick auf die solide Finanzlage und Stabilität unseres Unternehmens wie auch in Bezug auf unser Geschäft. Wir konzentrieren uns einzig auf die Vermögensverwaltung und vermeiden so jede Art von Interessenkonflikten.

Schroders beschäftigt weltweit mehr als 3'000 Mitarbeiter an 37 Standorten in 27 Ländern. Über 390 Anlageexperten widmen sich allen grossen Finanzmärkten und Anlageklassen der Welt. Schroders betreibt damit in der Vermögensverwaltungsbranche eines der grössten Research-Netze, das weltweit vor Ort tätig ist.

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

Quelle für alle Angaben: Schroders.  
Stand: 30. Juni 2014

#### Schroder Investment Management

Arnaud d'Anterrosches, Direktor  
Schroder Investment Management  
(Switzerland) AG  
Rue d'Italie 8  
CH - 1204 Genf

Tel. +41 22 818 41 25

Fax +41 22 818 41 09

[arnaud.danterrosches@schroders.com](mailto:arnaud.danterrosches@schroders.com)  
[www.schroders.ch](http://www.schroders.ch)



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Alexandre Poisson  
Responsable Institutionnel

Tél. +41 22 316 02 42

[alexandre.poisson@bkpbs.com](mailto:alexandre.poisson@bkpbs.com)  
[www.bkpbs.com](http://www.bkpbs.com)

### GESELLSCHAFTSPORTRÄT



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

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

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

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

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

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

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

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

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

und kann sehr spezifische Investment-Lösungen umsetzen.

Da bei der PBS der Kunde im Zentrum steht und unsere Bank über eine optimierte, schlanke Struktur verfügt, sind wir in der Lage, sehr reaktiv zu handeln und massgeschneiderte Lösungen anzubieten.

#### Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Alexandre Poisson  
Verantwortlicher  
Institutionelle Kunden

Tel. +41 22 316 02 42

[alexandre.poisson@bkpbs.com](mailto:alexandre.poisson@bkpbs.com)  
[www.bkpbs.com](http://www.bkpbs.com)





**SwissLife**

Asset Managers

**Swiss Life Asset Managers**, l'un des gestionnaires de fortune les plus importants de Suisse, propose une large gamme de produits et de formules de placement, notamment aux investisseurs institutionnels.

Nous gérons les actifs de nos propres compagnies d'assurance depuis plus de 150 ans. A travers les divers cycles et crises économiques, nous avons acquis de précieuses connaissances, ce qui nous a permis d'étendre sans cesse notre savoir-faire en matière de placement et de gestion des risques. Notre flexibilité ainsi que nos stratégies axées sur le long terme font de nous un partenaire extrêmement fiable.

Nous gérons les actifs de clients tiers professionnels depuis plus de 25 ans. Swiss Life rencontre des problèmes similaires à ceux de notre clientèle institutionnelle. Nous comprenons donc parfaitement les besoins de cette entreprise

et lui apportons, en tant que prestataire indépendant, une plus-value très appréciable dans la conception de solutions et la gestion de patrimoine. Nous sommes des spécialistes dans les domaines des obligations, de l'immobilier, des placements mixtes ou encore des stratégies appliquées aux actions et basées sur le risque.

**(Au 30 juin 2014)**

Actifs sous gestion Groupe Swiss Life : 138,4 milliards

Actifs sous gestion Clients tiers : 30,3 milliards

Nombre de collaborateurs : 400

#### Swiss Life Asset Management SA

Jürg Unteregger  
Head Business Development CH  
General-Guisan-Quai 40  
Case postale 2831  
8022 Zurich

Tél. +41 43 284 70 26

[juerg.unteregger@swisslife.ch](mailto:juerg.unteregger@swisslife.ch)

[www.swisslife-am.com](http://www.swisslife-am.com)

#### GESELLSCHAFTSPORTRÄT



**SwissLife**

Asset Managers

**Swiss Life Asset Managers**, einer der grössten Vermögensverwalter der Schweiz, bietet eine breite Palette von Produkten und Anlagelösungen vor allem für institutionelle Anleger an.

Durch die Verwaltung der Vermögen unserer eigenen Versicherungsgesellschaften seit über 150 Jahren haben wir in den verschiedenen Wirtschaftszyklen und Krisen wertvolle Erfahrungen gesammelt und unsere Kompetenz im Bereich Anlagen und Risikomanagement laufend ausgebaut. Unsere Anpassungsfähigkeit sowie die langfristige Ausrichtung unserer Strategien machen uns zu einem zuverlässigen Partner für unsere Kunden.

Seit über 25 Jahren verwalten wir die Vermögenswerte von professionellen Anlegern. Da Swiss Life mit ähnlichen Herausforderungen wie unsere institutionellen Kunden konfrontiert ist, verstehen wir deren Bedürfnisse sehr genau und bieten als unabhängiger

Anbieter einen wertvollen Mehrwert in der Konzeption von Lösungen sowie in der Vermögensverwaltung an. Unsere Kernkompetenzen liegen im Bereich Obligationen, Immobilien, Gemischte Anlagen und risikobasierter Aktienstrategien.

**(Per. 30.06.2014)**

Verwaltete Vermögen Anlagegeschäft Swiss Life Gruppe: 138.4 Mrd

Verwaltete Vermögen Anlagegeschäft für externe Kunden: 30.3 Mrd

Total Mitarbeitende: 400

#### Swiss Life Asset Management AG

Jürg Unteregger  
Head Business Development CH  
General-Guisan-Quai 40  
Postfach 2831  
CH - 8022 Zürich

Tel. +41 43 284 70 26

[juerg.unteregger@swisslife.ch](mailto:juerg.unteregger@swisslife.ch)

[www.swisslife-am.com](http://www.swisslife-am.com)