

**SWISS GLOBAL
FINANCE**
MAGAZINE



**2023... Et après ?
und danach?**

VOTRE GESTION DURABLE...

... Nos services à votre service

Évaluation et mise en place d'une stratégie durable

Définition d'une charte éthique

Sélection de gestionnaires durables

Reporting durable de portefeuilles

Suivi des exclusions et controverses

Mesure de l'intensité carbone des portefeuilles

Formation en durabilité

CONINCO Explorers in finance SA

VEVEY | GENÈVE

+41 21 925 00 33

coninco@coninco.ch

www.coninco.ch

Signatory of:



Supervisé
par la FINMA
depuis 2012



Editorial • Leitartikel

Les circonstances évoluent inlassablement, chacune ayant son propre caractère. Pour les marchés financiers, une constante peut être relevée : les performances oscillent dans des amplitudes qui se répètent, bien que les déclencheurs de ces hausses ou baisses sont toujours différents. Il persiste également cette réalité complexe : anticiper l'évolution des marchés demeure ardu, et pourtant, après chaque mouvement advenu, il est toujours établi une justification plausible.

Le SWISS GLOBAL FINANCE est un rendez-vous annuel qui se renouvelle depuis 18 ans. Nous aspirons à mettre en lumière des stratégies d'investissement visant à diversifier les risques, tout en maintenant des rendements financiers positifs à moyen et long termes.

Dans cette nouvelle édition, notre objectif reste de renforcer l'allocation d'actifs. Si l'évitement des périodes de baisse des marchés reste une pierre philosophale, sans en exclure une atténuation possible de l'amplitude, il est tout aussi crucial de saisir les opportunités de hausse. La recherche de décorrelations demeure un axe de réflexion constant pour notre équipe éditoriale.

Nous explorons des perspectives et des tendances dont la pertinence évolue avec le temps, même s'il y a quelques années des évidences semblaient acquises.

On dit que la bourse a toujours raison, soit trop tôt, soit trop tard, mais elle aura toujours raison ! Nous ne prétendons pas défendre cette affirmation au travers des articles, mais nous visons à susciter le débat, à encourager le dialogue et à évoluer positivement dans la durée.

Nous sommes très heureux de vous présenter cette nouvelle édition, rendue possible grâce à la collaboration de toutes les parties prenantes.

Nous vous souhaitons une agréable lecture et souhaitons que l'année 2023 nous conduira vers une année 2024 fructueuse.



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

Die Umstände ändern sich unaufhörlich, wobei jeder seinen eigenen Charakter hat. Für die Finanzmärkte lässt sich eine Konstante feststellen: Die Renditen schwanken in immer wiederkehrenden Amplituden, obwohl die Auslöser für diese Anstiege oder Rückgänge immer unterschiedlich sind. Die komplexe Tatsache, dass es schwierig ist Marktentwicklungen zu antizipieren, bleibt bestehen und dennoch wird für jede Bewegung eine plausible Begründung gefunden.

Das SWISS GLOBAL FINANCE ist ein jährliches Treffen, das sich seit 18 Jahren erneuert. Unser Ziel ist es, Anlagestrategien zu beleuchten, die darauf abzielen Risiken zu diversifizieren und gleichzeitig mittel- bis langfristig positive finanzielle Erträge zu erzielen.

Auch in dieser Ausgabe bleibt es unser Ziel die Asset Allocation zu stärken. Die Vermeidung von Abwärtsbewegungen an den Märkten bleibt zwar der Stein der Weisen, wobei eine mögliche Abschwächung des Ausmasses nicht auszuschließen ist, doch ist es ebenso entscheidend, die Chancen auf steigende Kurse zu nutzen. Die Suche nach Dekorrelationen bleibt ein ständiger Schwerpunkt unseres Redaktionsteams.

Wir erforschen Perspektiven und Trends deren Relevanz sich im Laufe der Zeit ändert, selbst wenn vor einigen Jahren Selbstverständlichkeiten als gegeben erschienen.

Man sagt, dass die Börse immer Recht hat, entweder zu früh oder zu spät, aber sie wird immer Recht haben! Wir beanspruchen nicht, diese Behauptung durch die Artikel zu verteidigen, sondern wollen eine Debatte anregen, den Dialog fördern und uns langfristig positiv weiterentwickeln.

Wir freuen uns sehr, Ihnen diese neue Ausgabe präsentieren zu können, die durch die Zusammenarbeit aller Beteiligten ermöglicht wurde.

Wir wünschen Ihnen eine angenehme Lektüre und hoffen, dass das Jahr 2023 uns in ein erfolgreiches Jahr 2024 führen wird.



Les sociétés participant au
Beteiligten Unternehmen in der
CONINCO MASTER CLASS
se présentent en pages 63 à 72
sind auf Seiten 63 bis 72 vorgestellt



Swiss Finance & Property SA

SGF No 18

SOMMAIRE / INHALTSVERZEICHNIS

NOVEMBRE 2023

2023... Et après ?

4 Investir dans la dette high yield dans un contexte de taux d'intérêt élevés

abrDN Investments Switzerland AG

6 La dette privée « structurée », une classe d'actifs à considérer dans une optique de diversification

A&T Alpha Credit SA

10 Face à un risque d'environnement stagflationniste, quelles alternatives privilégier dans le domaine obligataire ?

Anaxis AM

14 Décarbonisation d'un portefeuille actions

Baloise Asset Management et Scientific Beta

17 Le rapport durable de ma caisse de pensions peut-il être considéré comme un outil stratégique ?

CONINCO Explorers in finance SA

18 Inflation : stop ou encore ?

CONINCO Explorers in finance SA

21 Les obligations vertes – une réelle solution ou simplement un nouveau produit financier ?

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

24 L'ESG dans les actions suisses de petite et moyenne capitalisation : point de vue d'un praticien

Mirabaud Asset Management

26 La gestion dynamique des facteurs en suivant le cycle économique

Banque J. Safra Sarasin SA

30 La renaissance des infrastructures : une approche intégrée de l'investissement

Swiss Finance & Property AG

2023... Und danach?

33 Anlage in High-Yield-Anleihen in einem Hochzinsumfeld

abrDN Investments Switzerland AG

35 "Strukturierte" private Schuldtitel: Eine Anlageklasse, die zur Diversifizierung beitragen kann

A&T Alpha Credit SA

39 Welche Alternativen sind angesichts des Risikos einer Stagflation im Anleihenbereich zu bevorzugen?

Anaxis AM

43 Dekarbonisierung eines Aktienportfolios

Baloise Asset Management et Scientific Beta

46 Kann der Nachhaltigkeitsbericht meiner Pensionskasse als strategisches Instrument betrachtet werden?

CONINCO Explorers in finance SA

47 Inflation: Stopp oder weiter?

CONINCO Explorers in finance SA

50 Grüne Anleihen – eine zielführende Lösung oder einfach nur ein neues Finanzprodukt?

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

53 ESG in Schweizer Mittelund Kleinkapitalisierten Aktien: Perspektive eines Praktikers

Mirabaud Asset Management

55 Die dynamische Verwaltung der Faktoren durch Verfolgung des Wirtschaftszyklus

Banque J. Safra Sarasin SA

59 Die Infrastruktur Renaissance: Ein integrierter Investitionsansatz

Swiss Finance & Property AG



Magazine édité par :

CONINCO Explorers in finance SA
Case postale 240
CH - 1800 Vevey
Plus d'informations : www.coninco.ch

Responsable de production :

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

Imprimerie :

Musumeci Spa, Quart, Aosta - Italie
Tableaux : Michèle Ansermet Papadopoulos
Tirage : 2'000 ex.



Construire un avenir serein

Anaxis a pour ambition de participer à la construction d'un avenir serein. Cette ambition s'adresse avant tout aux investisseurs qui nous confient leur patrimoine ou utilisent nos produits dans leurs allocations de long terme.

Elle concerne aussi le monde dans lequel nous vivons, à travers une gestion éthique, soucieuse de l'environnement et engagée dans la transition vers une économie plus juste et plus durable.

Investir dans la dette high yield dans un contexte de taux d'intérêt élevés



Julien Martin
Head of European High
Yield and Loans Research

abrln Investments Switzerland AG

La remontée des taux d'intérêt dans le monde entier est la bienvenue pour de nombreux acteurs économiques : banques, assureurs, fonds de retraite et épargnants. Ajoutées aux primes de risques crédit, les obligations Investment Grade (obligations d'entreprise dont le risque de défaut est très faible) et les obligations High Yield (dont le risque de défaut est plus élevé) offrent, enfin, des rendements attractifs.

Le pendant de cette normalisation des taux est que les conditions d'emprunts sont plus dures et plus chères, ralentissant par là même la croissance économique. C'est évidemment ce que cherchent à faire les banques centrales pour faire baisser l'inflation. Mais la récession n'est pas une fatalité et les marchés financiers se prêtent à rêver d'un scénario à la Boucle d'Or (Goldilocks en anglais) où les conditions pour une croissance économique durable seraient réunies, avec un taux d'inflation et des taux d'intérêt ni trop forts ni trop faibles mais juste comme il faut (c'est-à-dire autour du mandat des 2%). Ce serait le scénario de l'atterrissage en douceur de l'économie.

Les perspectives d'un atterrissage beaucoup plus dur à fin 2023 ou en 2024 sont néanmoins réelles. En effet, il y a toujours eu récession économique (définie comme deux trimestres consécutifs de croissance négative du PIB) ces cinquante dernières années, en tout cas aux États-Unis, quand la courbe des taux 2 ans / 10 ans est inversée dans la durée. Dans ce scénario plus sombre, les classes d'actifs risquées comme les obligations high yield (ou les actions), dont les valorisations actuelles restent élevées, présentent un vrai risque de sell-off, autrement dit d'une correction des prix à la baisse. En effet, les primes de risque crédit sont actuellement en deçà de leur moyenne historique et n'incorporent pas vraiment le scénario d'une crise économique importante qui affecterait les entreprises emprunteuses (voir graphiques ci-dessous).

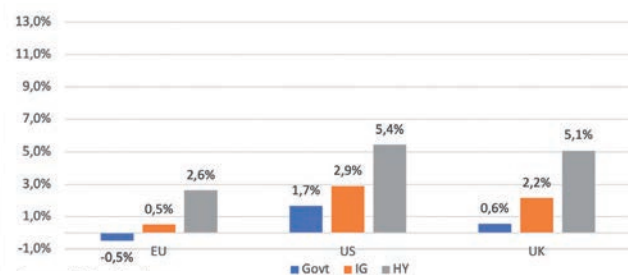
Les niveaux de spreads (l'écart de rendement entre les obligations high yield et les obligations souveraines) se situent plutôt autour de 1 000 bps (ou 10%) lors de situations économiques difficiles comme lors de l'éclatement de la bulle télécom, de la crise financière de

2008, de la crise de la Grèce en 2011 ou du Covid en 2020. Depuis la sortie de la pandémie, les spreads les plus élevés ont eu lieu au début de l'été 2022 (630 points de base – ou bps) à la suite de la crise en Ukraine et de son impact sur les coûts de l'énergie et de l'alimentaire. Dès lors, il n'est pas inconcevable que les spreads se récartent de manière significative quand l'économie mondiale (à commencer par l'économie américaine) freinera brusquement.

Les fondamentaux des entreprises restent néanmoins solides, malgré la crise inflationniste qui pèse sur les coûts et les marges. Grâce à une demande résiliente, elle-même due à un marché de l'emploi tendu, les entreprises ont réussi en partie à répercuter la hausse des prix des matières premières à leurs clients. Par ailleurs, de nombreux émetteurs ont pu se financer à des taux faibles lors des années 2020-2021, et peuvent ainsi profiter d'une génération de trésorerie solide. Cette solidité financière explique que les résultats financiers du premier semestre 2023 aient été meilleurs que prévu.

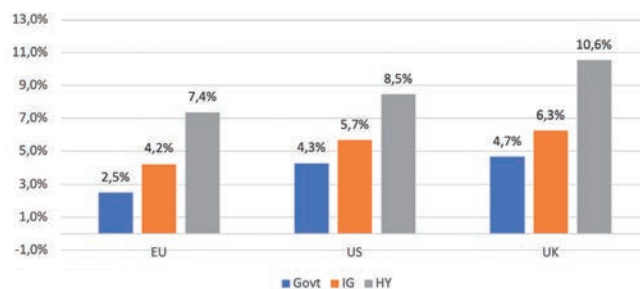
Les faillites d'entreprise ou les restructurations financières restent aussi peu nombreuses. Moody's s'attend à une légère remontée des défauts mais dans une mesure très modeste. L'agence de notation américaine prévoit ainsi une proportion de défaut de 3.8% peu avant l'été 2024 (contre 3.1% actuellement et une prévision de 5.4% aux US). La raison principale tient au faible besoin de refinancement des entreprises dans les prochaines années. Les choses se compliquent à horizon 2026-2027 où une quantité importante d'obligations arrivent à maturité. D'ici là, la principale stratégie des entreprises sera de se désendetter pour faire baisser le coût de la dette le plus possible au moment du refinancement.

Rendements sur les marchés crédit au 31-12-19



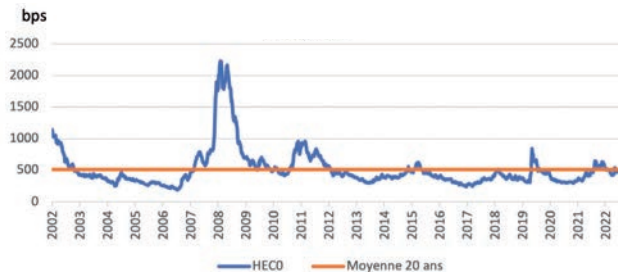
Source : ICE BofA Indexes

Rendements sur les marchés crédit au 31-08-23



Alors qu'un environnement récessionniste sera plus compliqué à naviguer pour les entreprises, il devrait permettre de faire baisser de manière tangible les pressions inflationnistes et ainsi faire basculer le marché monétaire vers une tendance de réduction des taux d'intérêt et une baisse du coût du crédit. Les entreprises qui auront ainsi traversé la tempête pourront refinancer leur dette à un niveau plus acceptable que les taux élevés d'aujourd'hui.

Primes de risque du marché obligataire high yield européen



Source : ICE BofA, Bloomberg. At 1-Sep-23

Quels retours sur investissements attendre alors dans les prochains mois? Et bien il ne sera pas compliqué de faire mieux que 2022, l'annus horribilis des marchés de la dette. L'année 2023 est déjà bien partie et on peut s'attendre à ce qu'elle continue encore un peu, grâce à la pause envisagée des banques centrales. Une correction est pourtant envisageable à un certain moment, probablement fin 2023 ou début 2024, même s'il est difficile de mettre le doigt sur la période exacte.

Néanmoins, le marché obligataire high yield reste assez bien protégé, grâce à un rendement de portage (carry) déjà élevé (7,5% actuellement), qui permettra d'amortir un écartement des spreads et une baisse des prix. À titre d'exemple, il faudrait un écartement des spreads supérieur à 250 bps, toute chose égale par ailleurs, pour avoir un retour négatif sur le marché high yield dans les douze prochains mois. À l'inverse, dans le scénario où les taux d'intérêt repartent à la baisse (ce qu'ils ont tendance à faire quand les économies rentrent en récession) ou restent stables, les retours sur investissement high yield devraient rester positifs.

au fur et à mesure du ralentissement économique. C'est donc grâce à une gestion active du risque et à une analyse pertinente de la santé financière des entreprises que les investisseurs pourront jouir pleinement de rendements qui n'ont jamais été aussi élevés des dix dernières années. ■

En effet, il ne serait pas étonnant de revoir les prix de l'énergie repartir à la hausse avec l'arrivée de l'hiver et alimenter une nouvelle volatilité sur les marchés. Combiné avec un ralentissement sévère de l'économie, les risques de stagflation seront jugés plus élevés. Ce scénario verrait les spreads high yield repartir à la hausse.

Il faudra aussi éviter les défauts de paiement et les restructurations financières, qui malgré les projections relativement optimistes de Moody's ne manqueront pas d'augmenter

Avertissement : Réservé aux investisseurs qualifiés. La valeur des placements et le revenu qui en découle peuvent diminuer et les investisseurs peuvent récupérer une somme inférieure au montant investi. Les informations contenues dans ce document marketing ne constituent ni une offre ni une sollicitation en vue de conclure des transactions portant sur des valeurs mobilières ou des instruments financiers quelconques. Publié en Suisse par abrdr Investments (Switzerland) AG. Société enregistrée en Suisse sous le numéro de registre CHE-114.943.983. Siège social : Schweizergasse 14, 8001 Zurich.



Michèle Ansermet Papadopoulou, Renée, 150x100cm

La dette privée « structurée », une classe d'actifs à considérer dans une optique de diversification



Timothée Bloch
Co-fondateur et CIO

A&T Alpha Credit SA

Avec un marché passé de 300 milliards en 2010 à plus de 1.4 billion de dollars en 2022¹, la dette privée est devenue une classe d'actifs incontournable pour tout investisseur à la recherche de diversification et de rendements. Utilisée à bon escient, elle présente des caractéristiques essentielles à tout portefeuille et ouvre l'accès à une multitude de thématiques d'investissement.

La quête de rendement à l'ère des taux bas

Autrefois réservée aux fonds d'investissements spécialisés, la dette privée s'est largement démocratisée au cours de la dernière décennie. Portée par des taux d'intérêt maintenus proches de zéro après la crise financière de 2008, la classe d'actifs a connu une ascension fulgurante auprès d'investisseurs à la recherche de rendements et de stabilité, loin de la volatilité des marchés boursiers.

Cette tendance semble se renforcer, comme l'indique le récent rapport du « Global PE Barometer » de Collier Capital, publié cet été et qui révèle que 44% des investisseurs interrogés prévoient d'augmenter leur exposition à la dette privée, contre seulement 37% six mois plus tôt. Dans un contexte de marché incertain, la diversification vers des investissements alternatifs est en passe de devenir la norme. La dette privée, qui combine la stabilité du crédit, renforcée par l'absence de mark-to-market, avec une décorrélation des marchés traditionnels, pourrait bien être la grande gagnante de cette tendance.

Le désert bancaire

Un autre catalyseur a également joué un rôle déterminant : le retrait progressif des banques du financement direct des petites et moyennes entreprises. Cette évolution, en grande partie imputable aux réglementations bancaires telles que Bâle III, a contribué à créer de nouvelles opportunités de financement.

En imposant des niveaux de fonds propres réglementaires de plus en plus élevés, ces réglementations ont rendu le financement des PME trop coûteux et contraignant pour les banques, les obligeant à peu à peu réduire leur exposition. De plus, ces nouvelles réglementations, sans doute dans le but d'éviter toute forme de subjectivité dans leur application, ne mettent pas nécessairement la qualité intrinsèque des emprunteurs au cœur des dispositifs. En conséquence, c'est tout un pan de l'économie mondiale, pourtant crucial pour la croissance, l'innovation et l'emploi, qui a vu son accès au crédit bancaire devenir de plus en plus limité.

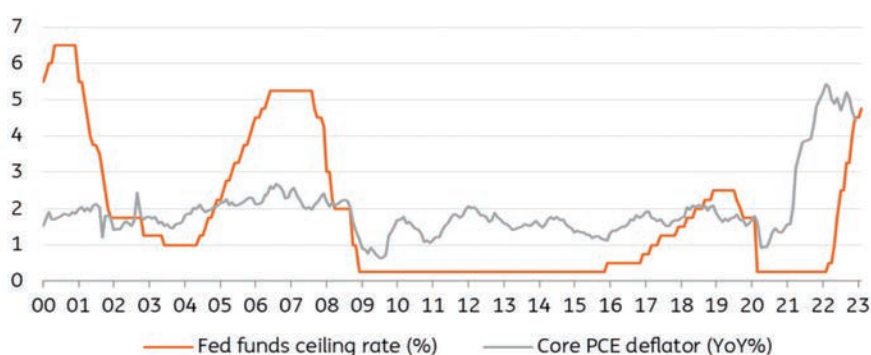
Bien qu'ayant pour objectif de renforcer la stabilité financière, ces réglementations ont créé un besoin croissant d'alternatives de financement, contribuant ainsi à dynamiser l'écosystème financier. Cela offre aux entreprises davantage de possibilités pour accéder aux capitaux nécessaires à leur croissance et à l'innovation, tout en offrant aux investisseurs des moyens de diversifier leurs portefeuilles et des profils de risques/rendements potentiellement plus attrayants.

La dette privée ne se limite donc pas aux mauvais élèves du monde bancaire, bien au contraire ! Face à une demande de financement grandissante, les investisseurs peuvent non seulement sélectionner les meilleures opportunités mais également imposer des structures plus robustes visant à mitiger au maximum les risques sous-jacents. Fort de ces constats, le développement de la dette privée prend tout son sens et fait souffler un vent d'innovation, qui bénéficie tout autant aux PME qu'aux investisseurs qui les financent.

Un multivers d'investissement

Si l'immobilier a beaucoup bénéficié du développement de la dette privée notamment via les financements mezzanine, la dette privée a bien plus à offrir. Elle ouvre la voie à une multitude de thématiques d'investissement autrefois difficiles d'accès et permet aux investisseurs de diversifier leur portefeuille tout en répondant à leurs objectifs stratégiques et financiers.

Infrastructure, énergies renouvelables, transition énergétique, négoce de matières premières, affacturage, supply chain, financement d'équipements... : ce sont autant d'univers rendus plus accessibles à un large éventail



d'investisseurs. Que ce soit via des fonds, des titrisations, du financement participatif ou même des investissements en direct, les supports et les outils se multiplient pour saisir ces opportunités. Ainsi, les investisseurs peuvent aujourd'hui affiner leur stratégie d'investissement en explorant une variété de secteurs et de structures qui permettent d'offrir une diversification toujours plus grande à leur portefeuille.

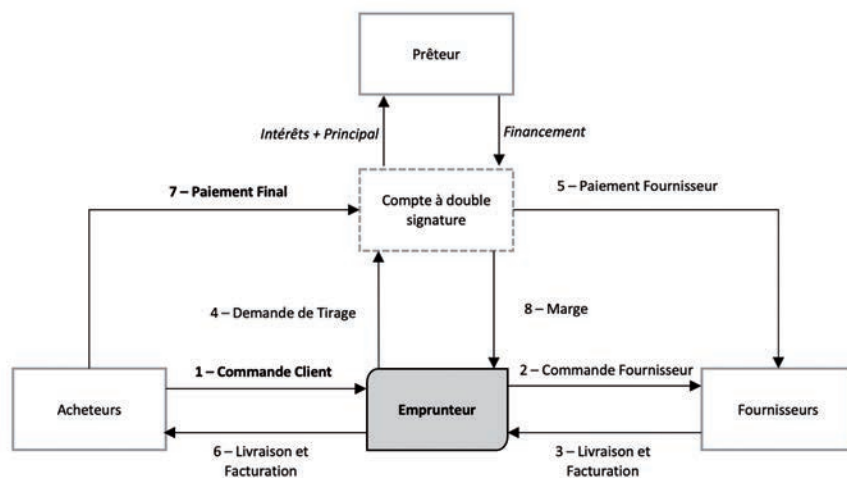
Au-delà de la diversification, la dette privée est aussi un formidable moyen d'orienter ses capitaux vers des investissements qui reflètent des engagements sociaux et/ou environnementaux avec un impact plus direct qu'un investissement thématique sur les marchés.

Les limites de la dette privée « traditionnelle »

L'année 2022 a été marquée par un retour de la volatilité sur les marchés du crédit. Le resserrement rapide de la politique monétaire a souvent mis en exergue une trop grande concentration de risque de taux et de crédit long terme dans les portefeuilles. Les stratégies les plus conservatrices ont pu être lourdement affectées et certains investisseurs ont ainsi vu plusieurs années de performance effacées par d'importants mouvements de prix. Une douloureuse pique de rappel de la corrélation globale du marché crédit listé.

La dette privée permet d'apporter une forme de stabilité dans les portefeuilles, principalement liée à une absence de « mark-to-market » et à une forme de décorrélation des fluctuations spéculatives. En effet, la relative illiquidité permet d'atténuer les mouvements liés aux purs flux de marché, qui dans des situations de « panic selling » peuvent se révéler autoréalisateurs et mettre en péril les sociétés financées. Ces mêmes mouvements créent également de fortes variations de prix qui ne reflètent pas toujours les risques sous-jacents, et peuvent mettre à mal la liquidité des actifs cotés au moment où les investisseurs en ont le plus besoin.

Cependant, les investisseurs en dette privée restent souvent exposés aux habituelles composantes de risques crédit et de durée. En effet, dans sa version traditionnelle incluant les prêts à terme, hypothèques et



autres crédits à maturité fixe, elle présente les mêmes constituants que le crédit listé : un emprunteur, un taux d'intérêt et une maturité fixe.

Ainsi, tout actif de dette privée à taux fixe peut être mis en perspective du niveau de taux du marché : Un produit de dette privée acquis en 2021 est-il toujours pertinent en 2023 ? Le risque de durée se matérialise alors comme sur les actifs cotés et soudainement, l'absence de liquidité de marché peut être vu comme une limite entravant le redéploiement du capital vers des opportunités plus rémunératrices. De même, ces financements traditionnels reposent sur une analyse crédit valide à la mise en place du financement mais qui peut évoluer fortement au cours de la durée du prêt et notamment au gré des tendances macro-économiques.

Au regard des incertitudes économiques et géopolitiques, renforcées par une fragilité bilanciale accrue par l'environnement de taux élevés, est-il encore raisonnable de concentrer un portefeuille obligataire dans des produits, listés ou non, rémunérant le risque lié au bilan d'entreprises à moyen long-terme ?

Si on a souvent attribué le premium de rendement de la dette privée à une prime d'illiquidité, certaines opportunités de dette privée plus structurées peuvent offrir d'autres formes de liquidité hors des marchés cotés tout en venant mitiger le pur risque bilanciel et de durée. Ces solutions pourraient devenir un complément incontournable dans toute allocation crédit en apportant une véritable réponse aux limites du marché crédit

listé, et en contribuant à rendre la classe d'actif attractive indépendamment des conditions de marché.

Une nouvelle approche : la structuration et le financement du Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

En se détachant des modèles de financement traditionnels proposés par les banques, les acteurs de la dette privée peuvent répondre plus efficacement aux besoins des emprunteurs tout en améliorant les profils de risque/rendement des opportunités d'investissement associées. En s'affranchissant des contraintes imposées par une approche de financement « en masse » qui impose de standardiser au maximum les produits proposés, les prêteurs peuvent innover et proposer des solutions sur mesure réellement différenciantes.

La relative rareté des financements permet également d'imposer des structures légèrement plus contraignantes pour l'emprunteur telles que la mise en place de comptes à double signature, de mécanismes de tirages auto-liquidatifs ou encore le recours à l'assurance-crédit. Ces techniques de structuration n'ont rien de révolutionnaires. Elles sont inspirées du financement du négoce de matières premières, aussi appelé Trade Finance, pratiqué depuis des centaines d'années par les banques. Elles permettent de mitiger la plupart des risques sous-jacents tout en limitant le risque direct lié au bilan des entreprises financées via un contrôle strict de l'utilisation

des fonds. Ces techniques de mitigation du risque s'appliquent particulièrement bien au financement du besoin en fonds de roulement (BFR ou « working capital ») et comprennent notamment :

- Le financement transactionnel et auto-liquidatif qui consiste à financer une transaction spécifique plutôt qu'un bilan comme dans un prêt à terme classique.
- La prise de sécurité sur des marchandises/actifs « liquides » avec un taux d'avance (Loan to Value « LTV ») inférieur à 100% pour créer une sur-collatéralisation du financement.
- Le recours quasi systématique à l'assurance-crédit pour se couvrir du risque de paiement des acheteurs finaux.

Le BFR correspond à la somme qu'une entreprise doit posséder pour financer son activité en attendant de percevoir les paiements dus par ses clients. Cette somme tend à augmenter proportionnellement au chiffre d'affaires créant un besoin de liquidité toujours plus grand. Ce phénomène peut rapidement limiter la capacité d'une société à croître en l'absence de solutions adéquates. Financer efficacement le BFR d'une société revient finalement à alimenter son moteur pour lui permettre d'aller plus vite et plus loin.

En plus d'être essentiel pour les entreprises, le BFR a des caractéristiques qui le rendent intéressant du point de vue d'un prêteur. À l'actif, l'inventaire peut avoir une valeur de marché et une certaine liquidité tandis que les comptes clients peuvent se composer d'entreprises bien plus robustes que l'emprunteur ou encore voir leur risque de crédit couvert par une assurance spécialisée. Au passif, le compte fournisseur peut être lui aussi restructuré pour réduire le besoin en liquidités.

Ainsi, en plaçant les fonds prêtés sur un compte à double signature et en s'assurant que les paiements des clients finaux soient effectués sur ce même compte, le prêteur

s'expose au cycle du BFR et non plus à la solvabilité sur le long terme de son emprunteur. Cela permet non seulement de limiter l'exposition au bilan de l'emprunteur, mais également d'offrir une liquidité liée à la nature même des actifs financés. En effet comme chaque nouveau tirage par l'emprunteur est sujet à validation, les investisseurs ont des options de remboursement fréquentes et peuvent maîtriser efficacement leur risque de duration, tout ayant un levier sur les emprunteurs pour envisager des hausses de rendement dans un contexte de taux élevés.

Financement d'un trader de cacao :

Prenons l'exemple d'un trader de cacao, bien établi au Cameroun, et sourçant des cargaisons sur le marché local qui sont ensuite vendues à Nestlé via un contrat long-terme en place depuis plusieurs années. Le cacao, comme beaucoup d'autres matières premières, doit généralement être payé dès son chargement sur le navire qui le transportera à destination. Le transport durera ensuite plus d'un mois avant que la marchandise ne soit finalement livrée à Nestlé et que notre trader puisse facturer et obtenir un paiement sous 30 à 60 jours.

Ainsi, notre trader voit 100% du montant de son achat immobilisé pendant un total de 2 à 3 mois. La somme de ce montant pour toutes les transactions en cours représente le BFR de notre trader. Sans solution de financement, il est limité dans sa croissance par son capital disponible.

Pourtant, lorsque la cargaison est chargée sur le navire, testée en qualité et quantité par des sociétés indépendantes telles que SGS ou Veritas et enfin assurée par des assurances cargo couvrant les risques liés au transport, la transaction s'approche d'avantage d'un risque crédit Nestlé que d'un risque bilanciel sur notre trader de cacao. Notre trader, pour financer davantage de transactions, sera prêt à payer un taux bien plus élevé que ce qu'un risque similaire pourrait rapporter sur les marchés.

Ainsi, en utilisant un compte à double signature contrôlé par le prêteur et dont les fonds ne pourront être utilisés que pour payer des fournisseurs de cacao contre présentation d'une série de documents confirmant les aspects clés des transactions sous-jacentes - et notamment la confirmation d'instructions de paiement par Nestlé sur ce même compte - il est possible de créer un profil de risques/rendement intéressant qui peut s'apparenter à un arbitrage de risque crédit.

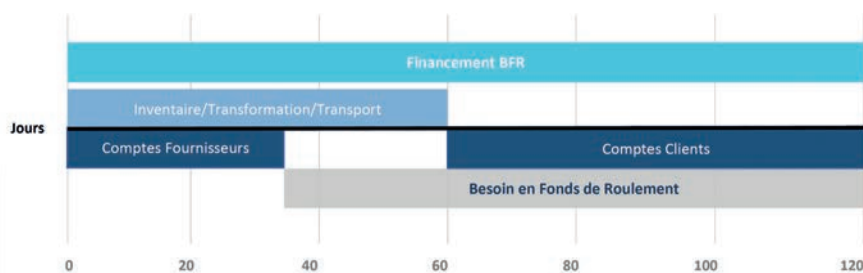
Si ces méthodes de financement n'ont rien de révolutionnaire, s'en inspirer pour proposer des solutions de financement efficaces hors du monde du négoce permet de contribuer plus largement au financement de l'économie réelle tout en offrant des profils de risques plus attractifs pour les investisseurs.

Escompte de subventions à la rénovation énergétique en France :

Prenons maintenant l'exemple de la rénovation énergétique en France. Le secteur du bâtiment est essentiel pour atteindre les objectifs énergétiques et environnementaux de l'UE. Le rythme et l'ampleur de la transition vers une énergie propre au niveau mondial ne sont pas encore en ligne avec les objectifs climatiques. Selon l'UE, les bâtiments sont responsables à eux seuls d'environ 40% de la consommation d'énergie de l'UE et de 36% des émissions de gaz à effet de serre. L'UE a donc créé un éventail de politiques et de mesures de soutien qui poussent les gouvernements à renforcer la performance énergétique des bâtiments via une améliorant le parc immobilier existant.

En France, les particuliers, comme les entreprises, qui réalisent des travaux de rénovation énergétique dans leurs logements ou leurs locaux, sont éligibles au paiement de primes qui peuvent financer jusqu'à 80% du montant des travaux. Ces primes sont liées à deux régimes de subvention qui apportent un soutien plus important aux ménages à faible revenus :

- **Ma Prime Rénov' (« MPR »)**, financé par l'état Français.
- **Les Certificats d'Economie d'Energie (« CEE »)**, dispositif créé en 2005 et qui oblige les fournisseurs d'énergie (électricité, gaz, fioul et le diesel/essence pour véhicules) dont les ventes dépassent un certain seuil à participer aux économies d'énergie, soit par des économies directes sur leurs



propres installations, soit par l'achat de CEE qui sont créés via des travaux d'économie d'énergie.

Ces subventions, bien que critiques pour inciter à la réalisation de ces travaux, demeurent malheureusement peu efficaces en l'absence de financements adaptés en raison des délais entre la réalisation des travaux et leur paiement par les acteurs concernés. En effet, ni les installateurs, qui doivent financer l'achat du matériel et de la main-d'œuvre, ni les particuliers aux revenus souvent modestes, ne peuvent porter ce différentiel de trésorerie d'environ 2 à 3 mois.

Ces dispositifs relativement simples dont les étapes et les critères de paiement sont très encadrés et documentés, combinés avec des débiteurs finaux de qualité, permet de structurer des financements à fort impact tout en offrant un profil de risque maîtrisé pour les investisseurs.

En finançant les installateurs sur fourniture de preuves tangibles de réalisation des travaux éligibles et une cession des subventions à recevoir, l'investissement permet aux clients

finiaux de ne payer que le reste à charge tout en s'exposant à un risque de paiement d'entités étatiques ou de grands énergéticiens comme Total, EDF ou Engie.

De plus, la nature court-terme des cycles financés permet d'offrir une liquidité régulière aux investisseurs ainsi qu'un premium de rendement lié à un risque de crédit « indirect » sur les débiteurs finaux qui est donc mieux rémunéré. En effet, les installateurs, pour remplir leurs carnets de commande, sont prêts à payer un rendement généralement plus élevé que ce qu'un risque similaire pourrait rapporter aux investisseurs sur les marchés financiers.

Le futur de la finance : un écosystème en mutation

Le retrait des banques pourrait donc finalement conduire à une circulation beaucoup plus efficace des capitaux vers l'économie réelle. La dette privée pourrait être un des principaux vecteurs de cette transformation en permettant à de nouveaux acteurs de l'écosystème financier de répondre à

des problématiques de financement qui ne trouvent pas de réponses auprès des prêteurs traditionnels.

Les fonds de pension, compagnies d'assurance, fondations et investisseurs privés pourraient ainsi jouer un rôle de plus en plus prépondérant dans le financement des entreprises, mais aussi de problématiques aussi essentielles que la transition énergétique et les enjeux liés à l'ESG (Environnement, Social, Gouvernance).

Grace à des structures innovantes, les acteurs de ce nouvel écosystème peuvent faciliter l'accès à cette classe d'actifs qui regorge d'opportunités attractives ne demandant qu'à être financées. ■

1 - Source : Prequin



Michèle Ansermet Papadopoulos, Cranach, 150x100cm

Face à un risque d'environnement stagflationniste, quelles alternatives privilégier dans le domaine obligataire ?



Jean-Julien Goettmann
Associé fondateur

Anaxis AM

I - L'environnement actuel est-il si favorable à l'obligataire traditionnel ?

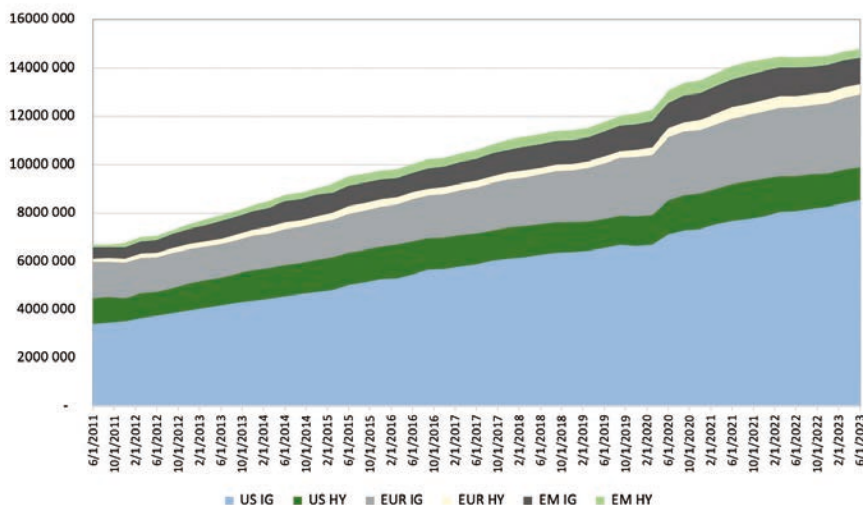
Un nouvel environnement

L'obligataire traditionnel est généralement défini comme des obligations d'État de très bonne qualité de durée longue (10 ans). Cela peut-être des obligations gouvernementales suisses, mais également des Bunds allemands ou des Bons du Trésor américains. Ce sont des investissements que l'on pourrait qualifier comme sans risque, étant adossés aux pays les plus développés.

Cependant, les événements macroécono-

miques récents nous ont rappelé que cette catégorie d'investissement est fortement sensible aux taux, et donc à l'inflation. En effet, ces titres ont subi de plein fouet la remontée soudaine de l'inflation ces derniers mois et le relèvement des taux des banques centrales, avec des rendements peu adaptés à ce nouvel environnement et des baisses importantes de leurs cours. Ces difficultés remettent en lumière la nécessité de bien diversifier une allocation obligataire et posent la question des investissements dits « alternatifs » vis-à-vis de cette poche souveraine. L'inflation pourrait perdurer et s'imposer comme une nouvelle normalité, à rebours du discours des banques centrales, qui la considéraient jusqu'à peu comme transitoire.

Un univers des obligations d'entreprises en croissance forte et continue



Une inflation pas si transitoire

Le retour en force de l'inflation a été le résultat de déséquilibres conjoncturels, qui n'ont été que partiellement résolus à ce jour. Un déficit de l'offre d'une part, avec des goulots d'étranglement sur les chaînes d'approvisionnement et des ruptures de stocks persistantes, et une forte stimulation de la demande d'autre part, principalement par les États, à travers des déficits budgétaires et des politiques monétaires très accommodantes. Nous pouvons notamment citer les aides massives à l'économie qui ont été distribuées lors de la pandémie de Covid-19 pour maintenir l'activité à flot.

Les banques centrales redoutent les emballements de l'inflation, et face à ce choc, celles-ci se sont rapidement mises en ordre de bataille. Elles ont augmenté leurs taux directeurs avec une soudaineté encore jamais vue auparavant, afin de mettre un frein à l'activité. Les taux de la Fed sont ainsi passés de 0.25% en janvier 2022 à 5.5% en juillet 2023. La BCE et la Banque d'Angleterre ont suivi la même direction. Après plusieurs mois de lutte, l'inflation commence enfin à refluer. Mais pourra-t-elle revenir à ses niveaux les plus bas ? Rien n'est moins sûr.

L'inflation pourrait se maintenir à un niveau structurellement élevé pour des raisons économiques, politiques ou encore démographiques. Nous assistons à un changement de paradigme, marqué avant tout par une déglobalisation des économies.

Une déglobalisation à l'œuvre

Après des années d'intégration mondiale croissante, les pays développés ont désormais la volonté de rapatrier leurs industries et tendent à mettre en place des mesures davantage protectionnistes. Cette reconfiguration est alimentée par les tensions politiques persistantes entre les États-Unis et la Chine, qui font naître méfiance et volonté d'indépendance de production.

Si la globalisation était synonyme de baisse des prix et de plus grande efficacité (avantages concurrentiels de chaque pays), car grandement favorable à l'offre et à l'optimisation des coûts, la réindustrialisation des pays développés devra passer par une hausse pro-

longée des dépenses d'investissement et des coûts de production plus importants, et donc par une persistance de l'inflation.

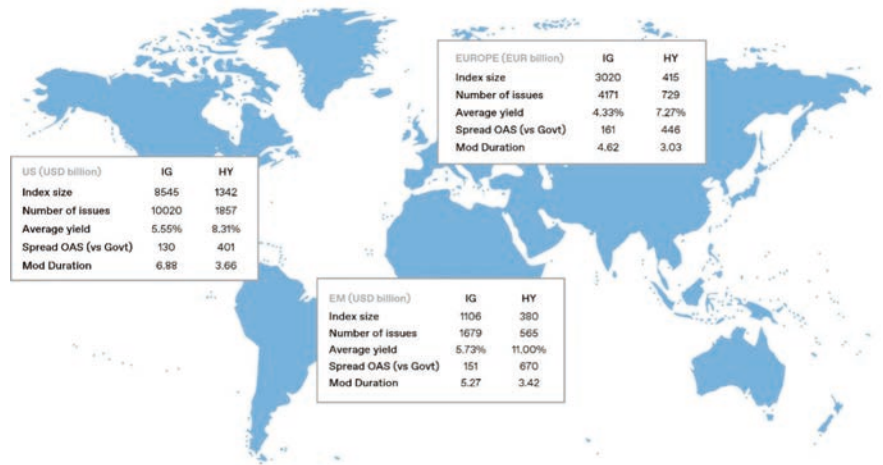
Les tensions géopolitiques entraînent d'autre part des difficultés sur les marchés des matières premières et de l'énergie. La guerre en Ukraine a un temps fait craindre une crise majeure du pétrole et du gaz, notamment en Europe, très dépendante de la Russie. Les prix ont temporairement flambé et contribué à la hausse de l'inflation, puis sont revenus à leurs niveaux d'avant invasion. La crise aigüe a ainsi été évitée, grâce aux efforts politiques conjugués. Cependant, la guerre s'inscrit désormais dans la durée et ses effets continueront à se faire ressentir sur les prix. Cela est vrai pour le pétrole et le gaz, mais aussi pour les produits alimentaires, l'Ukraine étant un important producteur dans ce secteur. Les tensions sur les marchés des matières premières sont renforcées par la raréfaction de certaines d'entre elles, par exemple le cuivre et le cobalt. Les terres rares sont de plus en plus convoitées, dans le cadre des nouvelles innovations technologiques.

Des facteurs également démographiques

La croissance démographique globale participe à l'augmentation de la demande, et donc des prix. Les classes moyennes se renforcent dans les pays autrefois considérés en développement, notamment les BRICS, entraînant avec elles une forte hausse de la consommation intérieure et des demandes d'importations.

Autre phénomène démographique majeur, la population active a tendance à baisser dans les pays développés, du fait du vieillissement de la population et d'un changement d'aspiration vis-à-vis du marché du travail. On parle beaucoup de la « Grande Démission » aux États-Unis (Great Resignation), qui commence même à s'étendre à la Chine, ou encore du développement du temps partiel. Cette baisse de la main-d'œuvre disponible, pour laquelle les entreprises doivent redoubler d'attractivité, risque de mettre les salaires sous pression à la hausse. Une hausse des salaires a tendance à alimenter l'inflation, avec un coût du travail de plus en plus élevé qu'il faut répercuter sur les prix. Nous pouvons déjà voir ce phénomène à l'œuvre, avec des marchés de l'emploi histo-

Trois grandes zones géographiques aux caractéristiques distinctes



riquement tendus, d'importantes hausses de salaires et de nombreux postes non pourvus en 2023 aux États-Unis ou en Europe.

Une hausse des coûts liée à la durabilité

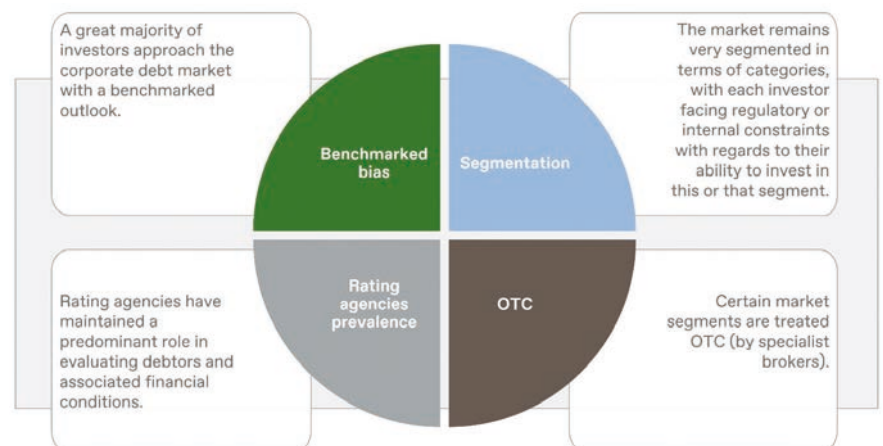
Autre facteur de hausse des coûts des entreprises qui pourrait ensuite être répercuté sur les prix, la lutte contre le réchauffement climatique. Celle-ci entraîne en effet des contraintes supplémentaires sur les moyens de production. Les entreprises sont de plus en plus appelées à augmenter leurs investissements pour assurer la durabilité de leur activité, dans un contexte de multiplication des normes réglementaires. Pour moins polluer,

produire devra coûter plus cher.

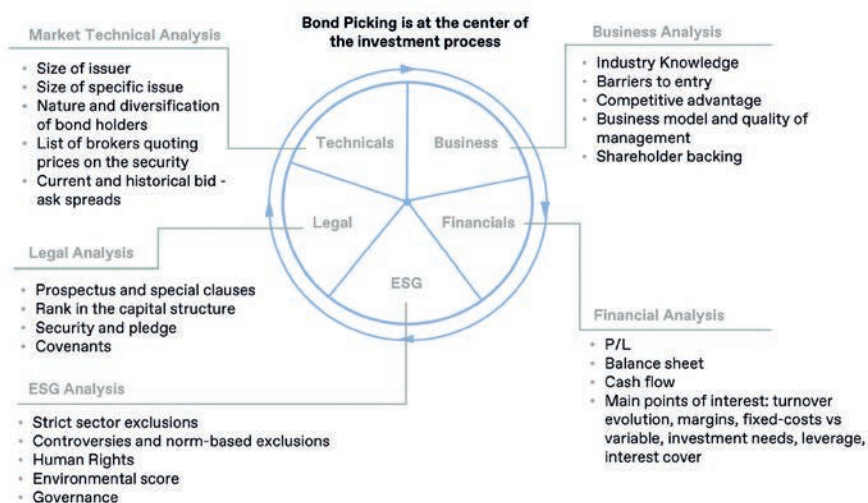
Le réchauffement climatique oblige également les États à affecter des ressources financières massives afin de faire face aux conséquences du réchauffement et des désastres naturels qu'il occasionne. Les incendies historiques de cet été dans le monde entier, ou la récurrence et l'intensification des ouragans illustrent cette nécessité d'allouer d'énormes moyens pour lutter face aux phénomènes climatiques extrêmes. Il en va de même pour les épisodes de sécheresse de plus en plus intenses et prolongés, ou pour la hausse du niveau des océans qui menace les côtes.

Dans ce contexte, et malgré les mouvements sur les marchés de ces derniers mois, nous

Le marché des obligations d'entreprises offre de nombreuses opportunités pour un expert en sélection de titres



Les éléments à prendre en compte lors de la sélection d'une obligation d'entreprise



pouvons considérer que les taux longs reflètent actuellement peu le risque d'une inflation inscrite dans la durée. Le taux à 10 ans américain s'établit autour de « seulement » 4% à fin août, le Bund allemand autour 2.5% et les emprunts de la Confédération à environ 1%.

2 - Dans ce contexte, les obligations d'entreprises constituent une diversification attractive

Le retour des rendements attractifs

A contrario des obligations souveraines, les rendements des obligations d'entreprises peuvent profiter d'un renforcement de l'inflation. Le segment Investment Grade corporate bénéficie d'un retour en grâce, avec des perspectives à nouveau attractives pour les investisseurs, après des années de rendements proches de zéro. Le Haut Rendement continue d'offrir également de belles opportunités, avec la prime de risque traditionnellement associée à cette catégorie. L'ensemble de ces rendements obligataires corporate sont désormais à des niveaux historiquement élevés et couvrent bien l'inflation, avec un taux de rendement réel positif.

Il convient de rappeler que les rendements des obligations d'entreprises dépendent du niveau des taux, mais également des spreads de crédit. La composante crédit apporte une source de rendement diversifiante, peu

corrélée avec l'évolution des taux dans un contexte inflationniste.

Cette classe d'actifs comporte généralement un risque de crédit plus élevé que les obligations souveraines, mais ce risque est bien rémunéré actuellement, étant donné les bons fondamentaux affichés par les entreprises. Cela est d'autant plus vrai sur les marchés émergents. Il est selon nous davantage opportun d'investir dans l'obligation libellée en dollars d'une entreprise turque qui réalise la majeure partie de son chiffre d'affaires en devise forte que dans une obligation souveraine de l'État turc lui-même.

Un univers large et diversifié

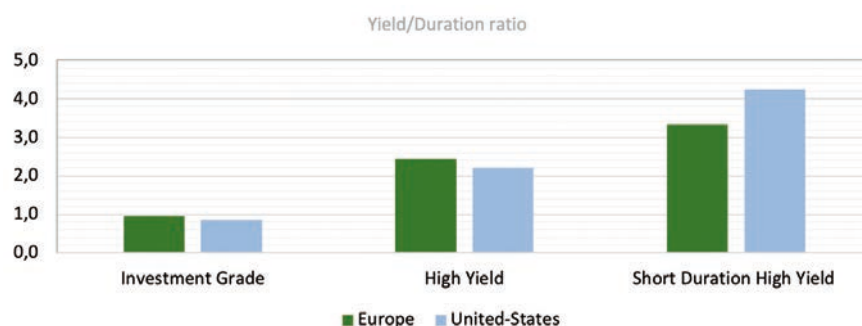
L'univers des obligations d'entreprises est désormais de taille importante sur l'ensemble de ses segments, aussi bien sur l'Europe et les

États-Unis que sur les marchés émergents, et dans toutes les catégories de notation. Cet univers continue de croître. Les hausses de taux n'ont d'ailleurs pas empêché certaines entreprises de venir se refinancer sur les marchés, notamment parce qu'elles considèrent que ces hausses pourraient se poursuivre, avec des conditions moins favorables à l'avenir pour ce type d'opérations.

Au-delà des rendements attractifs, l'univers large des obligations d'entreprises permet aux gérants d'opérer de vrais choix d'investissement, en phase avec leurs convictions. Les notions d'ESG, d'éthique et de durabilité prennent tout leur sens sur ce segment, car sélectionner une obligation d'entreprise, c'est valider un modèle économique, et à travers l'ensemble des valeurs qui constitue un portefeuille diversifié, faire des choix majeurs de société. Exclure complètement les énergies fossiles ou ne pas investir dans des entreprises en lien avec des régimes autoritaires constituent des exemples de positions éthiques qu'un gérant obligataire corporate peut adopter et implémenter de façon concrète.

D'autant qu'une démarche éthique de l'investissement, avec la durabilité en ligne de mire, a tendance à bénéficier d'une meilleure gestion des risques. La nécessité de sélectionner les obligations sur des critères à la fois financiers et extra-financiers oblige à prendre en compte un certain nombre de facteurs supplémentaires susceptibles d'impacter l'avenir des entreprises et la valeur des titres en portefeuille : réglementations toujours fluctuantes, controverses qui affectent l'image de marque, alternatives technologiques mettant en péril des modèles obsolètes, risques physiques liés aux catastrophes naturelles...

Le segment Short Duration High Yield, meilleur couple rendement/durée



L'univers corporate est en outre très diversifié dans ses caractéristiques techniques : noté/non noté, Investment Grade/Haut Rendement, callable/non callable, dette senior/junior; taux fixes/taux variables, convertibles/non convertibles... Cette diversité permet à la société de gestion de multiplier les possibilités d'investissement et de proposer des produits adaptés à ses attentes macro-économiques et aux besoins de ses clients.

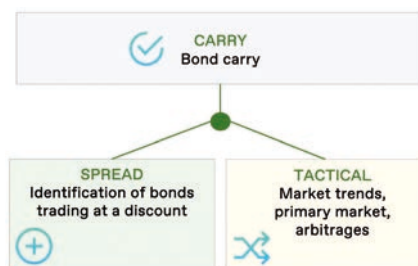
La nécessité du bond-picking

Le marché des obligations d'entreprises comporte également des inefficiences qu'un gérant actif doté d'une solide expérience et d'une excellente capacité d'analyse crédit peut exploiter; avec l'idée qu'un actif converge toujours vers sa valeur fondamentale réelle. Tandis que l'investissement sur les obligations d'État peut être réalisé en lignes directes et offre peu d'opportunités à dénicher; la sélection des obligations d'entreprises demande un savoir-faire et des processus d'analyse rigoureux pour aller chercher les titres les plus prometteurs et les plus robustes.

L'investisseur peut bénéficier de plusieurs

sources de performance à travers la gestion active d'un portefeuille d'obligations d'entreprises : le «carry», ou portage d'obligations, d'autant plus intéressant dans un environnement de taux élevés, la compression des spreads de crédit pour bénéficier de l'amélioration attendue des performances financières de certains émetteurs, et les arbitrages tactiques qui visent à anticiper une meilleure performance de sociétés dans certains secteurs ou zones géographiques par exemple.

Trois moteurs de performance

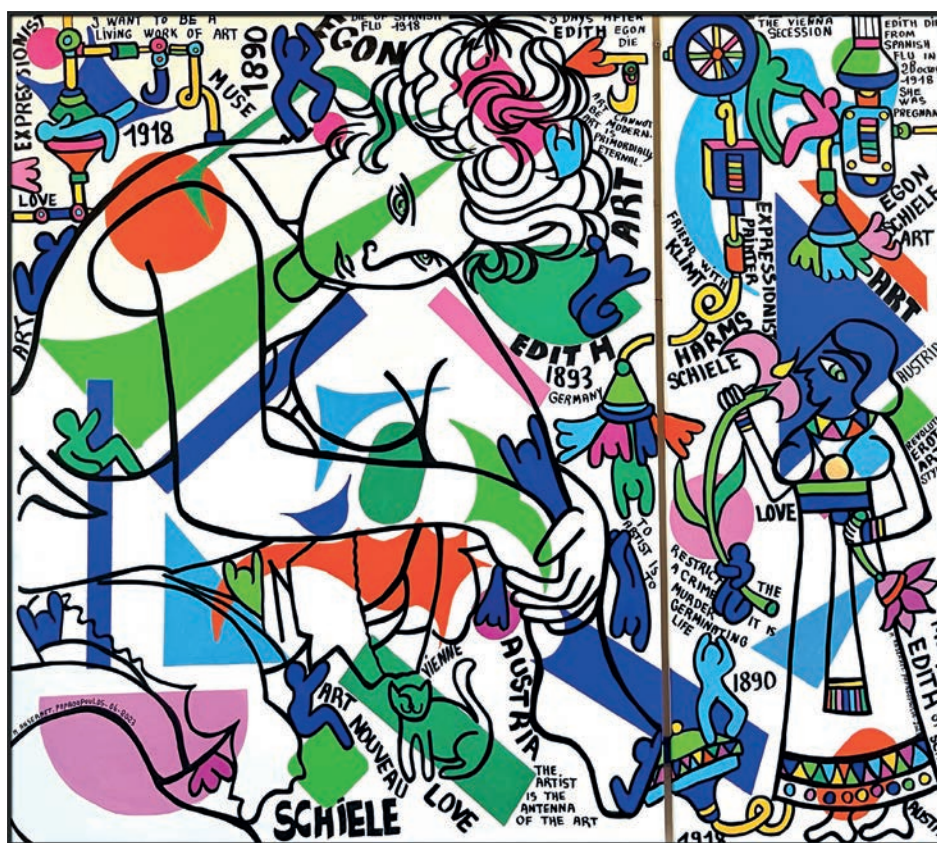


Dans le cadre de notre analyse des marchés obligataires corporate, le positionnement que nous privilégions actuellement est une durée courte à moyenne (2 à 3 années) et un risque de crédit modéré (notations BBB et

BB). Ce positionnement reflète bien l'état du marché et le nouvel environnement macro-économique. Le couple rendement / durée le plus attractif demeure sur la catégorie de notation Haut Rendement, notamment sur les titres à durée courte.

Différentes stratégies d'investissement

Suivant la sensibilité des investisseurs, le segment des obligations d'entreprises est accessible à travers différentes stratégies d'investissement. Nous pouvons citer les fonds à maturité, très en vogue actuellement et qui privilégient la visibilité, les fonds à durée courte avec un accent mis sur la protection, et enfin les fonds flexibles qui visent l'adaptabilité à toutes sortes de configurations de marché et cherchent à saisir des opportunités à la fois sur le court et le long terme, afin d'optimiser la performance.



Michèle Ansermet Papadopoulou, Edith, 150x165cm

Décarbonisation d'un portefeuille actions



Erik Christiansen, CFA
Spécialiste ESG et Climat

Scientific Beta



Olivier de Denon, CEFA
Head Institutional Business
Development Romandie

Baloise Asset Management SA

Les objectifs visés par les investisseurs avec la réduction de l'intensité de CO₂ de leurs portefeuilles sont souvent multiples et il existe plusieurs stratégies d'investissement pour les atteindre.

Nous pensons que l'élimination de l'univers investissable des entreprises les plus carbonées envoie les signaux les plus clairs – et donc les plus incitatifs – à leurs dirigeants, sur l'importance d'aligner leurs stratégies sur la transition climatique. Mais seulement à condition de ne pas exclure de façon indiscriminée des secteurs entiers : la carotte d'une réintégration future dans le portefeuille en cas d'amélioration de la performance climatique est en effet la courroie de transmission entre la réduction de l'intensité de CO₂ du portefeuille financier et la réduction de l'intensité de CO₂ de l'économie réelle.

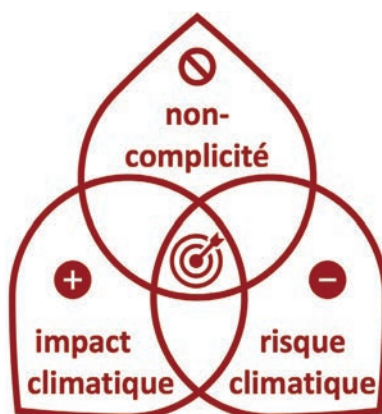
Cette réduction de l'intensité de CO₂ par filtrage permet également une réduction importante de l'empreinte carbone avec une faible réduction du nombre de titres éligibles. C'est un avantage essentiel pour maintenir un niveau élevé de diversification dans le contexte de portefeuilles multifactoriels, intrinsèquement plus carbonés.

Quelles sont les motivations pour réduire l'intensité de CO₂ de son portefeuille ?

Les investisseurs ont essentiellement trois raisons différentes pour vouloir réduire l'intensité de CO₂ de leur portefeuille, c'est-à-dire

réduire l'empreinte des gaz à effet de serre des entreprises dont ils sont actionnaires. Bien souvent ils combinent d'ailleurs plusieurs de ces trois motivations :

- **Contribuer à la lutte contre le changement climatique**, en incitant ces entreprises à réduire leurs émissions carbonées. Il s'agit alors de faire en sorte que la réduction de l'intensité de CO₂ des portefeuilles financiers se traduise ensuite en réduction de l'intensité de CO₂ de l'économie et donc en réduction des émissions de CO₂ dans l'atmosphère.
- **Éviter d'être complices**, ou du moins associés, à des entreprises qui enfrennent leurs valeurs éthiques, telles que représentées en particulier par les conventions internationales fondamentales, et dans ce cas précis par l'accord de Paris.



- **Réduire l'exposition de leurs investissements aux risques** créés par le changement climatique et par la lutte contre celui-ci.

Comment atteindre ces objectifs visés par la réduction de l'intensité de CO₂ ?

Pour atteindre ces objectifs, différentes méthodes de construction de portefeuille peuvent être appliquées, là encore souvent en les combinant :

- Réduire l'allocation en capital à une entreprise donnée contribue à augmenter son coût du capital et donc à limiter la croissance d'une activité que l'investisseur juge néfaste. Cela incite aussi la direction de l'entreprise à modifier cette activité et à tourner l'entreprise vers l'investissement dans des technologies favorables au but visé. En effet, le fait de vendre un titre, et d'en réduire la demande, contribue à baisser son prix, ce qui est équivalent à augmenter le coût du capital de son émetteur. Une baisse de valorisation des actions réduit également la valeur des rémunérations des dirigeants basées sur les actions, en particulier leurs stock-options, générant ainsi une incitation personnelle immédiate.
- En réduisant le poids des titres dont l'impact sur le changement climatique est le plus élevé, l'investisseur peut également espérer réduire son exposition aux risques climatiques, en particulier les risques dits de transition, tels que les durcissements des fiscalisations et des réglementations des émissions de gaz à effet de serre. En effet, les actifs liés aux activités dont l'intensité carbone¹ est la plus élevée, telle que l'extraction et l'utilisation de charbon et de sables bitumineux, peuvent être les plus sensibles aux augmentations imposées du prix du carbone, ou à la pure et simple interdiction de ces activités. Dans ces scénarios de durcissement fiscal et réglementaire, qui sont cohérents avec les engagements des États signataires de l'accord de Paris, la valorisation actuelle de ces entreprises peut ne pas refléter les risques pesant sur leur valeur future².
- De telles réductions d'allocation en capital peuvent aller jusqu'à l'exclusion com-

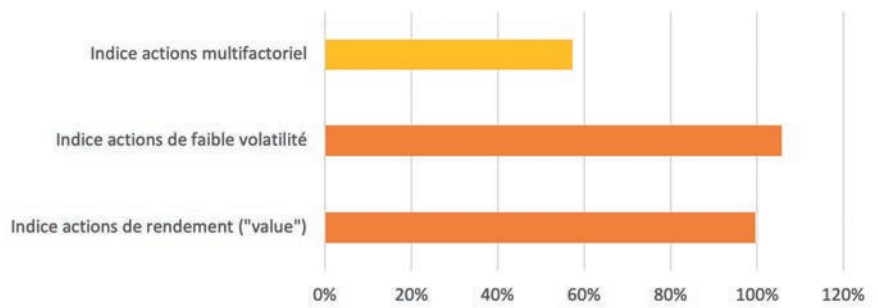
plète des titres d'un portefeuille. Dans ce cas l'investisseur, n'étant plus actionnaire, exprime clairement sa volonté de se dissocier de telles activités et comportements. Une telle approche envoie également des signaux particulièrement clairs aux dirigeants sur l'importance accordée à la lutte contre le changement climatique. Or l'impact sur le coût du capital est influencé non seulement par l'effet direct des ventes de titres sur leurs prix, mais aussi sur la perception du risque par le marché, perception d'autant plus marquée que le signal envoyé est clair³.

- Les investisseurs peuvent aussi influencer le comportement des entreprises par ce qui est appelé l'engagement actionnarial, à savoir l'exercice des droits de vote et le dialogue avec les entreprises. Certains y voient un argument contre la pratique d'exclusions, arguant que les actionnaires perdent leur capacité d'influence dès lors qu'ils ne sont plus actionnaires. Or en excluant d'emblée les titres, plutôt qu'en menaçant d'une exclusion future en cas de dialogue infructueux, les investisseurs démontrent leur détermination et leur capacité d'action. De plus, la carotte d'un futur rachat peut être aussi persuasive que le bâton d'une future cession. Et il n'y a pas de raison de croire que les émetteurs seraient moins enclins à dialoguer avec leurs actionnaires potentiels qu'avec leurs actionnaires actuels : un vendeur ne discute-t-il qu'avec ses clients existants, refusant d'écouter les attentes de ses prospects ?⁴

Pourquoi la réduction de l'intensité de CO₂ est-elle particulièrement pertinente pour les portefeuilles factoriels ?

Les portefeuilles qui visent une exposition aux facteurs de performance documentés par la recherche académique vont typiquement avoir une empreinte carbone significativement plus élevée qu'un indice de marché standard. C'est particulièrement vrai pour les facteurs de rendement (« value ») et de faible volatilité. C'est également le cas pour la stratégie multifactorielle déployée par Baloise et Scientific Beta, avant sa réduction de l'intensité de CO₂. Cela s'explique surtout par l'allocation sectorielle induite par ces deux facteurs, qui vont avoir ten-

Augmentation de l'intensité carbone de portefeuilles factoriels par rapport à un indice de marché standard (avant décarbonisation)



Intensité carbone moyenne pondérée (Scopes 1+2/chiffre d'affaires) des indices SciBeta Developed iHFI Multi-Strategy Six-Factor EW, SciBeta Developed iHFI Multi-Strategy Low Volatility et SciBeta Developed iHFI Multi-Strategy Value, par rapport à l'indice SciBeta Developed Cap-Weighted, au 30 juin 2023.

dance à surpondérer les secteurs industriels et de production d'électricité. Comme on le voit dans le graphique ci-dessus, certains facteurs vont doubler l'intensité carbone des portefeuilles par rapport à un indice de marché standard.

Dans ce contexte, la réduction de l'intensité de CO₂ devient d'autant plus cruciale. Mais il faut également être particulièrement attentif à minimiser l'interférence de la réduction de l'intensité de CO₂ avec les sources de performance de la stratégie. De plus, nous appliquons le principe fondamental d'une construction efficiente de portefeuille, à savoir que le couple rendement/risque est amélioré par la diversification des risques idiosyncratiques, et devons donc garder un large univers investissable.

Comment réduire l'intensité de CO₂ de façon efficiente pour un portefeuille multifactoriel ?

De ce que nous venons d'exposer, nous tirons des conclusions sur la manière d'aboutir à une méthode de la réduction de l'intensité de CO₂ de notre portefeuille multifactoriel, qui préserve à la fois l'exposition désirée aux facteurs de performance de long terme et un haut niveau de diversification.

Nous sommes convaincus que le filtrage de l'univers investissable, c'est-à-dire l'exclusion de certains titres, a des avantages par rapport à leur simple sous-pondération :

- Les entreprises liées au charbon thermique et aux sables bitumineux sont intrinsèque-

ment incompatibles, à court terme, avec les objectifs de l'accord de Paris. Nombre d'investisseurs souhaitent donc s'en distancer totalement.

- Pour les autres entreprises dont l'intensité carbone est particulièrement élevée, leur élimination totale permet d'obtenir une réduction forte de l'empreinte carbone du portefeuille avec un faible nombre de titres, ce qui permet de maintenir un univers d'investissement très large. Comme nous l'avons souligné, une telle stratégie de filtrage, qui n'utilise pas des stratégies complexes et opaques d'optimisation de portefeuille, envoie des signaux particulièrement clairs – et donc efficaces – aux dirigeants d'entreprises et aux marchés financiers.
- Toutefois, en éliminant des secteurs entiers, on éliminerait également les incitations des entreprises à modifier leur comportement. Or la réduction de l'intensité de CO₂ des portefeuilles financiers ne se traduit en réduction des émissions de CO₂ dans l'atmosphère que si elle contribue à influencer les stratégies des entreprises. Nous veillons donc à ne jamais éliminer plus de la moitié des entreprises d'un même secteur, afin d'avoir une courroie de transmission entre la réduction de l'intensité de CO₂ de portefeuille et la réduction de l'intensité de CO₂ de l'économie réelle.

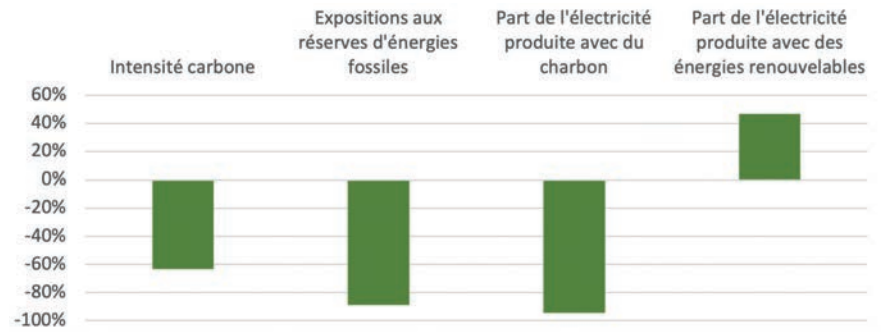
Comme le montre le graphique de la page suivante, avec une telle méthode de réduction de l'intensité de CO₂, on peut significativement réduire l'intensité carbone d'un



indice multifactoriel. En même temps, on peut réduire l'exposition du portefeuille à des actifs qui sont particulièrement exposés à des risques de durcissements réglementaires et fiscaux sur les émissions carbonées, tels que les réserves d'énergies fossiles et les centrales électriques à charbon. À l'inverse, le portefeuille accroît le rôle des énergies renouvelables.

- 1 - L'intensité carbone d'une entreprise peut en particulier être mesurée, comme nous le faisons pour notre portefeuille multifactoriel réduisant l'intensité de CO₂, par le rapport entre ses émissions directes et celles liées à l'achat d'électricité (scopes 1 et 2) d'un côté, et son chiffre d'affaires de l'autre.
- 2 - Voir Christiansen, E. (2022) Financing the Energy Transition: What is the Role of Fossil Fuels Divestment?
- 3 - Voir Dordi, T. and O. Weber (2019). The Impact of Divestment Announcements on the Share Price of Fossil Fuel Stocks. Sustainability 11: 3122.
- 4 - Voir Amenc, N., E. Christiansen, F. Ducoulombier, F. Goltz, and V. Liu (2020). ESG Engagement and Divestment: Mutually Exclusive or Mutually Reinforcing?

Indice Scientific Beta/Baloise multifactoriel bas carbone (pays développés ex-Suisse), changements par rapport à un indice de marché standard



Changements d'indicateurs de l'indice SciBeta Developed ex-Switzerland Low-Carbon Baloise iHFI MBMS 6F EW par rapport à SciBeta Developed ex-Switzerland Cap-Weighted, au 30 juin 2023, pour les métriques suivantes : intensité carbone moyenne pondérée (Scopes 1+2/chiffre d'affaires), réserves d'énergies fossiles (t CO₂e / CHF investi), parts de l'électricité produite par les entreprises du portefeuille à partir de charbon et d'énergies renouvelables.



Michèle Ansermet Papadopoulos, Wally, 200x180cm

Le rapport durable de ma caisse de pensions peut-il être considéré comme un outil stratégique ?



Elisa Benito
Analyste de produits financiers durables

CONINCO Explorers in finance SA

Nous observons une augmentation du reporting ESG parmi les acteurs financiers, et les caisses de pensions ne font pas exception à cette tendance. En effet, l'ASIP a déjà publié un rapport contenant des recommandations en matière de reporting ESG, et il est probable que d'autres publications similaires verront le jour dans le domaine de la prévoyance. En conséquence de ces initiatives, la question qui se pose est de savoir si nous allons assister à l'émergence du reporting ESG au sein des caisses de pensions, même si, à ce jour, il ne s'agit pas d'une obligation réglementaire.

Un rapport ESG d'une caisse de pensions suisse devrait évaluer comment la caisse intègre ces critères dans sa stratégie d'investissement. Il devrait examiner les efforts pour investir dans des entreprises respectueuses de l'environnement, promouvoir des pratiques commerciales éthiques et assurer une gouvernance transparente. Cela permet non seulement de promouvoir des valeurs durables, mais peut également avoir un impact positif sur la performance à long terme des investissements.

De plus, un rapport durable peut avoir un impact positif sur la réputation de la caisse de

pensions. Une gestion transparente et responsable renforce la confiance des adhérents et peut attirer de nouveaux membres. Une réputation solide peut être un avantage stratégique.

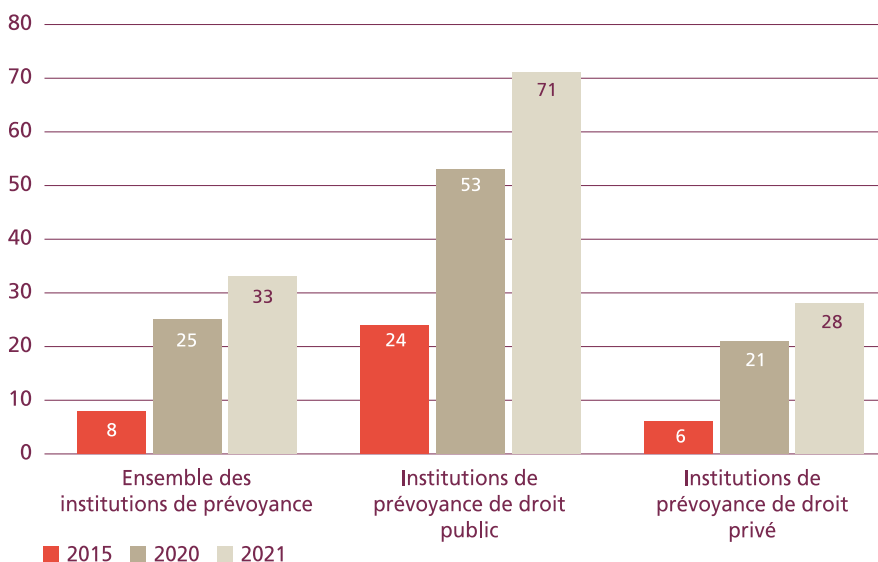
Enfin, dans le contexte actuel où la durabilité est de plus en plus importante pour les investisseurs et les régulateurs, un rapport durable peut aider la caisse de pensions à se conformer aux normes et aux attentes en matière de responsabilité sociale et environnementale. Cela peut réduire les risques liés à la réputation et aux réglementations, ce qui est essentiel pour une gestion à long terme.

L'Association Suisse des Institutions de Prévoyance (ASIP) a publié des recommandations de reporting ESG pour les caisses de pensions. Il apparaît que ces directives ESG de l'ASIP se traduisent en réalité par des directives principalement environnementales (E), et plus spécifiquement, des directives concernant la communication sur le climat et l'engagement actionnarial.

Un aspect surprenant de ce rapport de l'ASIP est l'affirmation selon laquelle il ne sera plus nécessaire de tenir compte des scores ESG en raison des diverses méthodologies en vigueur et de l'impossibilité de comparaison de ces indicateurs au fil du temps.

L'étude de Swisscanto soulève l'augmentation du nombre de caisses de pensions ayant intégré des critères ESG dans le règlement de placement.

Part en % des institutions de prévoyance ayant ancré les principes ESG dans leur règlement de placement.



Source : Swisscanto

La sensibilité aux critères ESG d'une caisse de pensions est corrélée à deux facteurs principaux : sa taille, les caisses de pensions de plus grande envergure manifestant un intérêt accru à l'égard de ces critères, et sa nature juridique, les caisses de pensions publiques affichant de manière manifeste un intérêt supérieur pour les considérations ESG.

Dans un pays où la durabilité est une préoccupation croissante, les rapports ESG jouent un rôle clé dans la prise de décision financière pour la retraite. Nous anticipons une croissance significative de ces rapports, reflétée par la montée en puissance des critères ESG au sein des réglementations en matière de placements.

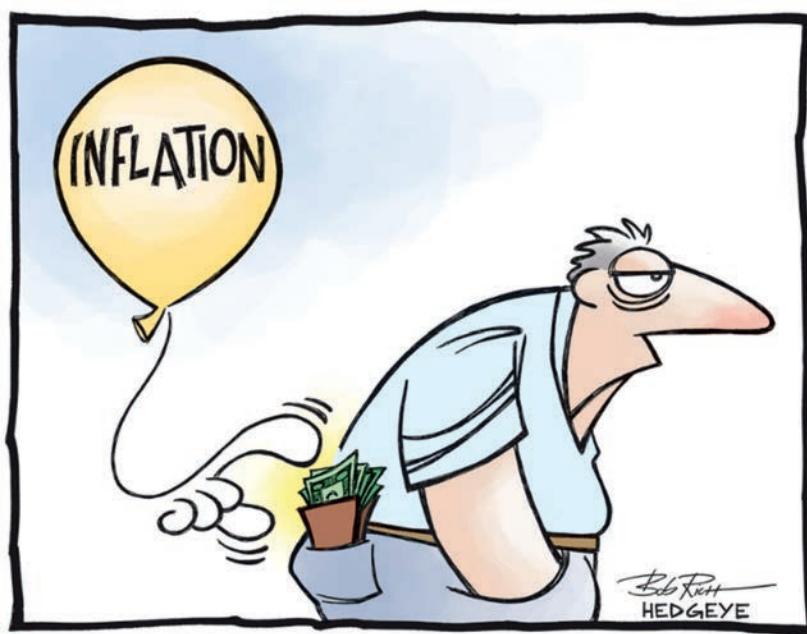
Inflation : stop ou encore ?



Sabahudin Softic
Fondé de pouvoir
Conseiller Institutionnel

CONINCO Explorers in finance SA

« Ce qu'il y a de bien avec l'inflation, c'est que, quand on va au magasin avec cent francs, on en ressort plus vite qu'il y a un an. »



L'actuelle période de forte hausse des prix a débuté en 2021 et fait suite à une longue période de relative stabilité. Ayant dans un premier temps nié la problématique, la plupart des banques centrales ont commencé à prendre des mesures fortes à partir de début 2022, principalement par le biais d'augmentation de leurs taux d'intérêt directeurs, afin de tenter de résoudre le problème. Suite à cela, les taux d'inflation, après avoir culminé à des niveaux plus vus en Occident depuis de nombreuses années, ont amorcé un retour en direction de leur moyenne historique ces derniers mois.

Au moment où on écrit ces lignes, le niveau d'inflation reste cependant jugé encore trop élevé par les autorités concernées. Cela dit, la plupart des instituts monétaires s'accordent

à dire que les taux d'inflation vont continuer à baisser et qu'elles s'attèleront à la tâche jusqu'à ce que les niveaux reviennent aux objectifs fixés d'environ 2% par an.

Impressions monétaires

« L'inflation (persistante) est toujours et partout un phénomène monétaire », Milton Friedman.

Alors que les banques centrales semblent bien décidées, du moins c'est ce qu'elles affirment, à faire tout ce qui est nécessaire afin de faire revenir l'inflation à des niveaux acceptables, il faut relever que ce sont bien elles qui sont en grande partie responsables de la problématique. En effet, depuis de nombreuses années, et plus particulièrement depuis la

crise de 2008, les instituts monétaires ont systématiquement répondu à toutes les crises qui se présentaient par des baisses des taux directeurs et surtout par d'importantes injections monétaires. Ces injections monétaires, principalement des rachats sur le marché secondaire des dettes des États, autrement dit de la monétisation, ont continuellement fait enfler leurs bilans.

Ces politiques monétaires laxistes sur un long terme n'ont étonnamment pas provoqué de hausses incontrôlées de l'inflation... jusqu'à la crise de trop. En effet, suite à une accélération massive de l'endettement provoqué par les politiques budgétaires liées au « Covid » à partir de début 2020, et les nouvelles monétisations qui les ont accompagnées, les taux d'inflation ont donc finalement commencé à dépasser les bornes à partir de début 2021.

À partir de début 2022, sentant la situation leur échapper, les banques centrales ont donc commencé à réduire leurs bilans pour faire face à la problématique, avec jusqu'à présent un certain succès puisque, comme on l'a vu, les taux d'inflation ont effectivement reflué. Mais à la prochaine crise, si elles suivent le modus operandi utilisé ces dernières années, elles se remettront à monétiser et les taux d'inflation risquent de repartir à la hausse.

Dettes

La hausse des bilans des banques centrales des dernières années a été accompagnée par une hausse continue de l'endettement des États.

De futures monétisations sont d'autant plus inévitables que les États ne semblent pas avoir pris la pleine mesure de la problématique de l'inflation et de ces mécanismes. En effet, la plupart des pays qui ont été confrontés aux hausses généralisées des prix ont choisi de traiter les symptômes, au lieu de traiter le mal. C'est-à-dire qu'ils ont décidé de donner toutes sortes d'aides aux divers agents économiques, aides financées à crédit. Les déficits budgétaires des États restent donc très importants. Pour aider à calmer les taux d'inflation, il faudrait dépenser moins que ce qui est levé en impôts afin de réduire la demande générale des biens et services, or c'est exactement l'inverse qui se produit. En aidant les ménages par le biais de la hausse

des dettes étatiques sur le court terme, les États risquent d'amplifier le problème de l'inflation sur le court, moyen et long terme.

La poursuite de l'endettement, amputé momentanément de la monétisation par les banques centrales a logiquement participé à faire rapidement monter les taux obligataires.

Les énormes stocks de dettes étatiques accumulées depuis des années continuent de monter; la dette américaine par exemple vient de dépasser USD 33'000 milliards.

Cette situation ne semble pas tenable sur le moyen à long terme et risque inévitablement de créer une sorte de crise liée à la soutenabilité de la dette à des taux désormais plus élevés. Lorsque cela arrivera, les banques centrales vont probablement se remettre à faire enfler leurs bilans en achetant des obligations étatiques et les taux d'inflation risquent de repartir à la hausse.

Matières premières

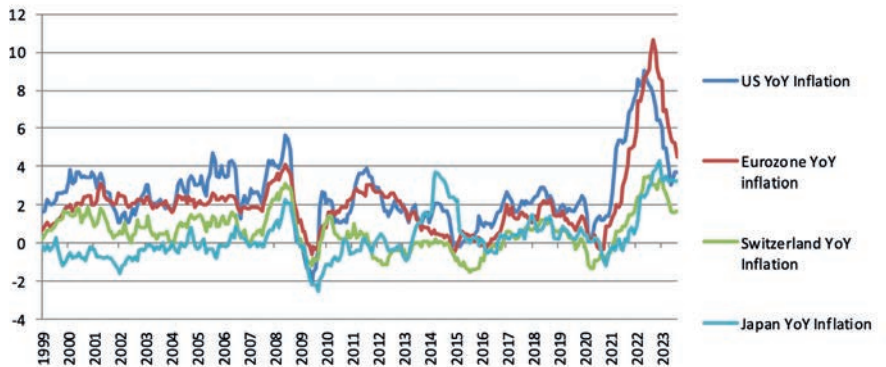
Il est difficile de savoir avec certitude si les impressions monétaires faites jusqu'à présent se sont déjà pleinement diffusées dans l'économie. On peut néanmoins tenter de s'en faire une idée en analysant notamment les prix des matières premières. Les prix nominaux seuls ne donnent pas une indication utile, car ils n'incluent pas la perte de valeur de la monnaie dans le temps, en raison de l'inflation. Nous avons donc fait une analyse long terme de l'indice en matières premières S&P GSCI Total Return Index, en dollar américain, corrigé de l'inflation américaine.

Il ressort que d'un point de vue historique, les cours des matières premières, corrigés de l'inflation, sont encore à des niveaux relativement bas. On peut donc en conclure que les potentiels de hausse des prix en général ne sont largement pas épuisés.

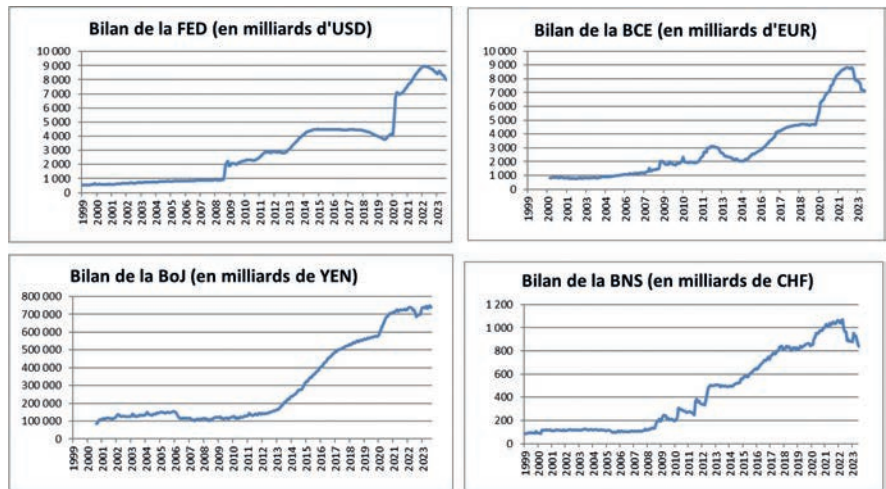
Conclusion

Au vu des éléments qui précèdent, il semble acquis que les taux d'inflation élevés ayant démarrés en 2021, suite à des années de laxismes monétaires, vont encore nous accompagner pendant quelques années. Le temps exact que cela prendra dépendra

Indice des prix à la consommation (sur 12 mois glissants)



Source : Refinitiv/CONINCO



Source : Refinitiv/CONINCO

Taux obligataires de référence à 10 ans (en %)



Source : Refinitiv/CONINCO



Source : zeroedge.com

S&P GSCI Total Return Index (en USD corrigé de l'inflation)



Source : Refinitiv/CONINCO

largement des politiques qui seront menées par les États et les banques centrales. Ce qui paraît probable est que le problème ne pourra pas être réglé en continuant de générer toujours plus de dettes étatiques que les banques centrales devront d'une manière ou d'une autre monétiser.

Les banques centrales elles-mêmes semblent avoir bien compris le problème et cherchent à ralentir la demande. En effet, elles sont conscientes que pour faire baisser l'inflation il faudra que la demande baisse et que l'économie s'adapte à cette nouvelle réalité. Or, les États ne semblent pas l'accepter et continuent à fortement s'endetter pour notamment maintenir l'économie à flot, ce qui va contrecarrer les efforts des banques centrales à moyen et long terme.

Tant que ce cercle vicieux ne sera pas stoppé, le taux d'inflation devrait se maintenir à un niveau plus élevé que ce qui a été constaté dans les années précédentes. ■



Michèle Ansermet Papadopoulos, Spanish Dancer, 100x150cm

Les obligations vertes – une réelle solution ou simplement un nouveau produit financier ?



Lisa Turk
Gérante/Analyste
Marchés émergents

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

I - Le marché des obligations vertes – au-delà du label, quel impact et à quel prix ?

Ces dernières années, de plus en plus d'investisseurs ont été désillusionnés par la « mode » engendrée par l'ESG. Est-ce que l'essor des obligations vertes se démarquera de l'investissement ESG classique ? Nous sommes persuadés que oui ! La standardisation du marché et les exigences de transparence sur ces obligations ont permis d'en faire un marché de qualité, qui permet aux investisseurs de savoir précisément quel projet vert ils financent, dans quel lieu et avec quel impact et ainsi de prendre des décisions avisées.

L'approche « Use-of-Proceeds » (utilisation des fonds empruntés) des obligations vertes

et durables est largement reconnue par les instances internationales (ONU, G20, OCDE, FMI, UE) comme un outil essentiel pour « améliorer l'efficacité de la finance durable et mobiliser davantage d'investissements privés ». À titre de référence, une entreprise qui émet une obligation verte s'engage à utiliser les fonds empruntés spécifiquement pour des projets favorables à l'environnement, incluant entre autres l'amélioration de l'efficacité énergétique, le développement de transports bas-carbone, l'isolation ou la gestion des déchets. Elle publie des rapports d'allocation et d'impact annuels afin de rendre compte du respect de ses engagements et de l'allocation précise à chaque projet. Ces instruments sont bien réglementés et respectent des principes stricts, ce qui permet aux investisseurs de suivre les fonds prêtés jusqu'à leur utilisation

finale. L'investisseur a donc à disposition tout ce qu'il faut pour évaluer et analyser l'impact de ses investissements: il sait quelle extension de ligne de métro il finance à Hong Kong, quelle ligne de train il finance entre deux villes en Chine ou encore quel projet de panneaux solaires il finance dans le Maharashtra en Inde. Ce niveau de transparence est exigé pour des entreprises européennes tout comme pour des entreprises basées dans des pays émergents.

En revanche, une approche de gestion active est essentielle dans ce domaine, car toutes les obligations vertes ne se valent pas. Une vigilance particulière lors de la sélection des obligations est indispensable - respect de normes de l'International Capital Market Association (ICMA), analyse approfondie des objectifs d'investissements et des projets, esprit critique et capacité de jugement. Une société immobilière émettant une obligation verte pour construire un immense centre commercial en pleine nature pourrait avoir le même label qu'une société d'énergie renouvelable émettant une obligation verte pour financer un nouveau projet éolien. Il est donc nécessaire d'adopter une approche critique et active dans ce secteur, qui est facilité par le caractère transparent des obligations vertes. Inversement, il ne faudrait pas non plus laisser une minorité d'émetteurs trompeurs nous dissuader d'investir dans toutes les opportunités à impact positif qui demeurent majoritaires.

Approche « Use-of-proceeds »

L'emprunt émis sur les marchés par une entreprise est utilisé pour financer des activités et des projets verts, sociaux ou une combinaison d'activités et de projets verts et sociaux



Un marché de 3'695 milliards \$

Approche de la responsabilité d'entreprise

L'entreprise fixe des objectifs de développement durable à l'échelle de l'entreprise à l'aide d'indicateurs de performance clés prédéterminés



Un marché de 219 milliards \$

Source : Bloomberg NEF, Bloomberg Terminal, 2007-2023 (janvier).

2 - Un déficit de financement massif, surtout dans les pays émergents

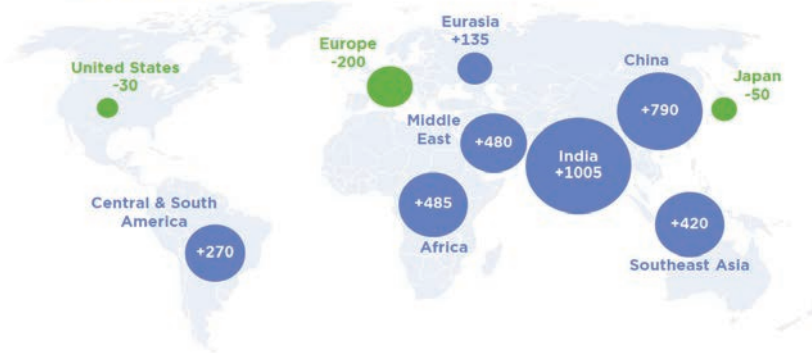
Les obligations vertes et durables devraient permettre de rediriger les flux de capitaux vers des projets liés au climat et de réduire le déficit de financement qui existe pour la transition énergétique. Le développement vert à l'échelle mondiale nécessitera des investissements sans précédent, en particulier dans des projets de taille et à fort impact. Le G7 estime que près de 3 000 milliards de dollars de financement par an sont nécessaires à l'échelle mondiale afin de parvenir à une économie bas carbone. 75% de ce montant correspond à des besoins en dehors des sept principales économies développées. Pourtant, seule une infime partie du financement de la lutte contre le dérèglement climatique est actuellement destinée aux pays en développement. Il est donc urgent de s'attaquer à cet immense déficit de financement afin de le réduire, tout en saisissant les opportunités prometteuses pour toutes les parties prenantes.

Les pays émergents se retrouvent en effet au centre de la thématique du changement climatique. Non seulement parce que ce seront probablement les pays les plus durement touchés, mais aussi parce qu'il s'agit de pays dont la consommation d'énergie devrait drastiquement augmenter au cours des 20 prochaines années (voir graphique ci-contre). Aujourd'hui, les émissions de carbone par habitant sont faibles dans la majorité des pays émergents, si on les compare à celles de la plupart des marchés développés, mais les perspectives économiques et démographiques des pays en développement entraîneront une forte augmentation de la consommation d'énergie dans les années à venir. Or, le CO₂ n'a pas de frontières. Les conséquences climatiques seront globales. La trajectoire énergétique de tous les pays émergents nous concerne donc directement.

On estime notamment que d'ici 2030, l'Inde dépassera l'Union européenne en tant que troisième plus grand consommateur d'énergie au monde et que d'ici 2040, le pays aura augmenté sa consommation d'énergie primaire de 70%². Ce n'est là qu'un exemple, mais il illustre clairement l'ampleur du défi auquel les marchés émergents, et par conséquent le monde entier, seront confrontés dans les prochaines décennies.

La consommation d'énergie devrait augmenter Drastiquement dans la région EM¹

Évolution attendue de la consommation d'énergie primaire, 2016-2040 ; en millions de tonnes d'équivalent pétrole



Source : IEA, World Energy Outlook 2017

Cette situation constitue une occasion unique pour les pays émergents de faire l'impasse sur certaines technologies à forte intensité carbone pour se concentrer d'emblée sur des technologies plus propres et plus efficaces. Par exemple, un pays comme le Nicaragua, qui dispose actuellement d'une infrastructure électrique très limitée, pourrait directement privilégier des sources d'énergie renouvelable comme le solaire et l'éolien.

Il convient de noter que de nombreux pays émergents sont prêts à recevoir ces flux de capitaux et qu'il existe dans ces pays des projets qui ont à la fois un potentiel d'envergure et d'impact. C'est d'autant plus vrai que l'impact du changement climatique est déjà perceptible dans de nombreux pays émergents et que les conséquences risquent d'être plus graves pour ceux-ci. Les gouvernements sont ainsi davantage incités à élaborer et à mettre en œuvre des projets visant à réduire les émissions de carbone. Dans ces pays, il ne s'agit pas seulement de faire des choix responsables, c'est aussi une question de survie. Pour y parvenir, il leur manque souvent le capital.

3 - Une coordination indispensable des financements publics et privés

Si certaines institutions publiques viennent combler le déficit d'investissements verts sur les marchés émergents, le secteur privé joue aussi un rôle clé dans le financement et l'exécution des projets verts. Dans certains pays, de larges plans de transition sont déjà déployés comme en Chine où le plan «For a Modern

Energy System» vise à atteindre 33% d'énergie renouvelable dans la consommation électrique du pays d'ici 2025³ ou encore en Inde où le gouvernement ambitionne de porter à 500 GW sa capacité d'énergie renouvelable d'ici 2030⁴. Or, ces plans de transition doivent faire appel aux entreprises privées pour exécuter une partie de leurs projets. Au Chili, par exemple, soutenues par les pouvoirs publics, les entreprises privées ont joué un rôle déterminant dans la transition énergétique. Grâce à elles, depuis 2022, plus de la moitié de l'électricité du pays est produite à partir d'énergies renouvelables. Cette évolution, considérable pour une nation historiquement dépendante du charbon, est presque exclusivement le fruit de projets d'énergies vertes financés et exécutés par des entreprises privées. Cela crédibilise également l'objectif du gouvernement de convertir plus de 80% de sa production totale d'électricité en énergies renouvelables d'ici à 2030. Le soutien généralisé de la population et des différents partis politiques constitue un contexte stable et idéal pour que le secteur privé puisse développer des projets dans le domaine des énergies renouvelables. Les entreprises privées ont joué un rôle crucial dans la transition énergétique du Chili, avec des projets allant du stockage à la production en passant par la transmission. Si des investissements supplémentaires sont consentis dans le futur, le potentiel sera énorme.

4 - Une profondeur de marché suffisante

Les entreprises privées font de plus en plus appel aux investisseurs internationaux pour

financer leurs projets. La forte croissance du marché des obligations labellisées⁵ - obligations vertes, durables et obligations sustainability-linked - en est le meilleur exemple et la taille de ce nouveau marché est déjà appréciable. Il représente dans son ensemble environ 4 000 milliards de dollars, dont environ 25% dans les marchés émergents, soit 1 000 milliards de dollars. Dans cet univers, les obligations émergentes en devise dure représentent 500 milliards de dollars, une taille comparable au marché du HY européen. La profondeur de marché des obligations émergentes labellisées est donc tout à fait appropriée. Ce d'autant plus que les perspectives de croissance sont importantes : depuis 2017, les émissions émergentes labellisées ont été multipliées par plus de 8 et devraient continuer à croître à un rythme soutenu.

Du côté de la demande, l'intérêt pour ce marché n'a cessé de croître, en particulier dans le contexte de l'engagement de plus de 10 000 milliards de dollars d'actifs institutionnels en faveur de la transition vers la neutralité carbone⁶. Cela devrait accroître les flux vers des solutions engagées en faveur du climat ainsi que vers certains secteurs, comme le secteur de l'Énergie (Réduction de l'utilisation des combustibles fossiles, Électrification à grande échelle, développement de systèmes énergétiques à faible teneur en carbone, etc.), du Transport (Électrification, développement des transports publics, etc.), de l'Industrie (Amélioration de l'efficacité énergétique, Réduction des déchets, etc.) ou encore vers le secteur bancaire qui est très actif dans le financement de la transition. Cette affirmation est corroborée par la collecte positive l'année dernière des fonds obligataires émergents ESG, au moment où la décollecte des fonds obligataires non-ESG atteignait des sommets inégalés depuis plus d'une décennie. La dynamique de ce marché accompagnée d'une profondeur déjà intéressante rendent le segment attractif d'un point de vue financier, en plus de l'aspect impact.

5 - Un rendement financier similaire à des obligations classiques tout en présentant un profil rendement-risque attractif

Du point de vue financier, il n'y a actuellement aucun coût supplémentaire (c'est-à-dire aucun «greenium») pour les investis-

seurs qui se positionnent sur des obligations émergentes labellisées versus des obligations classiques (non labellisées), les deux classes d'actifs offrant un rendement corrigé du risque similaire. Le nouvel indice de JP Morgan sorti en septembre 2022, le Green Bond EM Credit Diversified Index, affiche en effet un rendement à l'échéance de 6,4% en dollars pour un rating de crédit Investment Grade - IG - en moyenne (80% d'IG dans l'indice). Cela peut se comparer à un indice corporate émergent Investment Grade classique (CEMBI IG) qui offre un rendement à l'échéance de 6,1% (100% d'IG). Ces rendements sont particulièrement intéressants lorsqu'ils sont comparés à l'indice corporate américain IG, qui offre un rendement de 5,6% pour une volatilité sur 3 ans quasiment deux fois supérieure.

Dans le monde des obligations vertes, la plupart des entreprises sont de bonne qualité - 80% d'IG dans l'indice JPM EM Green bonds. C'est donc assez naturellement que l'Asie se retrouve fortement représentée dans ce marché, avec près de 45% dans l'indice JPM cité plus haut (sachant que dans cet indice, l'allocation par pays est plafonnée à 10% maximum). Cette allocation est suivie par l'Europe émergente qui représente environ 20% de l'indice, du Moyen-Orient à 18% et enfin de l'Amérique latine à 17%. Cette classe d'actif apporte ainsi, d'une part, une diversification géographique intéressante dans la construction d'un portefeuille d'un investisseur européen ou américain - 28 pays dans l'indice en question - et, d'autre part, pour les investisseurs sensibles au sujet, un impact particulièrement important en matière de décarbonation. L'indice obligataire corporate émergent classique est aligné à une trajectoire de presque 4,2 degrés selon les données de Carbone 4⁷, alors que son équivalent n'incluant que des obligations vertes est aligné à 1,8 degré⁸. Ces dernières sont donc un véhicule d'investissement essentiel pour se rapprocher le plus possible des objectifs de l'Accord de Paris.

Pour conclure, les obligations labellisées sont, d'après notre analyse, un outil puissant pour mobiliser les capitaux en faveur de la transition énergétique. Elles devraient permettre de réduire le déficit de financement massif qui prévaut actuellement dans les pays émergents et qui est voué à s'accroître dans les années à venir. La transparence exigée pour

ces véhicules d'investissement permet aux investisseurs de faire des choix avisés et à fort impact, tout en pouvant espérer un rendement similaire à des obligations classiques. Le marché est liquide et devrait offrir une croissance attractive dans un avenir proche. S'il n'y a pas de solution miracle pour lutter contre le changement climatique, nous sommes toutefois convaincus qu'une combinaison d'outils peut permettre une réelle avancée, notamment avec des initiatives publiques et privées, ainsi que des investissements liquides et illiquides. Nous sommes convaincus que les obligations vertes comptent parmi les outils les plus efficaces sur le marché des instruments liquides et l'investissement dans les pays émergents est celui qui devrait être parmi les plus impactant d'un point de vue climat. ■

1 - Banque européenne d'investissement.

2 - Par rapport à 2019. Source : Agence internationale de l'énergie (AIE).

3 - <https://www.spglobal.com/commodityinsights/en/market-insights/latest-news/energy-transition/092322-china-could-exceed-renewables-generation-target-of-33-by-2025>

4 - <https://pib.gov.in/PressReleaseSelfFramePage.aspx?PRID=1913789>

5 - Le marché des obligations labellisées se compose d'obligations vertes, sociales, durables et liées à la durabilité. Source : Bloomberg BNEF (janvier 2023).

6 - Net Zero Asset Owner Alliance des Nations Unies.

7 - Indice JPM CEMBI Broad Diversified, avec un taux de couverture de l'indice avec les données Carbone 4 à 52%.

8 - Indice JPM Green Bond EM Credit Diversified Index, avec un taux de couverture de l'indice avec les données Carbone 4 à 58,8%

L'ESG dans les actions suisses de petite et moyenne capitalisation : point de vue d'un praticien



Daniele Scilingo
Responsable
des actions suisses

Mirabaud Asset Management

Le débat sur l'environnement, le social et la gouvernance (ESG) a sans aucun doute gagné en intensité et polarise le monde de la finance. Qu'il s'agisse d'organisations motivées par des convictions idéologiques, de gestionnaires de fortune en quête de rendement ou encore de sociétés de conseil ingénieuses, l'interprétation ainsi que l'application de l'ESG seront tout à fait différentes. Mais malgré toutes les controverses, l'ESG est depuis longtemps un outil standard pour de nombreux stockpickers. Dans le contexte suisse, et particulièrement pour les sociétés de petite et moyenne capitalisation, des défis et des questions spécifiques se posent et méritent une attention particulière.

1 - Que signifie une approche d'investissement ESG ?

La définition d'une approche d'investissement ESG peut varier selon les interprétations. Pour certains investisseurs, l'ESG désigne les préoccupations environnementales, telles que les émissions de CO₂ et la préservation des forêts. D'autres mettent l'accent sur les aspects sociaux, comme la sécurité au travail et les droits de l'homme. D'autres encore soulignent l'importance des facteurs de gouvernance, tels que l'indépendance de la direction d'entreprise et la diversité des genres au niveau de la direction. Par conséquent, il n'existe pas de définition unique, et les investisseurs doivent eux-mêmes déterminer les critères ESG les plus pertinents pour leurs objectifs. En réalité, l'adoption d'une approche d'analyse holistique qui dépasse les

seuls indicateurs financiers n'est pas une nouveauté. Dès les années 1970, l'université de Saint-Gall a formulé et développé l'approche de la gestion des parties prenantes, qui visait précisément cette intégration globale.

2 - L'ESG crée-t-il une valeur ajoutée en termes de surperformance par rapport aux indices de référence ?

L'une des questions centrales en rapport avec l'ESG est de savoir si une approche d'investissement marquée par l'ESG peut effectivement conduire à une surperformance par rapport aux indices de référence. La réponse n'est pas claire. Les partisans de l'ESG affirment que les entreprises qui se concentrent sur la durabilité sont plus performantes à long terme, car elles sont mieux préparées à relever les défis de demain. De leur côté, les critiques affirment qu'il n'y a pas de corrélation claire entre les facteurs ESG et la surperformance, et que les liens de causalité sont difficiles à établir. Il est important de noter que l'impact de l'ESG sur la performance dépend de plusieurs facteurs et peut varier d'une entreprise à l'autre.

3 - Comment les différents éléments ESG doivent-ils être pondérés ?

La pondération des différents éléments ESG est une autre question complexe. L'évaluation ESG se compose d'éléments environnementaux (E), sociaux (S) et de gouver-

nance (G), mais comment les pondérer ? Lesquels sont les plus importants ? Il n'y a pas de réponse unique à cette question, car elle dépend fortement des objectifs et des préférences d'investissement individuels. Un investisseur particulièrement sensible à l'environnement donnera peut-être plus de poids à l'aspect écologique, tandis qu'un autre se concentrera sur les facteurs de gouvernance. Les sociétés sont trop souvent considérées comme des constructions statiques, alors qu'elles ressemblent plutôt à des organismes en constante évolution. Dans ce contexte, le G (gouvernance) nous semble être d'une importance capitale. Les hommes possèdent, dirigent, influencent et gèrent les sociétés. Le « facteur humain » est trop souvent sous-estimé.

4 - Qualité des données et analyse dans les petites entreprises

La qualité et la disponibilité des données constituent souvent un défi pour les petites et moyennes entreprises. Ces entreprises ont généralement moins de ressources à leur disposition pour collecter et publier des données ESG. Cela peut se traduire par des notations ESG plus faibles et peu représentatives, soit en raison de l'insuffisance de données, soit en raison de la qualité inférieure de ces dernières. Les investisseurs doivent donc être particulièrement attentifs à l'analyse des petites entreprises et s'appuyer sur des sources d'information fiables. La liste ci-dessous montre la répartition des notations de la société Inrate sur les sociétés suisses. On remarquera que 43% des sociétés analysées présentent une notation dans la catégorie C, ce qui peut sembler étonnant dans un univers où les modèles d'affaires se distinguent généralement par leur supériorité. Le manque de standardisation des indicateurs ainsi que la faible quantité de données disponibles pourraient bien en être la cause.

5 - Intégration des critères ESG dans le processus d'investissement : ressources et analyse spécifique

L'intégration des critères ESG nécessite des ressources et des connaissances. Les investisseurs doivent être conscients qu'il n'existe pas de raccourci et que la responsabilité fiduciaire des gestionnaires d'actifs ne devrait pas

non plus permettre de sous-traiter les responsabilités à une agence de notation ou à des consultants ESG. Chaque entreprise doit être analysée et évaluée individuellement afin d'identifier les aspects ESG pertinents. Les facteurs liés à la gouvernance sont essentiels à cet égard et doivent toujours être considérés dans le contexte de la société concernée.

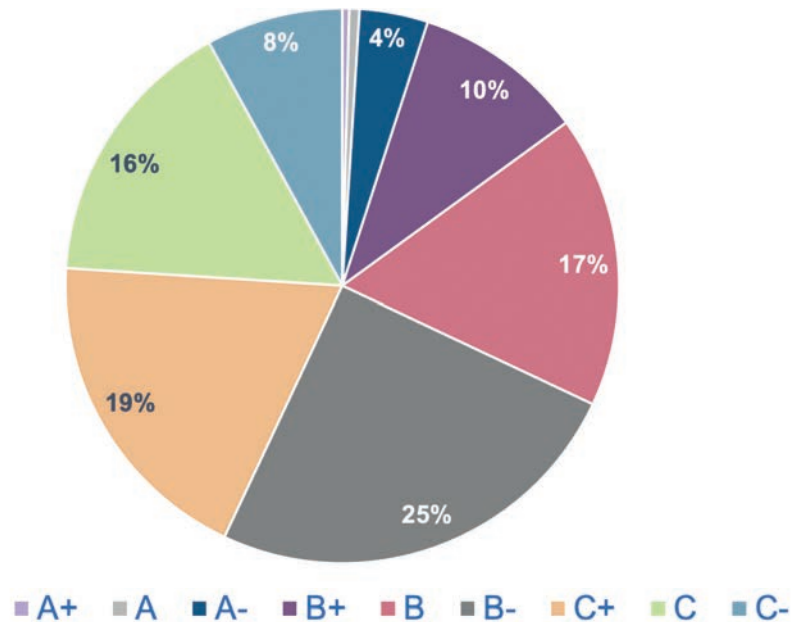
6 - Performance et croissance durables - Compounders

Les investisseurs sont à la recherche de sociétés capables de créer de la valeur tout en offrant une croissance durable. L'évolution à long terme des bénéfices devrait être déterminante pour l'évolution de la valeur boursière. Les entreprises qui ne se préoccupent pas des aspects ESG peuvent certes connaître le succès à court terme, mais elles s'exposent à des risques à plus long terme qui pourraient fortement compromettre leur avantage concurrentiel. Une plus-value durable nécessite donc la prise en compte des facteurs ESG.

Conclusion

L'ESG est devenu un facteur prédominant dans la décision d'investissement en Suisse et dans toute l'Europe. Malgré les différences d'opinion et d'interprétation quant à l'ESG, l'importance de ces facteurs pour les investisseurs en Suisse, particulièrement pour les entreprises de petite et moyenne capitalisation, n'est pas négligeable. Il est impératif que les investisseurs soient conscients que l'ESG ne se limite pas à une simple idéologie ou à une stratégie marketing, mais qu'elle nécessite une mise en œuvre pratique adaptée aux besoins et aux objectifs individuels. Dans un monde où les questions de durabilité s'avèrent centrales, les critères ESG peuvent contribuer, dans le cadre d'un processus d'investissement intégratif, à identifier des modèles d'entreprise performants à long terme et à minimiser les risques, y compris pour les petites et moyennes entreprises suisses. Une société bien gérée devrait avoir implicitement pris en compte les concepts formulés dans l'approche ESG comme faisant partie de son ADN. À l'avenir, ces éléments devraient également être publiés explicitement, commentés et utilisés comme variable de contrôle pour les objectifs.

ESG Ratings (inrate)



Source : InRate, Mirabaud Asset Management



Michèle Ansermet Papadopoulou, Adele, 162x130cm

La gestion dynamique des facteurs en suivant le cycle économique



Mathilde Franscini
Deputy Head
of Multi-Asset & Systematic,
Head Systematic Strategies

Banque J. Safra Sarasin SA

Au cours des dernières années, nous avons assisté à de multiples rotations de styles au sein des actions internationales. Dans un contexte de changement de régime inflationniste couplé à l'évolution habituelle du cycle économique, quels facteurs devraient influencer la performance des marchés à l'avenir? La résurgence de la « value » observée en 2022 annonce-t-elle les prémices d'une tendance de plus long terme? Quelle place accorder aux entreprises de croissance et qualité face au défi posé par l'inflation et la normalisation des courbes de taux?

Des régimes de marché plus volatiles

À la suite de la dernière crise financière globale (GFC) de 2008, le marché a vécu une longue période d'abondance de liquidité, de taux bas (voire négatifs) et de croissance faible à modérée. Ce paradigme a changé avec l'arrivée de la pandémie début 2020. Pour faire face à cette crise mondiale, le soutien fiscal et monétaire a été massif. À la sortie du tunnel, le marché s'est retrouvé avec un double choc d'offre et de demande. Une demande forte de biens de consommation et de services soutenue par les économies substantielles engendrées par la crise. En face, une offre limitée par des chaînes d'approvisionnement encore appauvries. Ceci a engendré un choc de prix : l'inflation est apparue. De façon naturelle et de par l'impact de l'augmentation des taux des banques centrales, l'écart entre l'offre et la demande s'est amoindri et les pressions inflationnistes sont en retrait. Ceci dit, le processus a laissé des traces. La diminution rapide de ladite « headline inflation »

a augmenté mécaniquement le revenu réel des consommateurs – bénéficiant en outre d'un ajustement de salaires. Ceci a contribué au maintien du pouvoir d'achat et a soutenu l'économie, principalement au travers des services. Ainsi, même dans un environnement manufacturier roulant à faible allure, le cycle économique est resté soutenu au travers des services en dépit de l'augmentation significative des taux. L'impact de la politique monétaire intervient toujours avec un temps de décalage ou « lag » et ce mécanisme de transition a été prolongé de manière contrintuitive par le soutien indirect à la demande, engendré par cette même guerre contre l'inflation. La récession, qui a démontré ses premiers symptômes en fin 2022, a ainsi été reléguée (aux États-Unis) probablement à 2024.

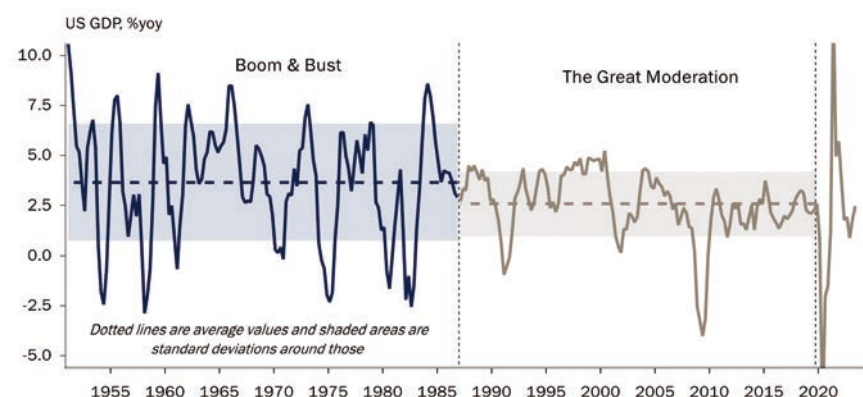
Si on regarde maintenant sur un laps de temps beaucoup plus important, on distingue la pé-

riode de « boom and bust » antérieure à 1985, caractérisée par des phases de cycles beaucoup plus rapprochées et un niveau d'inflation plus important et volatile. La période suivante, dite de « great moderation » a été caractérisée par des phases de cycles plus longs et un niveau d'inflation plus bas. Cette période a pris fin en 2020 et nous sommes probablement rentrés dans une nouvelle phase dite de « boom and bust ». Même si le niveau d'inflation semble demeurer sous contrôle, le niveau structurel futur est probablement plus élevé que celui que nous avons connu au cours des trente dernières années. Et on peut s'attendre à des phases de cycles plus volatiles et rapprochées. Plusieurs facteurs viennent soutenir cette thèse, parmi lesquels le niveau d'endettement des banques centrales limitant leur capacité à l'avenir d'intervenir et « lisser le cycle », un vieillissement de la population diminuant la main-d'œuvre disponible et maintenant la pression salariale, la transition énergétique augmentant les prix des différentes matières premières. Voir graphique 1.

Cette nouvelle phase de « Boom and Bust », qui selon nous a débuté en 2020, s'est traduite par des régimes de marchés plus volatils avec des phases défensives et cycliques plus rapprochées ; symptomatiques de phases de cycle plus courtes.

Il a toujours été dans l'intérêt de l'investisseur de se positionner au mieux au travers du cycle. Mais cet exercice est devenu encore plus important aujourd'hui, étant donné la volatilité du nouveau contexte macroéconomique.

Graphique 1 : Volatilité économique : on a passé la phase de la « grande modération »



Source : FactSet, Metzler

L'allocation aux différents facteurs est ainsi devenue clé dans ce nouveau contexte d'investissement. Les vingt ans post GFC de régime stable de taux bas couplés à une croissance sous-optimale ont été particulièrement bénéfiques au facteur qualité/croissance. Nous avançons dorénavant dans des eaux plus mouvementées, où on ne peut plus se reposer purement sur la croissance et il est important de déterminer les phases du cycle au travers du temps afin de bénéficier des opportunités de génération d'alpha de chacun des facteurs.

Rappelons tout d'abord le comportement des principaux facteurs actions.

Comportement des facteurs

Les facteurs représentent une caractéristique partagée par un ensemble d'actifs que nous pouvons utiliser pour donner un sens aux complexités de l'évolution des prix des actifs et mesurer leur performance.

Les facteurs permettent de découper, de regrouper et d'agrèger les mouvements d'actifs financiers sur les marchés pour élaborer un tableau d'ensemble de la façon dont les marchés se comportent en réponse à l'évolution des politiques budgétaires ou monétaires et de l'économie réelle.

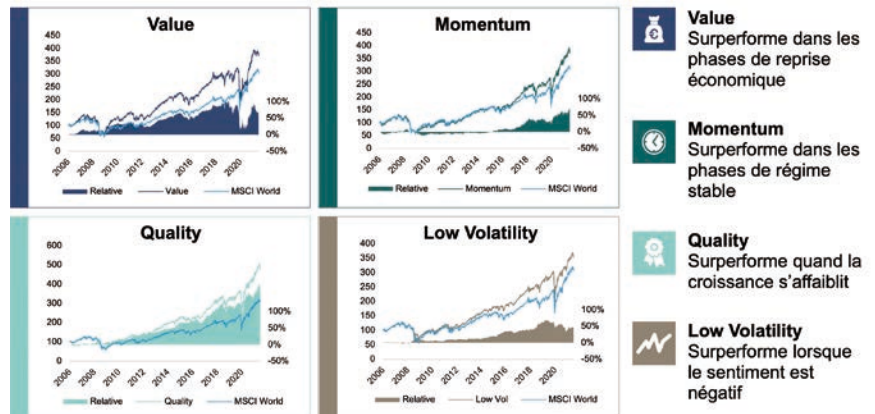
Value

Au sein d'un échantillon suffisamment large, les titres value semblent généralement « bon marché », car les perspectives macroéconomiques médiocres compromettent les perspectives de croissance des bénéfices. Lorsque les perspectives de croissance des revenus s'améliorent, les investisseurs n'ont plus besoin de payer une prime pour les entreprises qui génèrent des bénéfices et les titres de valeur deviennent attractifs. Cela signifie que l'investissement axé sur la valeur est une question de « timing ». Cela n'a aucun sens d'acheter des titres de valeur alors qu'une économie commence à s'essouffler, ou de les vendre à l'aube d'une reprise.

Momentum

Une stratégie Momentum diversifiée favorise le régime de marché en vigueur, car elle sélectionne des actifs qui ont réalisé une bonne performance au cours de l'année précédente. Cela signifie que lorsque la dynamique de

Graphique 2 : Performance cumulée des différents facteurs et alpha au travers du temps



Source : Bank J. Safra Sarasin Ltd, Bloomberg

marché change, le régime précédent devient soudainement obsolète et les principaux bénéficiaires également. Le facteur Momentum engendre ainsi des fortes pertes lors d'une telle rotation de marché. Les changements rapides du climat d'investissement menacent toujours sa dynamique, car le facteur est en outre particulièrement exposé aux transactions à volume fort.

Quality

La qualité comporte selon nous trois dimensions particulières : rentabilité, faible effet de levier (bilan fort) et stabilité des bénéfices. Un rendement du capital élevé et stable, combiné à un faible effet de levier, tend à favoriser les entreprises ayant des barrières à l'entrée élevées et une position concurrentielle durable au sein d'un secteur. Ces caractéristiques rendent les titres de qualité attractifs pour les investisseurs et se négocient généralement à des valorisations plus élevées. La demande pour les titres de qualité dépend de l'environnement macroéconomique. Depuis la bulle Internet du début des années 2000, par exemple, la croissance économique en Europe et aux États-Unis a été faible et les titres de qualité se sont particulièrement bien comportés.

Les titres de qualité tendent à avoir une proportion plus faible de coûts fixes et d'obligations, ce qui signifie qu'ils nécessitent peu de fonds de roulement. Ceci les aide particulièrement à faire face aux récessions par rapport à des entreprises ayant des engagements de capitaux plus élevés. Par contre le marché peut surestimer la « qualité exceptionnelle » des actions de haute qualité, tout en sous-es-

timant la solidité des actions de faible qualité lorsque l'économie s'améliore. Ceci peut entraîner une sous-performance de la qualité lorsqu'une reprise économique se confirme.

Les entreprises de qualité paraissent relativement stables au cours d'un cycle économique, mais sont plus vulnérables aux perturbations sur de plus longues périodes. Les marges bénéficiaires de telles entreprises attirent souvent une concurrence acharnée de la part des start-ups et l'attention des régulateurs antitrust.

Low Volatility

En sélectionnant des actions à faible volatilité, nous choisissons des entreprises dotées de bonnes liquidités avec une faible probabilité de faillite et une certaine garantie quant à la croissance des bénéfices. Nous favorisons également les entreprises qui génèrent une plus grande proportion de leurs flux de trésorerie à destination des investisseurs, plutôt que celles qui les réinvestissent dans des opportunités de croissance.

En termes de sensibilité macroéconomique, les rendements des actions à faible volatilité sont comparables aux rendements des obligations souveraines et aux obligations d'entreprises de haute qualité. Structurellement, ces entreprises ne sont pas en mesure d'offrir des rendements attractifs sur de longues périodes, car les opportunités de croissance demeurent limitées. En outre, lorsque l'inflation est élevée, ces titres ne sont souvent pas en mesure de répercuter la hausse des coûts aux consommateurs, étant limités par la concurrence ou la réglementation.

Les facteurs et leur lien macroéconomique

Les périodes de piètre performance de la value ont coïncidé avec le ralentissement de la croissance économique et la déflation. Les stratégies à faible volatilité et de qualité ont prospéré dans de tels environnements, car les investisseurs se tournent vers des actifs qui, soit relativement plus attractifs en période de ralentissement, soit moins sensibles à la macroéconomie.

Ces cycles de performance découlent du fait que les investisseurs se concentrent sur les revenus liés à la croissance future des entreprises et les prix du marché anticipent les changements macroéconomiques et y réagissent. Au-delà des fondamentaux, d'autres éléments jouent un rôle dans l'attrait d'un facteur par rapport à un autre : la politique monétaire et le sentiment de marché.

Pendant la pandémie de Covid-19, les valorisations plus élevées de certains segments plus spéculatifs du marché, y compris les actions de croissance, étaient dans une large mesure corrélées aux mesures de relance monétaire et budgétaire. Cependant, un tel processus peut rapidement s'inverser quand la liquidité s'évapore du système. En 2022, ces titres de croissance, à duration longue (cash-flow lointains) ont alors sous-performé le marché.

Le moral des investisseurs et des consommateurs est également un moteur de rendement des classes d'actifs et des facteurs. Ce lien est intuitif, mais génère encore plus de volatilité et de dispersion factorielle sur les marchés des actions.

Ces facteurs se comportent ainsi de manière relativement prévisible, leur performance étant étroitement liée aux phases du cycle économique et de leurs différentes caractéristiques. Voir graphique 2.

Potentiel de surperformance structurelle et conjoncturelle des facteurs

Historiquement, les investissements dans ces facteurs ont obtenu des rendements supérieurs aux investissements passifs. On parle ici de surperformance «structurelle». Voir graphique 3.

Par contre, les études de performance factorielle à long terme ou les explications comportementales théoriques peuvent passer à côté de la nature cyclique des rendements. Les investisseurs peuvent ainsi attendre des années, voire des décennies, pour que cette surperformance «structurelle» se matérialise.

Dans la visualisation ci-dessous (Voir graphique 4), nous classons les facteurs de performance des meilleurs aux moins bons par année, à l'aide des indices MSCI.

Étant donné la nature «cyclique» de ces performances, il s'agit d'allouer dynamiquement aux différents facteurs en fonction de la phase du cycle économique, afin de capturer cette surperformance «conjoncturelle».

Analyse du cycle économique

Au travers de l'analyse de la dynamique des fondamentaux, de la liquidité et du sentiment

de marché, il est possible de déterminer à tout moment dans le temps la phase la plus probable du cycle économique et de s'y adapter.

Trois dimensions sont prises en considération dans le processus d'évaluation : Indicateurs macroéconomiques, microéconomiques et de sentiment. Ces indicateurs sont construits en utilisant des données de marché publiées de manière fréquente. Il ne s'agit pas de se caler sur les phases de cycles «officielles», publiées par le NBER, mais de refléter la phase la plus probable qui transpire de la dynamique de marché. Il ne s'agit pas non plus de prévoir les phases à venir, mais de constater ces phases au fil du temps («now-casting»). Voir graphique 5.

Le résultat de l'évaluation s'exprime sous forme de probabilité de chacune des phases au travers du temps. La phase du cycle la plus probable représente alors la phase déterminante. Les quatre phases possibles sont : Early (reprise), Mid (expansion), Late (tardive) et

Graphique 3 : Performance relative cumulée des facteurs par rapport au benchmark



Source: Bank J. Safra Sarasin Ltd, Bloomberg

Graphique 4 : Classement des performances factorielles par année

Value (V), Momentum (M), Quality (Q) et Low Volatility (L).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Best	V	M	L	M	V	L	L	V	M	L	Q	M	Q
	Q	L	Q	V	M	Q	M	L	Q	M	M	Q	V
	L	Q	M	Q	Q	M	Q	Q	V	Q	L	L	M
Worst	M	V	V	L	L	V	V	M	L	V	V	V	L

Source : MSCI Enhancedx Value, MSCI Quality, MSCI Min Volatility et MSCI Momentum, Bank J. Safra Sarasin (calculs internes)

Récession. On voit clairement sur le graphique que les phases se sont rapprochées depuis le début de 2020. Ceci explique ce sentiment de régimes de marché changeants.

Après une brève phase de récession (perçue par le marché), le modèle est passé en mode expansion depuis le mois de juin 2023. Voir graphique 6.

Allocation factorielle dynamique qui s'adapte au cycle

Étant donné la nature cyclique des différents facteurs et leur lien étroit avec l'état de la conjoncture, il s'avère ainsi opportun de considérer une allocation dynamique en suivant les différentes phases du cycle.

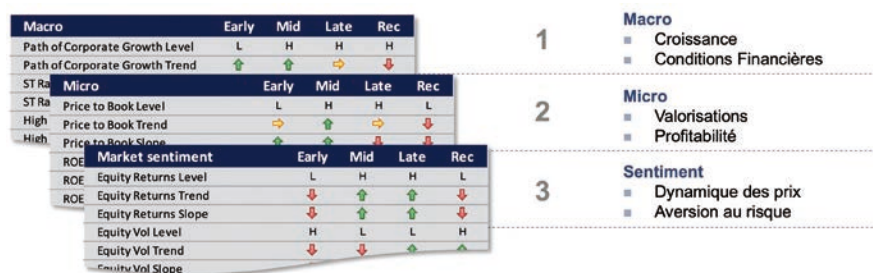
Il s'agit de privilégier les facteurs les plus agressifs/cycliques en phase de reprise, puis, au fur et à mesure que nous avançons dans le cycle d'augmenter graduellement le caractère défensif du portefeuille en augmentant l'allocation aux facteurs les plus anticycliques. Des considérations de construction de portefeuille et de diversification amènent à conserver des structures d'allocations factorielles complémentaires en évitant d'allouer à un unique facteur à tout moment dans le temps.

Le graphique ci-contre (7) illustre l'allocation considérée comme optimale au cours du cycle économique.

Conclusion

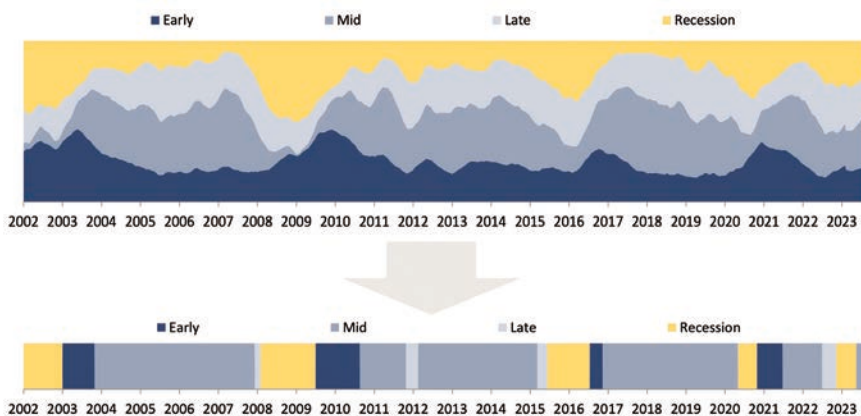
Confrontés à un environnement d'investissement évoluant rapidement, la compréhension du comportement de facteurs et leur génération de surperformance au travers du cycle économique est fondamentale afin d'optimiser le rendement des investisseurs sur le long terme. Une analyse continue du cycle est un élément clé de l'allocation et permet d'allouer dynamiquement aux différents facteurs, afin de capturer aussi bien leurs primes structurelles que conjoncturelles.

Graphique 5 : Trois dimensions d'indicateurs pour déterminer la phase du cycle économique



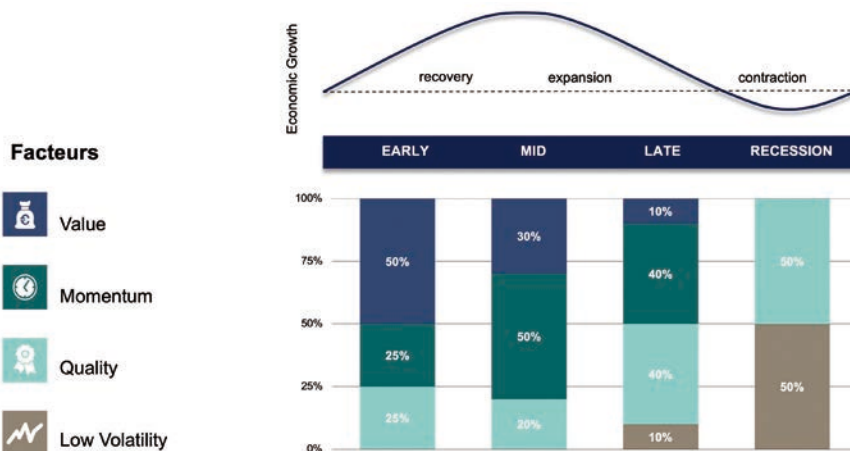
Source : Bank J. Safra Sarasin Ltd, for illustrative purposes only.

Graphique 6 : Le Model du Cycle (BJSS) : Probabilité de chaque phase (haut) et phase résultante (bas)



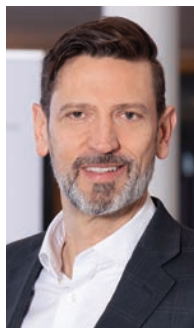
Source : Bank J. Safra Sarasin Ltd

Graphique 7 : Allocation factorielle au travers du cycle économique



Source : Bank J. Safra Sarasin Ltd

La renaissance des infrastructures : une approche intégrée de l'investissement



Dr Cleddan Mandri-Perrott
Co-Head Investments,
Partner de SFP
Infrastructure Partners AG

Swiss Finance & Property AG

Les investisseurs institutionnels ont historiquement joué un rôle central dans le façonnement du paysage de l'investissement. Dans cette période de transformation économique, l'attrait de l'investissement dans les infrastructures s'est considérablement accru. Cet article explore les multiples raisons pour lesquelles il est important pour les investisseurs institutionnels d'être exposés aux infrastructures. Il explique pourquoi la période actuelle est particulièrement propice aux investissements dans les infrastructures et pourquoi il est judicieux d'investir dans des niches « traditionnelles » de l'espace des infrastructures, en évitant les secteurs banalisés et les zones surpeuplées généralement couvertes par les gestionnaires de méga-capitalisations. Enfin, il expose l'importance d'une approche intégrée – comprenant les investissements secondaires, les co-investissements et les investissements primaires – pour libérer tout le potentiel de cette classe d'actifs en réduisant la courbe en J, en assurant la diversification et en équilibrant les risques dans l'ensemble de l'écosystème de l'infrastructure. Pour ce faire, il faut disposer d'un ensemble de compétences approfondies permettant de comprendre parfaitement l'écosystème des infrastructures pour identifier des opportunités uniques et de niche afin de générer des rendements optimaux ajustés au risque.

I - Introduction

Définition

Les infrastructures traditionnelles constituent le socle sur lequel les sociétés sont

construites et les économies prospèrent et servent d'artères et de nerfs à une nation. Elles englobent un large éventail d'actifs physiques qui fournissent des services essentiels et permettent des activités économiques comme les transports, la production et la transmission d'énergie, les services publics (l'eau, le chauffage urbain, etc.), les infrastructures sociales (par exemple, les hôpitaux et les écoles) et les télécommunications. Non seulement ces actifs fournissent des services essentiels, mais ils génèrent également des flux de trésorerie réguliers et souvent indexés à l'inflation, ce qui constitue une couverture intrinsèque et en font une proposition très attrayante pour les investisseurs institutionnels. En outre, ils permettent de diversifier les classes d'actifs en raison de leur faible corrélation avec les classes d'actifs traditionnelles comme les actions et les obligations. Ces investissements en infrastructures ont fait une classe d'actifs institutionnelle. Cette transformation est due à plusieurs facteurs, notamment le besoin de capitaux privés pour combler les déficits de financement, la reconnaissance de l'infrastructure comme source fiable de revenus et l'importance croissante de l'investissement responsable et durable. L'attrait des investissements dans les infrastructures est multiple. Ils offrent une combinaison unique de fiabilité, de potentiel de croissance et d'impact sociétal. Contrairement aux classes d'actifs plus volatiles comme le « private equity », le « venture capital » ou les matières premières, les actifs d'infrastructure sont étroitement liés à des structures tangibles et durables qui sont vitales pour le fonctionnement de la société. Ces caractéristiques

sont à la base de la stabilité associée aux investissements dans les infrastructures. Malgré cela, certains gestionnaires ont brouillé la définition de l'infrastructure en prenant plus de risques et en s'engageant dans ce que l'on appelle l'espace de valeur ajoutée, ce qui rend les investissements plus proches du « private equity » que de l'infrastructure « traditionnelle ».

2 - L'avantage des investissements « traditionnels » dans les infrastructures

L'attrait des investissements « traditionnels » dans les infrastructures est particulièrement accentué par l'environnement économique actuel. Plusieurs facteurs convergent pour créer un cadre idéal permettant aux investisseurs institutionnels de s'engager dans des projets d'infrastructure. Par exemple, le regain d'intérêt pour la durabilité et la transition énergétique offre des opportunités d'investissement intéressantes dans des domaines comme les projets d'énergie renouvelable, le stockage et la distribution, les systèmes de transport à haut rendement énergétique et les solutions de gestion durable de l'eau, qui contribuent tous à un avenir plus durable. Cela contraste avec les secteurs des transports, de la mobilité, du pétrole et du gaz qui étaient encore très présents sur le marché il y a cinq ans. La prise de conscience croissante de l'influence des politiques publiques sur les infrastructures a conduit les gouvernements à prendre des mesures directes en développant des instruments politiques, y compris des subventions, qui visent à catalyser les capitaux privés. Par exemple, les États-Unis ont récemment promulgué la loi sur l'investissement dans les infrastructures et les emplois ainsi que la loi sur la réduction de l'inflation (IRA) qui ont injecté respectivement 1,2 trillion et 328 milliards de dollars en capital et en allègements fiscaux. La Commission européenne apporte un soutien post-Covid aux pays membres à hauteur de 750 milliards d'euros¹. D'autres tendances fortes telles la transformation numérique, la technologie et les initiatives de villes intelligentes créent une demande d'investissements dans les infrastructures numériques grâce à des technologies intelligentes qui améliorent l'efficacité, la sécurité et la durabilité des actifs d'infrastructure.

Pourquoi un retour aux infrastructures traditionnelles ?

Dans ce contexte, l'infrastructure traditionnelle offre une certitude en matière de revenus, soit par le biais d'un environnement réglementé, soit par le biais d'un accord contractuel. Ces caractéristiques intrinsèques font de l'infrastructure traditionnelle la branche la moins risquée de la classe d'actifs. Au cours de la dernière décennie, les investisseurs se sont fortement engagés dans des stratégies « value-add », où l'ingénierie financière a contribué à générer des rendements et des valorisations plus élevés tout en compromettant les caractéristiques traditionnelles des infrastructures tels les contrats à long terme ou la protection de la demande et de l'inflation. Aujourd'hui, ces conditions favorables se sont massivement transformées en un environnement de taux d'intérêt plus élevés, mettant en avant les risques de refinancement. La hausse des taux d'intérêt impacte également les valorisations² et le manque de liquidités additionné à l'augmentation du coût de la dette entraînent une détérioration des performances des infrastructures passées.

En outre, l'univers de l'infrastructure est en train d'évoluer avec des gestionnaires d'actifs de grande taille ayant levé des fonds très importants. Ces fonds sont si importants qu'ils ont besoin d'identifier des opportunités de très grande envergure, ce qui signifie qu'ils cherchent à se déployer dans de grands services publics ou dans des plateformes de développeurs. En outre, dans un effort pour trouver des domaines d'investissement toujours plus nombreux, ils ont brouillé la définition de ce qu'est réellement une infrastructure en se tournant vers des secteurs tels que les parcs à thème, les crématoriums, les élevages de saumon, l'agriculture contrôlée (comme la culture de champignons), etc. Cela signifie que le profil de risque des actifs d'infrastructure dans lesquels ils investissent n'est pas vraiment un risque d'infrastructure traditionnel, mais plutôt un risque d'entreprise, un risque d'actifs exposés au PIB ou même un pipeline de projets à développer. Cette partie du paysage des infrastructures a poussé certains acteurs traditionnels vers le « value-add » et vers des tickets de plus en plus importants, prenant des risques plus proches du « private equity ». Nous observons que ces conditions de marché impliquent que les petites ou moyennes portions du marché ne sont plus attrayantes ou

réalisables pour de tels fonds de méga-capitalisations. Cela ne signifie pas pour autant que ce segment de marché n'est pas intéressant. Ce qui est clair aujourd'hui, c'est que le marché des infrastructures est devenu un marché d'acheteurs (Source : Inframation 2023 et Setter Capital Volume Report, H1 2023). Les acheteurs devenant plus exigeants, les bons projets continuent de trouver des capitaux, ce qui maintient les valorisations à un niveau constant. Nous avons observé des décotes faibles ou nulles, en particulier pour les actifs d'infrastructure de base traditionnelle, car les investisseurs reconnaissent certaines des caractéristiques défensives intrinsèques comme la protection contre l'inflation. Dans ces conditions, l'infrastructure traditionnelle, telle qu'elle est définie ici, continue d'être une proposition attrayante.

3 - L'approche intégrée de l'investissement dans les infrastructures

Alors que les investisseurs institutionnels cherchent à tirer parti des opportunités d'investissement dans les infrastructures, une approche intégrée englobant les investissements secondaires, les co-investissements et, dans une moindre mesure, les investissements primaires, apparaît comme la stratégie la plus efficace. Cette approche holistique permet aux investisseurs d'optimiser leur exposition aux actifs d'infrastructure tout en gérant les risques et en optimisant les rendements. Elle permet aux investisseurs d'adapter leurs stratégies d'investissement en infrastructures à leur profil de risque, à leurs objectifs d'investissement et à leurs besoins de liquidité. En tirant parti des atouts de chaque approche, les investisseurs peuvent s'orienter dans le paysage complexe des infrastructures et maximiser les avantages potentiels de leurs investissements. Nous détaillons ci-dessous comment chaque segment contribue à développer cette approche intégrée.

Investissements secondaires : Améliorer la liquidité et l'efficacité des portefeuilles

Le marché secondaire des investissements en infrastructures consiste à acheter des actifs existants à d'autres investisseurs. Les marchés secondaires d'aujourd'hui sont accélérés par les fonds primaires d'hier qui, au total, ont levé plus de 800 milliards de dollars au

cours des dix dernières années (Source : Prequin, 2023). À mesure que ces fonds arrivent à maturité et que le nombre de sponsors d'infrastructure (GPs ou « general partners ») et d'investisseurs (LPs ou « limited partners ») augmente, ils forment une base diversifiée pour l'activité de transactions secondaires. La croissance des transactions secondaires est déterminée par le marché, par les GPs et par les LPs. Le niveau de complexité des transactions secondaires varie selon que les transactions sous-jacentes sont dirigées par des LPs (généralement moins) par la vente d'un seul ou de plusieurs fonds pour permettre la liquidité, le rééquilibrage des portefeuilles ou la liquidation finale de portefeuille. Aujourd'hui, l'effet dénominateur a conduit à la renaissance des transactions dirigées par des LPs, ce qui a entraîné une dynamique accrue de l'offre et de la demande pour les acheteurs secondaires (Source : Jeffreys, H1 2023). En revanche, les transactions menées par les GPs ont tendance à être plus complexes, car elles peuvent impliquer des restructurations de fonds pour redéfinir la durée et le rendement financier d'un fonds, fournir des solutions structurées cherchant à modifier les flux de trésorerie d'un portefeuille ou simplement pour permettre la croissance des fonds propres en cas de besoins d'expansion pour des entreprises de grande valeur. De plus, les conditions actuelles du marché ont conduit certains GPs à proposer aux LPs des voies de sortie spécifiques afin de libérer des capitaux pour de nouvelles allocations d'infrastructures.

Ainsi, une approche secondaire permet d'ajuster l'exposition aux infrastructures sans attendre la maturité des investissements primaires et offre plusieurs avantages qui complètent l'approche traditionnelle des fonds de fonds. Par exemple, au lieu de se concentrer sur des projets individuels avec un risque sectoriel et de projet concentré, les investisseurs obtiennent une exposition rapide à une gamme d'actifs à travers les secteurs et les zones géographiques. L'efficacité du déploiement du capital peut être considérablement améliorée, car le capital est mis en œuvre immédiatement, sans passer par les phases de développement et de construction typiques des actifs d'infrastructure. Cela accélère le déploiement du capital et raccourcit potentiellement le délai de réalisation des rendements, ce qui contribue à accélérer la consti-

tution de la valeur nette d'inventaire (VNI). Les portefeuilles d'actifs secondaires offrent une plus grande diversification en fonction du millésime, ce qui permet de réduire la volatilité des résultats. En outre, les investisseurs acquièrent des actifs qui ont un historique de performance et de génération de flux de trésorerie. Cela réduit donc l'incertitude par rapport aux investissements dans des projets neufs où les risques liés à la construction, à l'obtention des permis et à la dynamique du marché sont plus élevés.

Co-investissements

Les co-investissements constituent un élément essentiel d'une stratégie intégrée, car ils impliquent un partenariat avec d'autres investisseurs pour investir conjointement dans un projet. Cette approche collaborative permet d'accéder à des projets plus importants qui pourraient être financièrement difficiles à entreprendre pour un investisseur seul. En mettant en commun leurs ressources, les investisseurs peuvent participer collectivement à des projets dont les besoins en capitaux sont plus importants, permettant de faire preuve de flexibilité et de personnalisation.

Investissements primaires

Il est essentiel d'être pleinement intégré dans l'écosystème des gestionnaires d'infrastructures. Bien qu'il ne soit pas strictement nécessaire d'investir dans des projets primaires, cela permet d'entrer dans les premières phases de développement et/ou d'investir dans des stratégies de niche spécialisées, comme le « repowering » éolien. Dans certains cas, il s'agira également d'investir dans de nouveaux projets qui, bien qu'ils comportent souvent des risques plus élevés en raison des incertitudes liées à la construction, à l'obtention des permis et à la dynamique du marché, devraient s'accompagner de rendements proportionnellement plus élevés par rapport aux actifs matures.

Conclusion

Les investissements en infrastructures se sont imposés comme un choix incontournable pour les investisseurs institutionnels à la recherche de rendements attractifs, de flux de revenus stables et d'un impact sociétal positif. Les avantages multiples des actifs d'infrastructure qui suivent notre définition de l'infrastructure traditionnelle s'alignent sur les

objectifs à long terme notamment des caisses de pension, fonds de dotation, compagnies d'assurance, etc. L'environnement économique actuel, caractérisé par des taux d'intérêt élevés, le soutien des gouvernements, les initiatives de durabilité et l'urbanisation, crée un moment opportun pour les investisseurs de s'engager dans des projets d'infrastructure. Si les investissements dans les infrastructures offrent des avantages substantiels, ils ne sont pas sans risque. Ceux-ci doivent être soigneusement évalués et gérés pour garantir des résultats fructueux. Par exemple, la sélection de projets viables exige une diligence rigoureuse et des équipes compétentes ayant fait leurs preuves. Il est essentiel d'évaluer des facteurs tels que la faisabilité du projet, les risques réglementaires, les projections politiques, économiques et financières, les calendriers de construction et les considérations opérationnelles et environnementales. Cela rend également les évaluations délicates. En outre, la sortie des investissements dans les infrastructures peut s'avérer difficile en raison de la nature illiquide de la catégorie d'actifs.

Dans ce contexte, et en particulier pour les investisseurs basés en Suisse qui seraient moins familiers avec la classe d'actifs, l'adoption d'une approche intégrée englobant les investissements secondaires, les co-investissements et, dans une moindre mesure, les investissements primaires, prend tout son sens. Cette approche offre aux investisseurs une multitude d'avantages indéniables. La diversification du portefeuille est assurée par l'exposition à une classe d'actifs résiliente qui offre des flux de trésorerie réguliers et indexés à l'inflation. Les investisseurs peuvent atténuer les risques liés à la volatilité des marchés et à l'incertitude économique, en s'appuyant sur les flux de revenus réguliers générés par les actifs d'infrastructure tels que les installations d'énergie renouvelable, la numérisation et les services publics. De plus, en accédant via le marché secondaire à des actifs qui ont déjà été dé-risqués (par exemple, lorsque les risques de construction ont été réduits et que l'actif est opérationnel), ils génèrent des rendements précoces dans le portefeuille et contribuent à atténuer la courbe en J. La partie co-investissements facilite un rôle direct et actif dans les investissements et ses décisions. Cette approche ne donne pas seulement un sentiment d'appartenance, mais permet également aux investisseurs de naviguer stratégiquement dans les évolutions du marché, en

capitalisant sur des stratégies et des opportunités de niche via des partenariats avec les développeurs et les gestionnaires. Par ailleurs, une stratégie intégrée en matière d'infrastructures est en phase avec l'accent mis sur la durabilité et l'investissement responsable. En participant à des projets qui contribuent à la réalisation d'objectifs environnementaux, les investisseurs peuvent aligner leurs intérêts financiers avec leurs valeurs éthiques et les normes ESG.

Il est donc nécessaire de disposer de solides compétences d'évaluation de projets, notamment pour l'évaluation de l'ensemble de l'écosystème de l'infrastructure, depuis les gestionnaires et les millésimes qui leur sont associés jusqu'aux projets individuels. En résumé, l'adoption d'une stratégie intégrée en matière d'infrastructures permet aux investisseurs d'obtenir une croissance diversifiée, durable et proactive de leurs portefeuilles, tout en contribuant à la construction d'une infrastructure résiliente et durable pour les générations à venir. ■

1 - Les effets de l'IRA dans le domaine des énergies renouvelables aux États-Unis ont été considérables. L'American Clean Power Association a indiqué qu'en 2022, la capacité de production d'énergie solaire avait augmenté de 300 % dans le pays.

2 - Voir, par exemple, la réduction de la valeur de Thames Water au Royaume-Uni, principalement due à des niveaux d'endettement excessifs.

Anlage in High-Yield-Anleihen in einem Hochzinsumfeld



Julien Martin
Head of European High
Yield and Loans Research

abrdn Investments Switzerland AG

Der weltweite Anstieg der Zinsen kommt vielen Wirtschaftsakteuren gelegen: Banken, Versicherungen, Rentenfonds und Sparern. Angesichts niedriger Risikoprämien auf Unternehmensanleihen bieten Investment-Grade-Anleihen (Unternehmensanleihen, deren Ausfallrisiko sehr gering ist) und High-Yield-Anleihen (deren Ausfallrisiko höher ist) endlich attraktive Renditen.

Die Kehrseite dieser Normalisierung der Zinsen ist, dass Kredite teuer geworden sind und sich die Kreditbedingungen verschärft haben, wodurch sich wiederum das Wirtschaftswachstum verlangsamt. Genau dies ist das Ziel der Zentralbanken, um die Inflation zu senken. Aber es muss nicht zwangsläufig zu einer Rezession kommen und die Finanzmärkte träumen schon von einem Goldlöffchen-Szenario, in dem die Bedingungen für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum erfüllt wären, mit einer Inflationsrate und Zinssätzen, die weder zu hoch noch zu niedrig sind, sondern genau richtig (d.h. ungefähr bei dem Zielwert von 2%). Das wäre das Szenario der weichen Landung der Wirtschaft.

Dennoch ist eine härtere Landung Ende 2023 oder im Verlauf des Jahres 2024 durchaus möglich. Es kam nämlich in den letzten fünfzig Jahren immer zu einer wirtschaftlichen Rezession (definiert als zwei aufeinanderfolgende Quartale mit einem negativen BIP-Wachstum), jedenfalls in den USA, als sich die Kurve der Renditen zwischen 2-jährigen und 10-jährigen Staatsanleihen langfristig invertiert hat. In diesem pessimistischeren Szenario weisen die riskanten Anlageklassen wie High-Yield-Anleihen (oder Aktien), deren derzeitige Bewertungen immer noch hoch sind, ein echtes Abverkaufsrisiko auf, d.h. das Risiko einer Korrektur der Preise bzw. Kurse nach unten. Die Risikoprämien auf Unternehmensanleihen liegen derzeit nämlich unter ihrem historischen Durchschnitt und sprechen nicht wirklich für das Szenario einer schweren Wirtschaftskrise, die die Darlehensgeber beeinträchtigen würde (Siehe Grafiken unten).

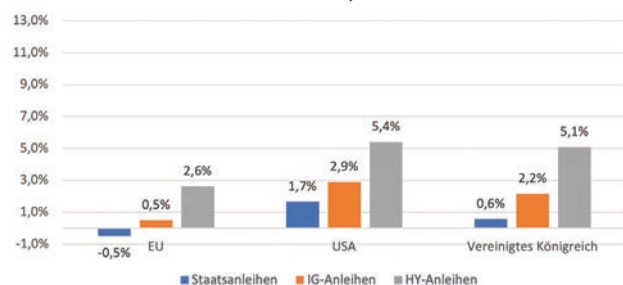
Die Spread-Niveaus (der Renditeabstand zwischen High-Yield-Anleihen und Staatsanleihen) liegen in schwierigen wirtschaftlichen Situationen wie beim Platzen der Dotcom-Blase, bei der Finanzkrise von 2008,

der Griechenland-Krise von 2011 oder der Covid-Krise von 2020 eher bei rund 1.000 Basispunkten (Bp.) bzw. 10%. Seit dem Ende der Pandemie wurden die höchsten Spreads am Anfang des Sommers 2022 (630 Bp.) nach der Ukraine-Krise und ihren Auswirkungen auf die Energie- und Lebensmittelkosten verzeichnet. Daher ist es durchaus möglich, dass sich die Spreads wieder deutlich ausweiten, wenn die Weltwirtschaft (angefangen bei der US-Wirtschaft) plötzlich einbricht.

Die Fundamentaldaten der High-Yield-Unternehmen bleiben jedoch trotz der Inflationskrise, die die Kosten und Margen belastet, solide. Dank einer robusten Nachfrage, die wiederum auf einen angespannten Arbeitsmarkt zurückzuführen ist, konnten die Unternehmen den Anstieg der Rohstoffpreise teilweise an ihre Kunden weitergeben. Zudem konnten sich viele Emittenten in den Jahren 2020 und 2021 zu niedrigen Zinssätzen refinanzieren und können somit von der Generierung eines soliden Cashflows profitieren. Diese finanzielle Stärke ist der Grund, warum die Finanzergebnisse des ersten Halbjahres 2023 besser als erwartet ausfielen.

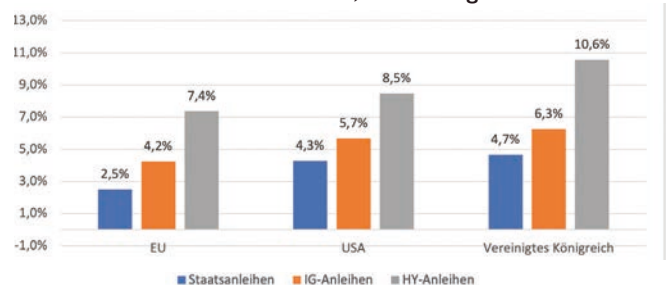
Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen und finanziellen Umstrukturierungen bleibt ebenfalls gering. Moody's erwartet einen leichten Anstieg der Zahlungsausfälle, aber in sehr geringem Ausmass. Die US-Ratingagentur prognostiziert somit eine Ausfallrate von 3,8% kurz vor dem Sommer 2024 (gegenüber einer aktuellen Ausfallrate von 3,1% und einer Prognose von 5,4% in den USA). Der Hauptgrund ist der geringe Refinanzierungsbedarf der Unternehmen in den kommenden Jahren. Schwieriger wird es bis 2026-2027, wenn eine grosse Anzahl von Anleihen fällig wird. Bis dahin wird die Hauptstrategie der Unternehmen darin bestehen, ihre Schulden abzubauen, um die Finanzierungskosten zum

Renditen an des Anleihemärkten, Stand: Dez. 2019



Quelle: ICE BofA Indexes

Renditen an des Anleihemärkten, Stand: August 2023



Zeitpunkt der Refinanzierung im grösstmöglichen Umfang zu senken.

Während ein Rezessionsumfeld für Unternehmen schwieriger zu bewältigen sein wird, dürfte der Inflationsdruck dadurch deutlich nachlassen, woraufhin es am Geldmarkt zu Zinssenkungen und einem Rückgang der Kreditkosten kommen dürfte. Die Unternehmen, die den Sturm unbeschadet überstehen, werden somit ihre Schulden zu einem akzeptableren Zinsniveau refinanzieren können als zu den heutigen hohen Zinssätzen.

Welche Kapitalrenditen sind in den nächsten Monaten zu erwarten? Es wird ein Kinderspiel sein, bessere Ergebnisse als 2022 zu erzielen, das "annus horribilis" der Anleihenmärkte. Das Jahr 2023 hat sich bereits gut angelassen und dank der von den Zentralbanken geplanten Pause kann man davon ausgehen, dass die gute Entwicklung noch eine Weile anhält. Eine Korrektur ist dennoch zu einem gewissen Zeitpunkt möglich, wahrscheinlich Ende 2023 oder Anfang 2024, auch wenn es schwierig ist, einen genauen Zeitpunkt vorherzusagen.

Risikoprämien des Marktes für europäische High-Yield Anleihen



Quelle: ICE BofA, Bloomberg. At 1 Sep-23 Indexes

Es wäre tatsächlich nicht verwunderlich, wenn die Energiepreise mit Beginn des Winters wieder steigen und zu erneuter Volatilität an den Märkten führen würden. In Verbindung mit einem deutlichen Konjunktüreinbruch gelten die Risiken einer Stagflation als höher. In diesem Szenario würden die Spreads von High-Yield-Anleihen steigen.

Dennoch bleibt der Markt für High-Yield-Anleihen dank eines bereits hohen Carry (derzeit 7,5%), der eine Ausweitung der

Spreads und eine Preissenkung abfedern kann, ziemlich gut geschützt. Es bedürfte zum Beispiel einer Spreadausweitung um über 250 Bp., wenn alle anderen Faktoren gleich bleiben, damit die Rendite am High-Yield-Markt in den nächsten zwölf Monaten negativ wird. In dem Szenario, in dem die Zinsen fallen (was in der Regel der Fall ist, wenn die Volkswirtschaften in eine Rezession eintreten) oder stabil bleiben, dürften die Kapitalrenditen auf High-Yield-Anleihen hingegen positiv bleiben.

Ausserdem sollten Zahlungsausfälle und finanzielle Umstrukturierungen vermieden werden. Dank eines aktiven Risikomanagements und einer fundierten Analyse der finanziellen Situation der Unternehmen können die Anleger daher Renditen, die in den letzten zehn Jahren nie so hoch gewesen sind wie heute, vollständig ausschöpfen. ■



Michèle Ansermet Papadopoulou, Lydia, 50x50cm

Disclaimer: Nur für qualifizierte Anleger: Der Wert von Anlagen sowie die mit ihnen erzielten Erträge können sowohl sinken als auch steigen. Unter Umständen erhalten Sie Ihren Anlagebetrag nicht in voller Höhe zurück. Die in diesen Marketing-Unterlagen enthaltenen Informationen stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Handel mit Anteilen an Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. In der Schweiz herausgegeben von abrdn Investments (Switzerland) AG. Eingetragen in der Schweiz unter der Registernummer CHE-114.943.983. Eingetragener Firmensitz: Schweizergasse 14, 8001 Zürich.

"Strukturierte" private Schuldtitel: Eine Anlageklasse, die zur Diversifizierung beitragen kann



Timothée Bloch
Mitbegründer und CIO

A&T Alpha Credit SA

Mit einem Markt, der von 300 Milliarden US-Dollar im Jahr 2010 auf mehr als 1.4 Billionen US-Dollar im Jahr 2022¹ angestiegen ist, kommen Anleger, die nach Diversifizierung und Renditen streben an dieser Anlageklasse nicht vorbei. Bei richtiger Anwendung eignen sie sich für jedes Portfolio und eröffnen den Zugang zu einer Vielzahl von Anlagethemen.

Rendite im Zeitalter der Niedrigzinsen

Private Schuldtitel, die einst spezialisierten Investmentfonds vorbehalten waren, haben sich in den letzten zehn Jahren stark demokratisiert. Aufgrund der Zinsen, die seit der Finanzkrise von 2008 auf einem Stand nahe Null gehalten wurden, erlebte diese Anlageklasse einen kompetenhaften Anstieg bei Investoren, die nach Renditen und Stabilität jenseits der Volatilität der Aktienmärkte suchten.

Dieser Trend scheint sich zu verstärken, wie aus dem kürzlich veröffentlichten Bericht des "Global PE Barometer" von Collier Capital hervorgeht, der zeigt, dass 44% der befragten Anleger planen, ihr Engagement in private Schuldtitel zu erhöhen, verglichen mit nur 37% sechs Monate zuvor. In einem unsicheren Marktumfeld wird Diversifizierung in alternative Anlageformen zur Norm. Private Schuldtitel, die Kreditstabilität (verstärkt durch das Fehlen einer Marktbewertung) mit

einer Dekorrelation von den traditionellen Märkten verbinden, könnten massgeblich von dieser Entwicklung profitieren.

Die Bankenwüste

Ein weiterer entscheidender Grund für diesen Trend: der schrittweise Rückzug der Banken aus der direkten Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen. Diese Entwicklung, die weitgehend auf Bankenregulierungen wie Basel III zurückzuführen ist, hat dazu beigetragen, neue Finanzierungsmöglichkeiten zu schaffen.

Wegen der stets steigenden aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen haben diese Vorschriften die Finanzierung von KMU für die Banken zu teuer und restriktiv gemacht und sie nach und nach gezwungen, ihr Engagement in diesen Bereichen zu reduzieren. Darüber hinaus stellen diese neuen Vorschriften

ten, zweifellos mit dem Ziel, jeden Anschein von Subjektivität in ihrer Anwendung zu vermeiden, nicht unbedingt die inhärente Qualität der Kreditnehmer in den Mittelpunkt der Regelungen. Dies führte dazu, dass weltweit einem ganzen Bereich der Wirtschaft, der für Wachstum, Innovation und Beschäftigung von entscheidender Bedeutung ist, der Zugang zu Bankkrediten zunehmend erschwert wurde.

Obwohl diese Vorschriften darauf gerichtet sind, die Finanzstabilität zu stärken, haben sie eine stets wachsende Nachfrage nach Finanzierungsalternativen geschaffen und so dazu beigetragen, das Finanzökosystem anzukurbeln. Dies bietet Unternehmen mehr Möglichkeiten, auf das für Wachstum und Innovation notwendige Kapital zuzugreifen, und bietet Anlegern Möglichkeiten, ihre Portfolios zu diversifizieren und potenziell attraktivere Risiko- und Renditeprofile zu erreichen.

Private Schuldtitel sind also nicht auf die Sorgenkinder der Bankenwelt beschränkt, ganz im Gegenteil! Angesichts der steigenden Finanzierungsnachfrage können sich Anleger nicht nur die besten Gelegenheiten auswählen, sondern auch robustere Strukturen auferlegen, um die zugrunde liegenden Risiken so weit wie möglich zu mindern. Diese Erkenntnisse zeigen, dass die Entwicklung der privaten Schuldtitel sinnvoll ist und Innovationen antreibt, die sowohl den KMU als auch den Investoren, die sie finanzieren, zugute kommen.

Ein Investitionsmultiversum

Während Immobilien stark von der Entwicklung privater Schuldtitel profitiert haben, insbesondere durch Mezzanine-Finanzierungen, haben private Schuldtitel viel mehr zu bieten. Sie ebnen den Weg für eine Vielzahl



von Anlagethemen, die früher schwer zugänglich waren, und ermöglichen es Anlegern, ihr Portfolio zu diversifizieren und gleichzeitig ihre strategischen und finanziellen Ziele zu erreichen.

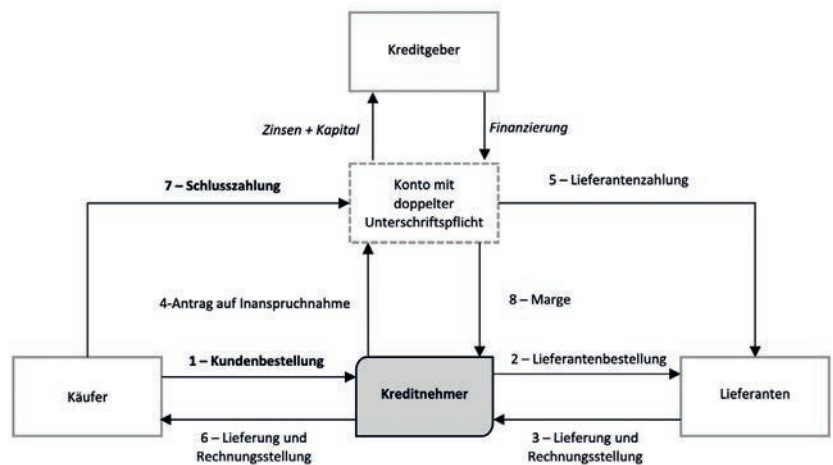
Infrastruktur, erneuerbare Energien, Energiewende, Rohstoffhandel, Factoring, Supply Chain, Ausrüstungsfinanzierung, usw.: Dies sind einige der Bereiche, die einem breiten Spektrum von Anlegern zugänglicher geworden sind. Ob durch Fonds, Verbriefungen, Crowdfunding oder sogar Direktinvestitionen, es gibt immer mehr Mittel und Tools, um diese Chancen zu nutzen. Anleger können zum Beispiel heutzutage ihre Anlagestrategie verfeinern, indem sie eine Vielzahl von Sektoren und Strukturen erkunden und so ihr Portfolio deutlich stärker diversifizieren.

Über die Diversifizierung hinaus bieten private Schuldtitel Anlegern auch eine hervorragende Möglichkeit, ihr Kapital in Projekte, die ein soziales und/oder ökologisches Engagement widerspiegeln, zu investieren und so eine größere unmittelbare Wirkung auf die Märkte erreichen als mit einer thematischen Investition.

Die Grenzen "traditioneller" privater Schuldtitel

Das Jahr 2022 war geprägt von einer Rückkehr der Volatilität an den Kreditmärkten. Die rasche Straffung der Geldpolitik hat oft zu einer hohen Konzentration von Zinsrisiken und langfristigen Kreditrisiken in den Portfolios geführt. Die konservativsten Strategien waren zum Teil stark betroffen, und einige Anleger sahen daher die Performance mehrerer Jahre durch starke Preisbewegungen ausgelöscht – eine schmerzhaft Erinnerung an die globale Vernetztheit des gelisteten Kreditmarktes.

Private Schuldtitel ermöglichen es, die Portfolios in gewisser Weise zu stabilisieren, was hauptsächlich mit dem Fehlen einer Marktbewertung ("Mark-to-Market") und der Abkoppelung von spekulativen Schwankungen zusammenhängt. In der Tat kann die relative Illiquidität, Bewegungen, die auf reine Marktentwicklungen zurückzuführen sind und sich im Falle von "Panikverkäufen" als selbst-erfüllende Prophezeiung erweisen und die



finanzierten Unternehmen gefährden können, abbildern. Dieselben Bewegungen führen auch zu starken Preisschwankungen, die nicht immer die zugrunde liegenden Risiken widerspiegeln, und können die Liquidität der notierten Vermögenswerte in dem Moment beeinträchtigen, in dem die Anleger sie am dringendsten benötigen.

Anleger in privaten Schuldtiteln sind jedoch häufig den üblichen Kredit- und Durationsrisikokomponenten ausgesetzt. In ihrer herkömmlichen Ausgestaltung, z. B. Terminkrediten, Hypotheken und anderen Krediten mit fester Laufzeit, weisen private Schuldtitel die gleichen Bestandteile wie ein gelisteter Kredit auf: einen Kreditnehmer, einen Zinssatz und eine feste Laufzeit.

Aus der Perspektive des Marktzinsniveaus stellt sich für alle festverzinslichen privaten Schuldverschreibungen die Frage: Ist ein 2021 erworbenes Kreditprodukt auch 2023 noch relevant? Das Durationsrisiko manifestiert sich dann auf die gleiche Weise wie bei den notierten Vermögenswerten; und plötzlich zeigt sich der Mangel an Marktliquidität möglicherweise als eine Grenze, die die Umschichtung von Kapital in profitablere Möglichkeiten behindert. Zudem basieren diese traditionellen Finanzierungen auf einer Kreditanalyse, die zwar bei der Vergabe der Finanzierung zutrifft, sich jedoch während der Laufzeit des Darlehens und insbesondere je nach makroökonomischen Trends stark ändern kann.

Ist es angesichts der wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten, die durch die erhöhte Bilanzschwäche des Hochzins-

umfelds verstärkt werden, noch sinnvoll, ein Anleiheportfolio auf gelistete oder nicht gelistete Produkte zu konzentrieren, die das Bilanzrisiko mittel- bis langfristiger Unternehmen verzinsen?

Während die Premium-Renditen privater Schuldtitel oft mit einer Illiquiditätsprämie versehen werden, können möglicherweise einige strukturiertere private Schuldtitel andere Formen der Liquidität ausserhalb der geregelten Märkte bieten und gleichzeitig das reine Bilanz- und Durationsrisiko abbildern. Diese Lösungen könnten zu einer unverzichtbaren Ergänzung jeder Kreditzuteilung werden, indem sie eine echte Antwort auf die Grenzen des gelisteten Kreditmarktes geben und dazu beitragen, die Anlageklasse unabhängig von den Marktbedingungen attraktiv zu machen.

Neuer Ansatz: Strukturierung und Finanzierung des Betriebskapitalbedarfs

Durch die Abkehr von den traditionellen Finanzierungsmodellen, die von Banken angeboten werden, können die Akteure einer privaten Kreditvergabe effektiver auf die Bedürfnisse der Kreditnehmer eingehen und gleichzeitig das Risiko/Rendite-Profil der damit verbundenen Investitionsmöglichkeiten verbessern. Durch das Loslösen von dem Ansatz der "Massen"-Finanzierung, der eine maximale Standardisierung der angebotenen Produkte erfordert und Einschränkungen auferlegt, können die Kreditgeber innovativ sein und wirklich differenzierte massgeschneiderte Lösungen anbieten.

Die relative Knappheit der Finanzierungen ermöglicht es auch etwas restriktivere Strukturen für den Kreditnehmer durchzusetzen, wie die Einrichtung von Konten mit doppelter Unterschriftspflicht, Self-Liquidating-Darlehen oder den Rückgriff auf Kreditversicherungen. Diese Strukturierungstechniken sind nicht revolutionär. Sie sind inspiriert von der Finanzierung des Rohstoffhandels, auch Trade Finance genannt, und werden von Banken seit Hunderten von Jahren praktiziert. Sie ermöglichen es den grössten Teil der zugrunde liegenden Risiken zu mindern und gleichzeitig das direkte Bilanzrisiko der finanzierten Unternehmen durch eine strenge Kontrolle der Verwendung der Mittel zu begrenzen. Diese Mechanismen zur Risikominderung eignen sich besonders gut zur Finanzierung des Betriebskapitalbedarfs ("Working Capital") und umfassen insbesondere:

- Transaktions- und Self-Liquidating-Finanzierung, die darin besteht, eine bestimmte Geschäftstransaktion anstelle einer Bilanz, wie bei einem klassischen Terminkredit, zu finanzieren.
- Das Stellen von Sicherheiten für "liquide" Waren/Vermögenswerten mit einer Belehnungsquote ("Loan-to-Value", "LTV") von weniger als 100 % zur Übersicherung der Finanzierung.
- Die nahezu systematische Inanspruchnahme von Kreditversicherungen zur Absicherung des Zahlungsrisikos der Endkunden.

Der Betriebskapitalbedarf entspricht dem Betrag, den ein Unternehmen besitzen muss, um seine Tätigkeit zu finanzieren, bis es die von seinen Kunden geschuldeten Zahlungen erhält. Dieser Betrag steigt tendenziell proportional zum Umsatz, wodurch ein immer grösserer Liquiditätsbedarf entsteht. Dieses Phänomen kann die Fähigkeit eines Unternehmens, ohne angemessene Lösungen zu wachsen, schnell einschränken. Eine effektive Finanzierung des Kapitalbedarfs eines Unternehmens bedeutet, seinen Motor mit Strom zu versorgen, damit er schneller und weiter laufen kann.

Der Betriebskapitalbedarf ist nicht nur für Unternehmen eine unerlässliche Grösse, sondern hat auch Vorteile, die ihn aus Sicht eines Kreditgebers interessant machen. Auf der Aktivseite kann das Inventar einen Marktwert und eine gewisse Liquidität haben, während die Kundenkonten Unternehmen gehören können die finanziell viel solider sind als der

Kreditnehmer oder deren Kreditrisiko durch eine spezialisierte Versicherung gedeckt ist. Auf der Passivseite kann auch das Kreditorenkonto umstrukturiert werden, um den Liquiditätsbedarf zu reduzieren.

Durch Bereitstellung der geliehenen Gelder auf einem Konto mit doppelter Unterschriftspflicht und Sicherstellung, dass die Zahlungen der Endkunden auf demselben Konto erfolgen, ist der Kreditgeber dem Kapitalbedarfszyklus ausgesetzt, und nicht mehr der langfristigen Kreditwürdigkeit seines Kreditnehmers. Dies begrenzt nicht nur das Bilanzrisiko des Kreditnehmers, sondern bietet auch Liquidität, die mit der Art der finanzierten Vermögenswerte zusammenhängt. Da jede neue Inanspruchnahme durch den Kreditnehmer der Validierung unterliegt, haben die Anleger in der Tat häufige Rückzahlungsoptionen und können ihr Durationsrisiko effektiv kontrollieren, während sie gleichzeitig einen Hebel für die Kreditnehmer haben, um Renditesteigerungen in einem Kontext hoher Zinsen in Betracht zu ziehen. Finanzierung eines Kakaohändlers:

Nehmen wir das Beispiel eines Kakaohändlers, der in Kamerun gut etabliert ist und Lieferungen auf dem lokalen Markt beschafft, die dann über einen langfristigen Vertrag, der seit mehreren Jahren besteht, an Nestlé verkauft werden. Kakao muss, wie viele andere Rohstoffe, in der Regel bezahlt werden, sobald er auf das Schiff geladen wird, das ihn an seinen Bestimmungsort transportiert. Der Transport dauert dann mehr als einen Monat, bevor die Ware schliesslich an Nestlé geliefert wird und unser Händler innerhalb von 30-60 Tagen eine Rechnung stellen und Zahlungen erhalten kann.

Folglich bleibt für unseren Händler die Kaufsumme in voller Höhe für einen Zeitraum von insgesamt 2 bis 3 Monaten gebunden. Die Summe dieses Betrags für alle offenen Transaktionen stellt den Kapitalbedarf un-

seres Händlers dar. Ohne Finanzierungslösung ist er in seinem Wachstum durch sein verfügbares Kapital eingeschränkt.

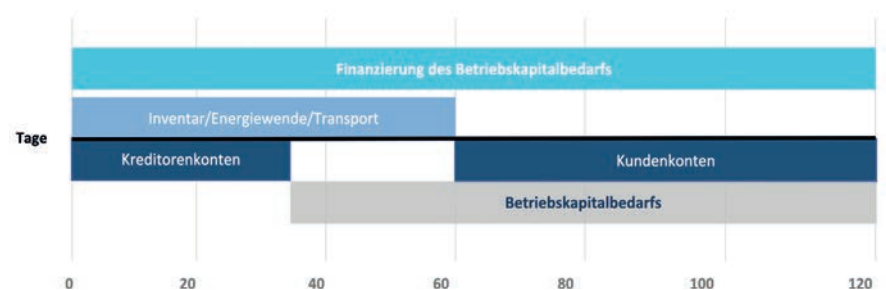
Wenn die Ladung jedoch auf das Schiff geladen, in Qualität und Quantität von unabhängigen Unternehmen wie SGS oder Veritas getestet und schliesslich durch Frachtversicherungen versichert wird, die die Transportrisiken abdecken, stellt sich die Transaktion eher als ein Nestlé-Kreditrisiko als ein Bilanzrisiko unseres Kakaohändlers dar. Um mehr Transaktionen finanzieren zu können, wird unser Händler bereit sein, einen viel höheren Zinssatz zu zahlen, als ein ähnliches Risiko auf den Märkten einbringen könnte.

Durch die Verwendung eines vom Kreditgeber kontrollierten Kontos mit doppelter Unterschriftspflicht, dessen Mittel nur zur Zahlung an Kakaolieferanten gegen Vorlage einer Reihe von Dokumenten verwendet werden können, die die Schlüsselaspekte der zugrunde liegenden Transaktionen bestätigen - insbesondere die Bestätigung von Zahlungsanweisungen durch Nestlé auf demselben Konto - ist es daher möglich, ein interessantes Risiko-/Renditeprofil zu erstellen, das einer Kreditrisikoarbitrage ähneln kann.

Auch wenn diese Finanzierungsmethoden nicht revolutionär sind, regen sie dazu an, effektive Finanzierungslösungen auch ausserhalb der Handelswelt anzubieten, um einen grösseren Beitrag zur Finanzierung der Realwirtschaft zu leisten und gleichzeitig attraktivere Risikoprofile für Investoren zu bieten.

Rabatt auf Subventionen für die energetische Sanierung in Frankreich:

Nehmen wir nun das Beispiel der energetischen Sanierung in Frankreich. Der Bausektor ist für das Erreichen der Energie- und Umweltziele der EU von entscheidender Bedeutung. Das Tempo und der Umfang des Übergangs zu sauberer Energie auf globaler Ebene entsprechen noch nicht den gesteck-



ten Klimazielen. Nach Angaben der EU sind Gebäude allein für etwa 40 % des Energieverbrauchs der EU und 36 % der Treibhausgasemissionen verantwortlich. Die EU hat daher eine Reihe von politische Maßnahmen und Unterstützungsmaßnahmen geschaffen, die die Regierungen dazu drängen, die Energieeffizienz von Gebäuden durch eine Verbesserung des bestehenden Gebäudebestands zu verbessern.

In Frankreich haben sowohl Privatpersonen als auch Unternehmen, die energetische Renovierungsarbeiten in ihren Wohnungen oder Räumlichkeiten durchführen, Anspruch auf die Zahlung von Prämien, die bis zu 80% des Betrags der Arbeiten finanzieren können. Diese Prämien beziehen sich auf zwei Subventionsregelungen, die einkommensschwache Haushalte stärker unterstützen:

- **"Ma Prime Rénov' (MPR)"** [Meine Renovierungsprämie], die vom französischen Staat finanziert wird.
- Die im Jahr 2005 eingeführten **Energiesparzertifikate ("CEE")**, die Energieversorger (Strom, Gas, Heizöl und Diesel/Benzin für Fahrzeuge), deren Ver-

käufe einen bestimmten Schwellenwert überschreiten, verpflichtet, sich an den Energieeinsparungen zu beteiligen, entweder durch direkte Einsparungen hinsichtlich ihrer eigenen Anlagen oder durch den Kauf von CEEs, die durch energiesparende Arbeiten geschaffen werden.

Diese Subventionen sind zwar kritisch, um die Durchführung dieser Arbeiten zu fördern, sie sind jedoch aufgrund der Verzögerungen zwischen der Durchführung der Arbeiten und ihrer Zahlung durch die betroffenen Akteure leider nicht sehr effektiv, da keine angemessenen Finanzmittel zur Verfügung stehen. Weder Installateure, die den Kauf von Material und Arbeitskräften finanzieren müssen, noch Privatpersonen mit oft bescheidenen Einkommen können diese Liquiditätsdifferenz über einen Zeitraum von etwa 2 bis 3 Monaten tragen.

Diese relativ einfachen Mechanismen, deren Zahlungsschritte und -kriterien eng umrahmt und dokumentiert sind, kombiniert mit finanzstarken Endschuldern, ermöglichen die Strukturierung von Finanzierungen mit

hoher Wirkung und bieten gleichzeitig ein kontrolliertes Risikoprofil für Investoren.

Durch die Finanzierung der Installateure auf der Grundlage konkreter Nachweise für die Durchführung der förderfähigen Arbeiten und einer Abtretung der zu erhaltenden Subventionen ermöglicht die Investition den Endkunden, nur den Restbetrag zu zahlen, während sie im Übrigen das Zahlungsrisiko staatlicher Einrichtungen oder grosser Energieunternehmen wie Total, EDF oder Engie tragen.

Darüber hinaus können Anlegern, dank des kurzfristigen Charakters der finanzierten Zyklen, eine regelmässige Liquidität sowie eine Renditeprämie, die an ein "indirektes" Kreditrisiko für die Endschuldner gebunden ist, das daher besser verzinst wird, gewährt werden. Denn um ihre Auftragsbücher füllen zu können, sind Installateure in der Regel bereit, eine höhere Rendite zu zahlen, als ein ähnliches Risiko den Anlegern an den Finanzmärkten einbringen könnte.

Die Zukunft des Finanzwesens: Ein Ökosystem im Wandel

Der Rückzug der Banken könnte also schlussendlich zu einem wesentlich effizienteren Kapitalfluss in die Realwirtschaft führen. Private Schuldtitel könnten einer der Haupttreiber dieses Wandels sein, indem sie es neuen Akteuren im Finanzökosystem ermöglichen, auf Finanzierungsprobleme zu reagieren, für die traditionelle Kreditgeber keine Lösungen bieten.

Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Stiftungen und private Investoren könnten somit eine immer wichtigere Rolle bei der Finanzierung von Unternehmen, aber auch bei so wichtigen Themen wie der Energiewende und den mit ESG (Umwelt, Soziales, Governance) verbundenen Herausforderungen spielen.

Dank innovativer Strukturen können die Akteure dieses neuen Ökosystems den Zugang zu dieser Anlageklasse erleichtern, die attraktive Möglichkeiten bietet, die nur darauf warten, finanziert zu werden. ■

I - Quelle: Prequin



Michèle Ansermet Papadopoulou, Lise, 50x50cm

Welche Alternativen sind angesichts des Risikos einer Stagflation im Anleihenbereich zu bevorzugen?



Jean-Julien Goettmann
Gründungspartner

Anaxis AM

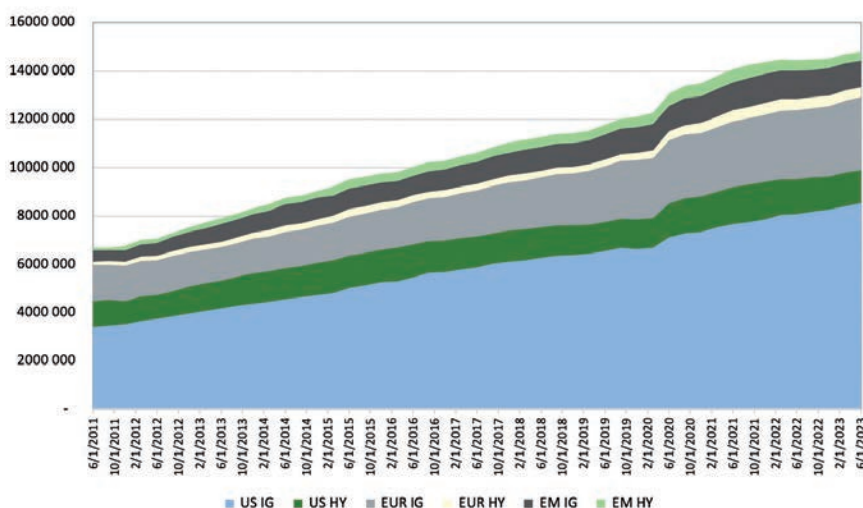
I - Ist das Umfeld so interessant für die traditionellen Anleihen?

Ein neues Umfeld

Traditionelle Anleihen werden im Allgemeinen als Staatsanleihen von sehr guter Qualität mit langer Duration (10 Jahre) definiert. Das können Schweizer Staatsanleihen sein, aber auch deutsche Bundesanleihen oder US-Treasuries. Es handelt sich um Anlagen, die man als risikolos bezeichnen könnte, da sie durch die am weitesten entwickelten Länder emittiert werden.

Die jüngsten makroökonomischen Ereignisse haben uns jedoch daran erinnert, dass diese Anlagekategorie stark auf die Zinsen und damit auf die Inflation reagiert. So bekamen diese Wertpapiere den plötzlichen Anstieg der Inflation in den letzten Monaten und die Zinserhöhungen der Zentralbanken mit voller Wucht zu spüren, wobei die Renditen kaum an das neue Umfeld angepasst waren und ihre Kurse stark zurückgingen. Diese Problematik macht erneut deutlich, dass eine Anleihenallokation gut diversifiziert sein muss, und stellt die Frage nach sogenannten "alternativen" Anlagen gegenüber diesen Staatsanleihen. Die Inflation könnte weiter

Ein Universum von Unternehmensanleihen mit starkem und anhaltendem Wachstum



bestehen bleiben und sich als neue Normalität durchsetzen, entgegen den Aussagen der Zentralbanken, die sie bis vor kurzem als vorübergehend betrachteten.

Eine nicht so ganz vorübergehende Inflation

Das Wiederaufkommen der Inflation war das Ergebnis konjunktureller Unterschiede, die bis heute nur teilweise behoben wurden. Ein Angebotsdefizit auf der einen Seite, mit Engpässen in den Lieferketten und anhaltenden Fehlbeständen, und eine starke Stimulierung der Nachfrage auf der anderen Seite, die hauptsächlich von den Staaten durch Haushaltsdefizite und eine sehr entgegenkommende Geldpolitik betrieben wurde. Wir können hier insbesondere die massiven Hilfen für die Wirtschaft nennen, die während der Covid-19-Pandemie verteilt wurden, um die Wirtschaft über Wasser zu halten.

Die Zentralbanken fürchten sich vor einem Ausbruch der Inflation, und angesichts dieses Schocks haben sie schnell reagiert. Sie erhöhten ihre Leitzinsen so plötzlich wie noch nie zuvor, um die Wirtschaft zu bremsen. So stiegen die Zinsen der Fed von 0,25% im Januar 2022 auf 5,5% im Juli 2023. Die EZB und die Bank of England gingen den gleichen Weg. Nach monatelangem Kampf beginnt die Inflation endlich zurückzugehen. Aber wird sie wieder auf ihre Tiefststände zurückkehren können? Die Frage bleibt offen wie noch nie.

Die Inflation könnte sich aus wirtschaftlichen, politischen oder auch demografischen Gründen auf einem strukturell hohen Niveau halten. Wir erleben einen Paradigmenwechsel, der vor allem durch eine Deglobalisierung der Volkswirtschaften gekennzeichnet ist.

Eine Deglobalisierung ist im Gange

Nach Jahren der zunehmenden globalen Integration sind die Industrieländer nun bestrebt, ihre Industrien wieder im Inland aufzubauen, und tendieren zu protektionistischeren Maßnahmen. Diese Neukonfiguration wird durch die anhaltenden politischen Spannungen zwischen den USA und China angeheizt, die zu Misstrauen und dem Wunsch nach einer unabhängigen Produktion führen.

Während die Globalisierung niedrigere Preise und eine höhere Effizienz (Wettbewerbsvorteile der einzelnen Länder) bedeutete, da sie die Angebotsseite und die Kostenoptimierung stark begünstigte, wird die Reindustrialisierung der Industrieländer einen längeren Anstieg der Investitionsausgaben und höhere Produktionskosten erfordern, was zu einer anhaltenden Inflation führen wird.

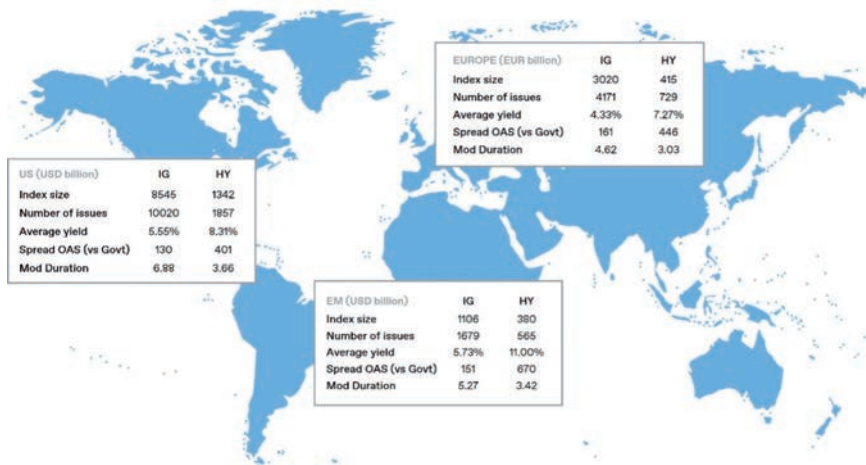
Die geopolitischen Spannungen führen zu Problemen auf den Rohstoff- und Energiemärkten. Der Krieg in der Ukraine ließ zeitweise eine große Öl- und Gaskrise befürchten, insbesondere in Europa, das stark von Russland abhängig war. Die Preise schossen zeitweise in die Höhe und trugen zu einem Anstieg der Inflation bei, fielen dann aber wieder auf das Niveau vor der Invasion zurück. Eine akute Krise wurde somit dank vereinter politischer Anstrengungen vermieden. Der Krieg ist nun jedoch von Dauer und seine Auswirkungen werden sich weiterhin auf die Preise auswirken. Dies gilt für Öl und Gas, aber auch für Lebensmittel, da die Ukraine ein wichtiger Produzent in diesem Sektor ist. Die Spannungen auf den Rohstoffmärkten werden durch die Verknappung einiger Rohstoffe, z. B. Kupfer und Kobalt, noch verstärkt. Seltene Erden sind im Zuge neuer technologischer Innovationen zunehmend begehrt.

Auch demografische Faktoren

Das globale Bevölkerungswachstum trägt zum Anstieg der Nachfrage und damit der Preise bei. In den ehemaligen Entwicklungsländern, insbesondere in den BRICS-Staaten, wächst die Mittelschicht, was zu einem starken Anstieg des Inlandsverbrauchs und der Importnachfrage führt.

Ein weiteres wichtiges demografisches Phänomen ist der Rückgang der erwerbsaktiven Bevölkerung in den Industrieländern, der auf die Alterung der Bevölkerung und eine veränderte Einstellung gegenüber dem Arbeitsmarkt zurückzuführen ist. Man spricht viel von der "Großen Kündigung" in den USA (Great Resignation), die sich sogar auf China auszudehnen beginnt, oder auch von der Entwicklung der Teilzeitarbeit. Dieser Rückgang des Arbeitskräfteangebots, für das die Unternehmen ihre Attraktivität erhöhen müssen, könnte die Löhne stark ansteigen

Drei große geografische Regionen mit unterschiedlichen Merkmalen



lassen. Steigende Löhne heizen tendenziell die Inflation an, da die Arbeitskosten immer höher werden und auf die Preise umgesetzt werden müssen. Wir können dieses Phänomen bereits in 2023 erkennen, mit historisch angespannten Arbeitsmärkten, großen Lohnsteigerungen und vielen unbesetzten Stellen in den USA und in Europa.

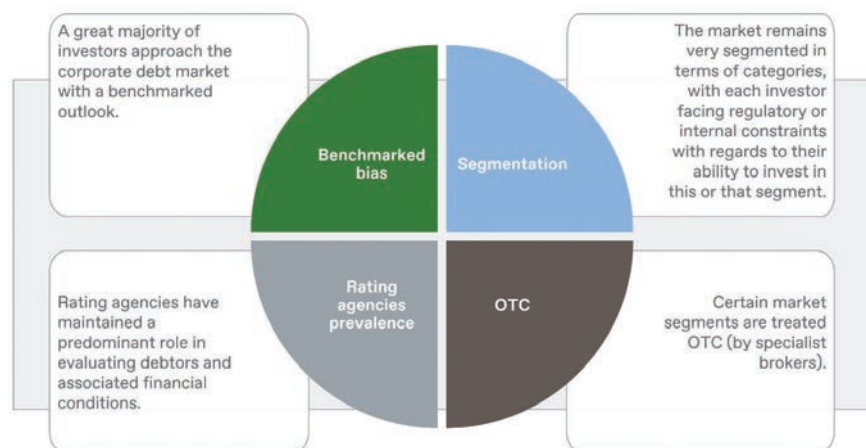
Höhere Kosten aufgrund von Nachhaltigkeit

Ein weiterer Faktor, der die Kosten der Unternehmen in die Höhe treibt und dann auf die Preise aufgeschlagen werden könnte, ist der Kampf gegen die globale Erwärmung. Der Klimawandel führt zu zusätzlichen Belastun-

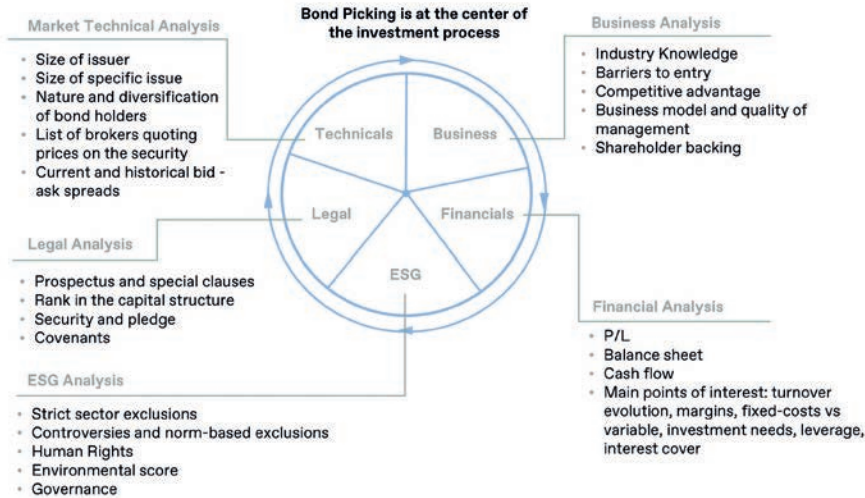
gen für die Produktionsmittel. Die Unternehmen werden zunehmend aufgefordert, ihre Investitionen zu erhöhen, um die Nachhaltigkeit ihrer Tätigkeit zu gewährleisten, und dies vor dem Hintergrund einer wachsenden Zahl von Regulierungsstandards. Um die Umwelt weniger zu verschmutzen, muss die Produktion teurer werden.

Die globale Erwärmung zwingt auch die Staaten dazu, massive finanzielle Ressourcen bereitzustellen, um die Folgen der Erwärmung und die dadurch verursachten Naturkatastrophen zu bewältigen. Die historischen Brände dieses Sommers auf der ganzen Welt oder die immer wiederkehrenden und stärker werdenden Wirbelstürme verdeutlichen diese Notwendigkeit, enorme Mittel

Der Markt für Unternehmensanleihen bietet viele Chancen für einen Experten im Bond-Picking



Worauf man bei der Auswahl einer Unternehmensanleihe achten sollten



zur Bekämpfung extremer Wetterereignisse bereitzustellen. Dasselbe gilt für die immer intensiveren und länger andauernden Dürreperioden oder den Anstieg des Meeresspiegels, der die Küsten bedroht.

Vor diesem Hintergrund und trotz der Marktbewegungen der letzten Monate können wir davon ausgehen, dass die langfristigen Zinssätze derzeit kaum das Risiko einer langfristigen Inflation widerspiegeln. Der 10-jährige US-Zins lag Ende August bei "nur" 4%, der deutsche Bund bei rund 2,5% und die Schweizer Bundesanleihen um ca. 1%.

2 - In diesem Umfeld stellen Unternehmensanleihen eine attraktive Diversifizierung dar

Die Rückkehr attraktiver Renditen

Im Gegensatz zu Staatsanleihen können die Renditen von Unternehmensanleihen von einer höheren Inflation profitieren. Das Investment-Grade-Segment der Unternehmensanleihen erlebt ein Comeback, da die Aussichten für die Anleger nach Jahren mit Renditen nahe Null wieder attraktiv sind. Auch High Yield bietet weiterhin gute Chancen, wobei die Risikoprämie traditionell mit dieser Kategorie verbunden ist. Alle diese Unternehmensanleiherenditen befinden sich nun auf historisch hohen Niveaus und decken, mit einer positiven Realrendite, die Inflation gut ab.

Es sei daran erinnert, dass die Renditen von Unternehmensanleihen nicht nur vom Zins-

niveau, sondern auch von den Kreditspreads abhängen. Die Kreditkomponente bietet eine diversifizierende Renditequelle, die in einem inflationären Umfeld kaum mit der Zinsentwicklung korreliert.

Diese Anlageklasse ist in der Regel mit einem höheren Kreditrisiko behaftet als Staatsanleihen, aber dieses Risiko wird derzeit angesichts der guten Fundamentaldaten, die die Unternehmen aufweisen, gut bezahlt. Dies gilt vor allem für die Schwellenländer. Wir halten es für sinnvoller, in die auf US-Dollar lautende Anleihe eines türkischen Unternehmens zu investieren, das den Großteil seines Umsatzes in harter Währung erzielt, als in eine Staatsanleihe des türkischen Staates selbst.

Ein großes und diversifiziertes Universum

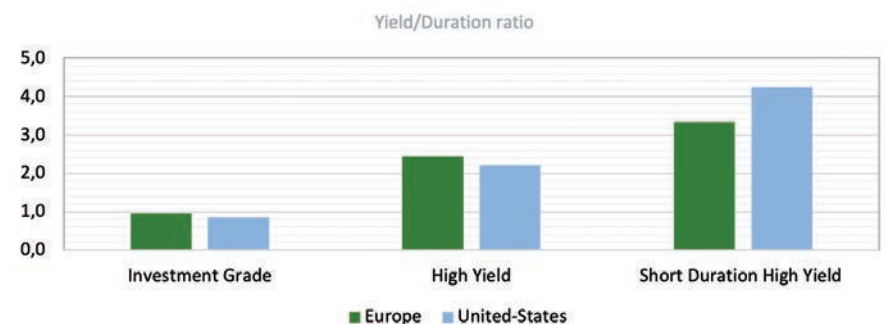
Das Universum der Unternehmensanleihen ist mittlerweile in allen seinen Segmenten ausreichend groß, sowohl in Europa und

den USA als auch in den Schwellenländern und in allen Ratingkategorien. Dieses Universum wächst weiter. Die Zinserhogungen haben übrigens einige Unternehmen nicht davon abgehalten, sich an den Märkten zu refinanzieren, vor allem, weil sie der Ansicht sind, dass die Zinserhogungen weitergehen könnten. Dabei werden die Konditionen für diese Art von Transaktionen künftig weniger günstig sein.

Neben attraktiven Renditen bietet das breite Universum der Unternehmensanleihen den Managern die Möglichkeit, echte Anlageentscheidungen im Einklang mit ihren Überzeugungen zu treffen. Die Begriffe ESG, Ethik und Nachhaltigkeit kommen in diesem Segment voll zum Tragen, denn die Auswahl einer Unternehmensanleihe bedeutet, ein Wirtschaftsmodell zu bestätigen und über die Gesamtheit der Werte, die ein diversifiziertes Portfolio bilden, wichtige gesellschaftliche Entscheidungen zu treffen. Fossile Brennstoffe vollständig auszuschließen oder nicht in Unternehmen zu investieren, die mit autoritären Regimen in Verbindung stehen, sind Beispiele für ethische Positionen, die ein Manager von Unternehmensanleihen übernehmen und konkret umsetzen kann.

Zumal ein ethischer Investmentansatz, bei dem die Nachhaltigkeit im Vordergrund steht, tendenziell von einem besseren Risikomanagement profitiert. Die Notwendigkeit, Anleihen sowohl nach finanziellen als auch nach nichtfinanziellen Kriterien auszuwählen, zwingt dazu, eine Reihe zusätzlicher Faktoren zu berücksichtigen, die sich auf die Zukunft der Unternehmen und den Wert der Wertpapiere im Portfolio auswirken können: stets schwankende Vorschriften, Kontroversen, die das Markenimage beeinträchtigen, technologische Alternativen, welche veraltete Modelle

Short Duration High Yield-Segment mit der besten Rendite verglichen zur Duration



gefährden, physische Risiken in Verbindung mit Naturkatastrophen...

Das Unternehmensuniversum ist zudem in seinen technischen Merkmalen sehr vielfältig: geratet/nicht geratet, Investment Grade/High Yield, Callable/Non-Callable, Senior/Junior Debt, Fixed Rate/Variable Rate, Convertible/Non-Convertible... Diese Vielfalt ermöglicht es der Verwaltungsgesellschaft, die Anlagemöglichkeiten zu vervielfachen und Produkte anzubieten, die ihren makroökonomischen Erwartungen und den Bedürfnissen ihrer Kunden gerecht werden.

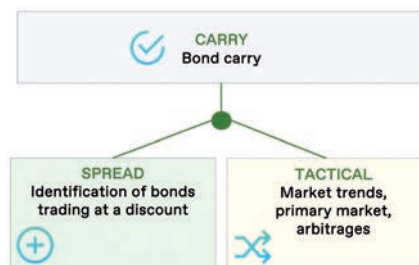
Die Notwendigkeit des Bond-Pickings

Auch der Markt für Unternehmensanleihen weist Ineffizienzen auf, die ein aktiver Manager mit solider Erfahrung und hervorragenden Fähigkeiten in der Kreditanalyse ausnutzen kann. Dabei geht er von der Idee aus, dass eine Anlage immer gegen seinen tatsächlichen Fundamentalwert konvergiert. Während Investitionen in Staatsanleihen über Direktinvestitionen getätigt werden können und nur wenige Chancen bieten, die es zu finden gilt,

erfordert die Auswahl von Unternehmensanleihen Know-how und strenge Analyseprozesse, um nach den vielversprechendsten und robustesten Titeln zu suchen.

Der Anleger kann durch die aktive Verwaltung eines Portfolios aus Unternehmensanleihen von mehreren Performancequellen profitieren: Carry, also das Halten von Anleihen, was in einem Umfeld hoher Zinsen umso interessanter ist, die Reduzierung der Kreditspreads, um von der erwarteten Verbesserung der finanziellen Performance bestimmter Emittenten zu profitieren, und taktische Arbitrage, die darauf abzielt, eine bessere Performance von Unternehmen zum Beispiel in bestimmten Sektoren oder geografischen Regionen zu antizipieren.

Drei Performance-Treiber



Im Rahmen unserer Analyse der Märkte für Unternehmensanleihen ist die Positionierung, die wir derzeit bevorzugen, eine kurze bis mittlere Duration (2 bis 3 Jahre) und ein moderates Kreditrisiko (Ratings von BBB und BB). Diese Positionierung spiegelt die Marktlage und das neue makroökonomische Umfeld gut wider. Das attraktivste Rendite-Duration-Verhältnis besteht weiterhin in der Ratingkategorie High Yield, insbesondere bei Titeln mit kurzer Duration.

Verschiedene Anlagestrategien

Je nach Risikobereitschaft der Anleger ist das Segment der Unternehmensanleihen über verschiedene Anlagestrategien zugänglich. Zu nennen sind hier die derzeit sehr beliebten Laufzeitfonds, welche auf Planbarkeit setzen, Fonds mit kurzer Duration, bei denen der Schwerpunkt auf Kapitalschutz liegt, und schließlich flexible Fonds, die auf Anpassungsfähigkeit an alle möglichen Marktkonfigurationen abzielen und versuchen, sowohl kurz- als auch langfristige Chancen zu nutzen, um die Rendite zu maximieren.



Michèle Ansermet Papadopoulos, *Marilyne*, 150x100cm

Dekarbonisierung eines Aktienportfolios



Erik Christiansen, CFA
ESG- und Klimaspezialist

Scientific Beta

Olivier de Denon, CEFA
Head Institutional Business
Development Romandie



Baloise Asset Management AG

Die Ziele, die Anleger mit der Reduktion der CO₂-Intensität ihrer Portfolios anstreben, sind oft vielfältig, und es existieren unterschiedliche Anlagestrategien, um diese zu erreichen.

Der Ausschluss der Unternehmen mit den höchsten Kohlenstoffemissionen aus einem globalen Anlageuniversum signalisiert unseres Erachtens den Unternehmen, wie wichtig es ist, ihre Strategie auf den Klimawandel auszurichten. Ein solch deutliches Zeichen bietet daher den stärksten Anreiz. Dies aber unter der Bedingung, dass nicht wahllos ganze Sektoren ausgeschlossen werden: Die Aussicht auf eine Wiederaufnahme in das Portfolio bei einer entsprechenden Verbesserung ist in Bezug auf die Reduktion der CO₂-Intensität der Transmissionsriemen in Bezug auf die Reduktion der CO₂-Intensität das Bindeglied zwischen den Anlageportfolios und der Realwirtschaft.

Durch die Reduktion der CO₂-Intensität mittels einer Filterung kann eine deutliche Reduktion der Kohlenstoffemissionen bei einer lediglich geringen Reduktion der entsprechenden Titel erzielt werden. Dies ist ein entscheidender Vorteil, um bei den per se kohlenstoffintensiveren Multifaktorportfolios eine hohe Diversifikation aufrechtzuerhalten.

Welches sind die Gründe für eine Reduktion der CO₂-Intensität des Portfolios?

Anleger haben im Wesentlichen drei verschiedene Gründe, bei ihrem Portfolio die

CO₂-Intensität reduzieren zu wollen, d.h., den ökologischen Fussabdruck derjenigen Unternehmen zu verringern, in die sie investiert sind. Häufig werden auch mehrere dieser drei Gründe kombiniert:

- **Zur Bekämpfung des Klimawandels beitragen**, indem diese Unternehmen dazu veranlasst werden sollen, ihre Kohlenstoffemissionen zu senken. Das heisst, so zu handeln, dass die Reduktion der CO₂-Intensität des Anlageportfolios zu einer Reduktion der Kohlenstoffemissionen in der Wirtschaft und schliesslich zu einer geringeren Kohlenstoffbelastung der Atmosphäre führt.
- **Zu vermeiden, sich an Unternehmen zu beteiligen** oder in Verbindung gebracht werden, die gegen ethische Werte verstossen, wie sie insbesondere von grundlegenden internationalen Übereinkommen definiert werden – in diesem Falle durch das Pariser Abkommen.



- Ihre Anlagen weniger den Risiken des Klimawandels und dessen Bekämpfung aussetzen.

Wie kann die Reduktion der CO₂-Intensität erreicht werden?

Um die Ziele zu erreichen, können verschiedene Methoden der Portfoliokonstruktion angewandt und miteinander kombiniert werden:

- Eine Reduktion der Kapitalallokation an ein Unternehmen trägt dazu bei, dessen Kapitalkosten zu erhöhen und damit das Wachstum derjenigen Tätigkeiten einzuschränken, die Anleger für schädlich halten. Dies veranlasst Unternehmensleitungen dazu, ihre Aktivitäten zu ändern und in Technologien zu investieren, die zur angestrebten Zielerreichung beitragen. Der Verkauf einer Aktie und die sinkende Nachfrage tragen zu einem Rückgang des Aktienkurses und damit zu einer Erhöhung der Kapitalkosten für die Emittenten bei. Eine niedrigere Bewertung eines Wertpapiers verringert auch die Höhe der aktienbasierten Vergütungen von Führungskräften, insbesondere bei den Aktienoptionen, und erzeugt so einen unmittelbaren persönlichen Anreiz.
- Durch die Verringerung der Gewichtung von Wertpapieren, deren Auswirkung auf den Klimawandel am grössten ist, können Anleger damit rechnen, ihr Exposure zu Klimarisiken zu verringern; insbesondere zu sogenannten Übergangsriskien, wie beispielsweise strengere Steuer- und Emissionsvorschriften für Treibhausgase. Anlagen im Bereich von Aktivitäten mit der höchsten CO₂-Intensität¹, wie die Förderung und Nutzung von Kohle und Ölsand, können äusserst sensibel auf eine Erhöhung des Kohlenstoffpreises oder ein Verbot dieser Aktivitäten reagieren. Die strengere Besteuerung und Regulierung, der sich die Unterzeichnerstaaten des Pariser Abkommens verpflichtet haben, führt möglicherweise dazu, dass die aktuellen Bewertungen dieser Unternehmen die künftigen Risiken nicht angemessen reflektieren².
- Eine Reduktion der Kapitalallokation kann bis zum vollständigen Ausschluss von Titeln aus einem Portfolio führen. Indem Anleger keine Anteile mehr halten, drücken sie deutlich ihren Willen aus, sich von diesen

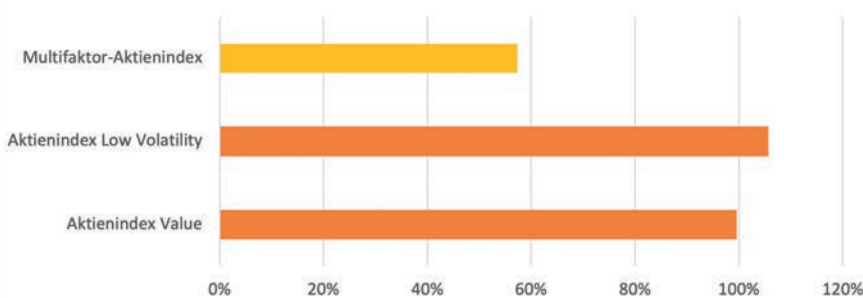
Tätigkeiten und Verhaltensweisen distanzieren zu wollen. Ein solcher Ansatz sendet auch besonders klare Signale an die Unternehmensleitung, dass die Bekämpfung des Klimawandels wichtig ist. Die Kapitalkosten werden aber nicht nur unmittelbar durch die Auswirkung von Verkäufen auf den Kurs beeinflusst, sondern auch durch die Risikowahrnehmung des Marktes. Diese ist wiederum umso stärker, je deutlicher das gesendete Signal ist³.

- Anleger können das Verhalten von Unternehmen auch durch das so genannte Shareholder Engagement beeinflussen, d.h. durch die Ausübung von Stimmrechten und den Dialog mit den Unternehmen. Darin kann ein Argument gegen die Anwendung von Ausschlüssen gesehen werden, da Aktionäre ihre Einflussmöglichkeit verlieren, sobald sie nicht mehr Anteilseigner sind. Andererseits demonstrieren Anleger ihre Entschlossenheit und Handlungsbereitschaft, indem sie Wertpapiere von vornherein ausschliessen, anstatt im Falle eines erfolglosen Dialogs, mit einem künftigen Ausschluss zu drohen. Zudem kann die Aussicht auf künftige Investitionen ebenso überzeugend sein wie drohende Desinvestitionen. Und es besteht kein Grund zur Annahme, dass Emittenten weniger an einem Dialog mit ihren potentiellen Aktionären interessiert sind als mit aktuellen Aktionären. Ein Verkäufer kann es sich schliesslich nicht leisten, nur mit seinen bestehenden Kunden zu sprechen und nicht auf die Erwartungen von potenziellen Neukunden einzugehen⁴.

Warum die Reduktion der CO₂-Intensität insbesondere für Multifaktorportfolios so wichtig ist?

Portfolios, die auf ein Engagement in den von der akademischen Forschung dokumentierten Performancefaktoren abzielen, haben üblicherweise eine weitaus höhere CO₂-Intensität als ein normaler Marktindex. Dies gilt vor allem für die Faktoren Value und Low Volatility. Dies trifft auch auf die von Baloise und Scientific Beta entwickelte Multifaktorstrategie zu - vor der Reduktion der CO₂-Intensität. In erster Linie ist dies auf die durch diese Faktoren verursachte Sektorallokation zurückzuführen, welche tendenziell eine Übergewichtung der Sektoren Industrie und Stromerzeugung bewirkt. Wie die

Erhöhung des CO₂-Intensität des Multifaktorportfolios im Vergleich zu einem normalen Marktindex (vor Reduktion der CO₂-Intensität)



Gewichtete durchschnittliche CO₂-Intensität (Scope 1+2 / Umsatz) der Indizes SciBeta Developed iHFI Multi-Strategy Six-Factor EW, SciBeta Developed iHFI Multi-Strategy Low Volatility und SciBeta Developed iHFI Multi-Strategy Value im Vergleich zum Index SciBeta Developed Cap-Weighted, Stand 30. Juni 2023.

Grafik zeigt, führen einige Faktoren zu einer Verdopplung der CO₂-Intensität im Portfolio im Vergleich zu einem normalen Marktindex: Siehe oben.

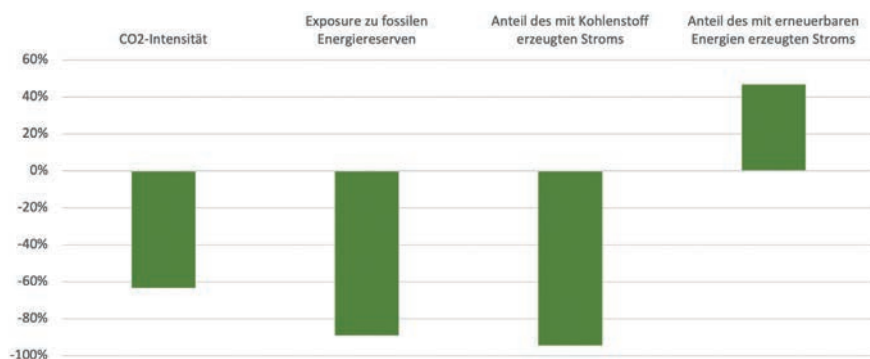
Vor diesem Hintergrund wird die Reduktion der CO₂-Intensität umso entscheidender. Es ist besonders darauf zu achten, dass die Reduktion der CO₂-Intensität die Performancequellen der Strategie möglichst nicht negativ beeinflusst. Darüber hinaus sollte das Grundprinzip einer effizienten Portfolio-konstruktion angewandt werden, indem das Rendite-Risiko-Verhältnis durch die Diversifizierung idiosynkratischer Risiken verbessert wird – daher muss ein grosses Anlageuniversum beibehalten werden.

Wie wird die CO₂-Intensität eines Multifaktorportfolios effizient reduziert?

Aus den bisherigen Ausführungen schlussfolgern wir, mit welcher Methode eine Reduktion der CO₂-Intensität unseres Multifaktorportfolios umgesetzt werden soll, sodass sowohl das gewünschte Exposure zu langfristigen Performancefaktoren als auch eine hohe Diversifikation erhalten bleiben.

Unseres Erachtens ist die Filterung eines Anlageuniversum, d.h. der Ausschluss bestimmter Titel, gegenüber einer blossen Untergewichtung vorzuziehen. Dies aus folgenden Gründen:

Low Carbon Multifaktorindex Scientific Beta/Baloise (Industrieländer ex Schweiz), Veränderungen im Vergleich zu einem Standard-Marktindex



Änderung der Kennzahlen des Index SciBeta Developed ex-Switzerland Low-Carbon Baloise iHFI MBMS 6F EW im Vergleich zum SciBeta Developed ex-Switzerland Cap-Weighted, Stand 30. Juni 2023, in Bezug auf folgende Kennzahlen: gewichtete CO₂-Intensität (Scope 1+2 / Umsatz), fossile Energiereserven (Tonnen CO₂e / CHF investiert), Anteil des von den Portfoliounternehmen aus Kohle und aus erneuerbaren Energien produzierten Stroms.

- Unternehmen aus dem Bereich thermische Kohle und Ölsand sind kurzfristig mit den Zielen des Pariser Abkommens nicht vereinbar. Viele Anleger wollen sich daher vollständig von diesen Unternehmen distanzieren.
- Für die übrigen Unternehmen mit einer besonders hohen CO₂-Intensität kann mit dem vollständigen Ausschluss einiger weniger Titel eine starke Reduzierung der CO₂-Bilanz erreicht und gleichzeitig ein grosses Anlageuniversum beibehalten werden. Wie wir bereits hervorgehoben haben, sendet eine solche Filterstrategie, unabhängig von komplexen und intransparenten Strategien der Portfoliooptimierung, besonders klare - und damit wirksame - Signale an die Unternehmensführungen und die Finanzmärkte.
- Der Ausschluss ganzer Sektoren würde die Anreize für Unternehmen beseitigen, ihr

Verhalten zu ändern. Die Reduktion der CO₂-Intensität von Anlageportfolios führt nur dann zu einer geringeren CO₂-Intensität, wenn dadurch die Unternehmensstrategien beeinflusst werden. Wir achten daher darauf, nie mehr als die Hälfte der Unternehmen eines Sektors auszuschliessen, um mit der Reduktion der CO₂-Intensität des Anlageportfolios eine Hebelwirkung auf die Realwirtschaft zu haben.

Wie die nächste Grafik zeigt, kann mit einem solchen Ansatz die CO₂-Intensität eines Multifaktorindex deutlich reduziert werden. Gleichzeitig wird damit das Engagement in Unternehmen gesenkt, die besonders anfällig für regulatorische und steuerliche Anpassungen in Bezug auf Kohlenstoffemissionen sind, wie z.B. fossile Energiereserven und Kohlekraftwerke. Umgekehrt setzt das Portfolio verstärkt auf erneuerbare Energien. ■

- 1 - Auf die gleiche Weise wie beim kohlenstoffarmen Multifaktorportfolio von Scientific Beta angewandt, kann die CO₂-Intensität eines Unternehmens durch das Verhältnis zwischen seinen direkten und indirekten (z.B. Kauf von Strom) Emissionen (Scope 1 und 2) einerseits und dem Umsatz andererseits gemessen werden.
- 2 - Siehe Christiansen, E. (2022) Financing the Energy Transition: What is the Role of Fossil Fuels Divestment?
- 3 - Siehe Dordi, T. and O. Weber (2019). The Impact of Divestment Announcements on the Share Price of Fossil Fuel Stocks. Sustainability 11: 3122.
- 4 - Siehe Amenc, N., E. Christiansen, F. Ducoulombier, F. Goltz, and V. Liu (2020). ESG Engagement and Divestment: Mutually Exclusive or Mutually Reinforcing?



Michèle Ansermet
Papadopoulou,
La Voisine,
50x50cm

Kann der Nachhaltigkeitsbericht meiner Pensionskasse als strategisches Instrument betrachtet werden?



Elisa Benito
Analystin für nachhaltige
Finanzprodukte

CONINCO Explorers in finance SA

Wir beobachten eine Zunahme der ESG-Berichterstattung unter den Finanzakteuren und die Pensionskassen bilden bei diesem Trend keine Ausnahme. So hat der ASIP bereits einen Bericht mit Empfehlungen zur ESG-Berichterstattung veröffentlicht und es ist wahrscheinlich, dass auch im Bereich der Vorsorge ähnliche Publikationen erscheinen werden. Als Folge dieser Initiativen stellt sich die Frage, ob wir die Entstehung von ESG-Berichterstattung in Pensionskassen erleben werden, auch wenn es sich dabei bislang nicht um eine regulatorische Verpflichtung handelt.

Ein ESG-Bericht einer Schweizer Pensionskasse sollte bewerten, wie die Kasse diese Kriterien in ihre Anlagestrategie einbezieht. Er sollte die Bemühungen untersuchen, in umweltfreundliche Unternehmen zu investieren, ethische Geschäftspraktiken zu fördern und eine transparente Unternehmensführung zu gewährleisten. Dies fördert nicht nur nachhaltige Werte, sondern kann sich auch positiv auf die langfristige Performance der Investitionen auswirken.

Darüber hinaus kann sich eine nachhaltige Berichterstattung positiv auf den Ruf der

Pensionskasse auswirken. Eine transparente und verantwortungsvolle Verwaltung stärkt das Vertrauen der Mitglieder und kann neue Mitglieder anziehen. Ein solider Ruf kann ein strategischer Vorteil sein.

Schliesslich kann ein Nachhaltigkeitsbericht in der heutigen Zeit, in der Nachhaltigkeit für Investoren und Regierungsbehörden immer wichtiger wird, der Pensionskasse dabei helfen, die Standards und Erwartungen im Bereich der sozialen und ökologischen Verantwortung zu erfüllen. Dadurch können Reputations- und Regulierungsrisiken verringert werden, was für ein langfristiges Management von entscheidender Bedeutung ist.

Der Schweizerische Pensionskassenverband (ASIP) hat Empfehlungen für die ESG-Berichterstattung von Pensionskassen veröffentlicht. Es zeigt sich, dass diese ESG-Richtlinien des ASIP in Wirklichkeit hauptsächlich auf Umwelt (E)-Richtlinien hinauslaufen, und zwar speziell auf Richtlinien zur Klimaberichterstattung und zum Engagement der Aktionäre.

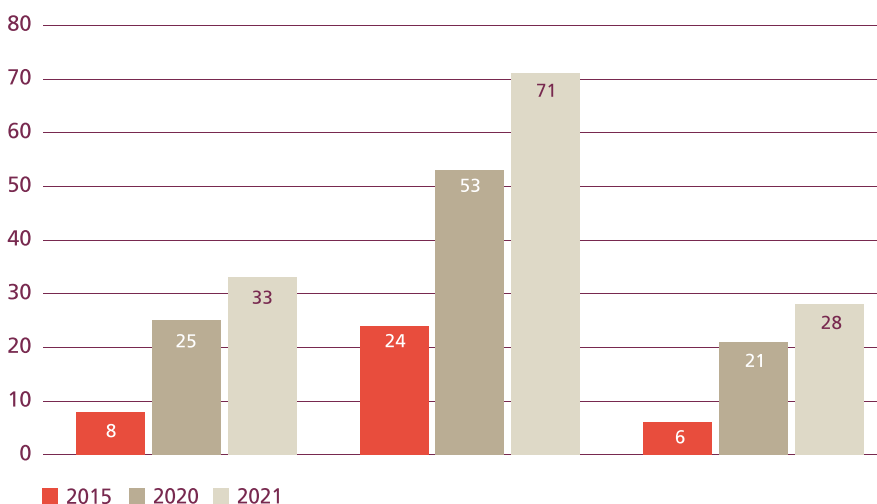
Ein überraschender Aspekt des ASIP-Berichts ist die Behauptung, dass ESG-Scores aufgrund der verschiedenen Methoden und der Unmöglichkeit, diese Indikatoren im Laufe der Zeit zu vergleichen, nicht mehr berücksichtigt werden müssen.

Die Studie von Swisscanto wirft die Frage auf, ob die Zahl der Pensionskassen, die ESG-Kriterien in das Anlagereglement aufgenommen haben, gestiegen ist.

Die Sensibilität einer Pensionskasse für ESG-Kriterien korreliert mit zwei Hauptfaktoren: ihrer Grösse, wobei grössere Pensionskassen ein stärkeres Interesse an ESG-Kriterien zeigen, und ihrer Rechtsform, wobei öffentliche Pensionskassen eindeutig ein stärkeres Interesse an ESG-Überlegungen zeigen.

In einem Land, in dem Nachhaltigkeit ein zunehmendes Anliegen ist, spielen ESG-Berichte eine Schlüsselrolle bei der finanziellen Entscheidungsfindung für den Ruhestand. Wir rechnen mit einem deutlichen Wachstum dieser Berichte, das sich in der zunehmenden Bedeutung von ESG-Kriterien innerhalb der Anlagevorschriften widerspiegelt. ■

Anteil in % der Vorsorgeeinrichtungen, die ESG-Grundsätze in ihrem Anlagereglement verankert haben.



Quelle: Swisscanto

Inflation: Stopp oder weiter?



Sabahudin Softic
Prokurist
Berater Institutionelle Kunden

CONINCO Explorers in finance SA

"Das Schöne an der Inflation ist, dass man, wenn man mit hundert Franken in den Laden geht, schneller wieder herauskommt als vor einem Jahr."



Die aktuelle Phase des starken Preisanstiegs begann 2021 und folgte auf eine lange Phase relativer Stabilität. Nachdem die meisten Zentralbanken das Problem zunächst verleugnet hatten, begannen sie ab Anfang 2022 mit harten Massnahmen, vor allem mit einer Erhöhung der Leitzinsen, um das Problem in den Griff zu bekommen. Infolgedessen kehrten die Inflationsraten in den letzten Monaten wieder zu ihren historischen Durchschnittswerten zurück, nachdem sie im Westen auf ein Rekordniveau gestiegen waren, der seit vielen Jahren nicht mehr wurde.

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts wurde die Inflation von den zuständigen

Behörden jedoch immer noch als zu hoch eingestuft. Die meisten Währungshüter sind sich jedoch einig, dass die Inflationsraten weiter sinken werden und dass sie so lange daran arbeiten werden, bis die Inflationsraten wieder auf die Zielvorgabe von etwa 2% pro Jahr zurückgehen.

Gelddrucken

"(Anhaltende) Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen". Milton Friedman

Die Zentralbanken scheinen zwar fest entschlossen zu sein - zumindest behaupten sie das -, alles Notwendige zu tun, um die

Inflation auf ein akzeptables Niveau zu bringen, doch muss man darauf hinweisen, dass sie zum grossen Teil selbst für diese Problematik verantwortlich sind. Denn seit vielen Jahren und insbesondere seit der Krise von 2008 haben die Geldinstitute systematisch auf alle auftretenden Krisen mit Leitzinssenkungen und vor allem mit großen Geldspritzen reagiert. Diese Geldspritzen, hauptsächlich Rückkäufe von Staatsschulden auf dem Sekundärmarkt, mit anderen Worten der Monetarisierung, haben ihre Bilanzen kontinuierlich aufgebläht.

Diese langfristig laxe Geldpolitik führte überraschenderweise nicht zu einem unkontrollierten Anstieg der Inflation - bis zu einer Krise zu viel. Denn infolge einer massiven Beschleunigung der Verschuldung, die durch die mit dem "Covid" verbundene Haushaltspolitik ab Anfang 2020 und die damit einhergehende neue Monetarisierung ausgelöst wurde, begannen die Inflationsraten daher ab Anfang 2021 schließlich über die Stränge zu schlagen.

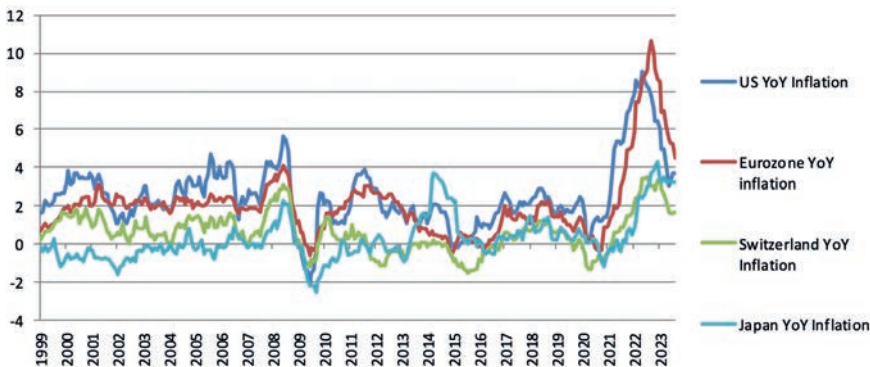
Ab Anfang 2022 spürten die Zentralbanken, dass ihnen die Situation entglitt, und begannen, ihre Bilanzen zu reduzieren, um das Problem in den Griff zu bekommen - bislang mit einigem Erfolg, denn wie wir gesehen haben, sind die Inflationsraten tatsächlich zurückgegangen. In der nächsten Krise werden sie jedoch, wenn sie dem Modus Operandi der letzten Jahre folgen, wieder monetarisieren und die Inflationsraten könnten wieder steigen.

Schulden

Die Ausweitung der Bilanzen der Zentralbanken in den letzten Jahren ging mit einem stetigen Anstieg der Staatsverschuldung einher.

Künftige Monetarisierungen sind umso unvermeidlicher, als die Staaten die Inflationsproblematik und die entsprechenden Mechanismen offenbar nicht in vollem Umfang erkannt haben. Tatsächlich haben sich die meisten Länder, die mit allgemeinen Preissteigerungen konfrontiert waren, dafür entschieden, die Symptome zu behandeln, anstatt das Übel zu bekämpfen. Das heisst, sie haben beschlossen, den verschiedenen Wirtschaftsakteuren alle möglichen Hilfen zu geben, Hilfen, die auf Kredit finanziert wurden. Die Haushaltsdefizite der Staaten sind daher weiterhin

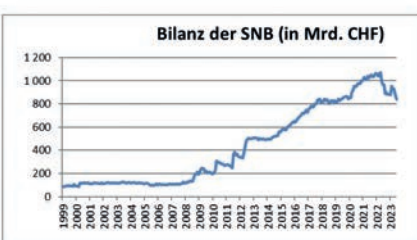
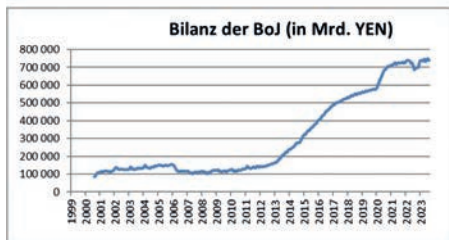
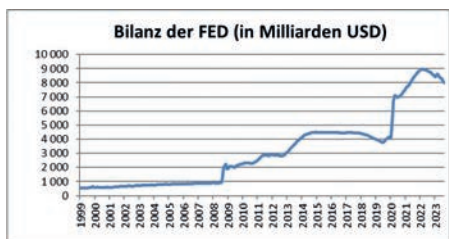
Verbraucherpreisindizes (über 12 gleitende Monate)



Quelle: Refinitiv/CONINCO

sehr hoch. Um die Inflationsraten zu senken, müsste man weniger ausgeben, als an Steuern erhoben wird, um die allgemeine Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen zu senken, doch genau das Gegenteil ist der Fall. Indem die Staaten den Haushalten kurzfristig durch die Erhöhung der Staatsschulden helfen, riskieren sie, das Inflationsproblem kurz-, mittel- und langfristig zu verstärken.

Die anhaltende Verschuldung, die durch die Monetarisierung der Zentralbanken vorübergehend geschmälert wurde, trug logischerweise dazu bei, dass die Obligationenzinsen rasch anstiegen.

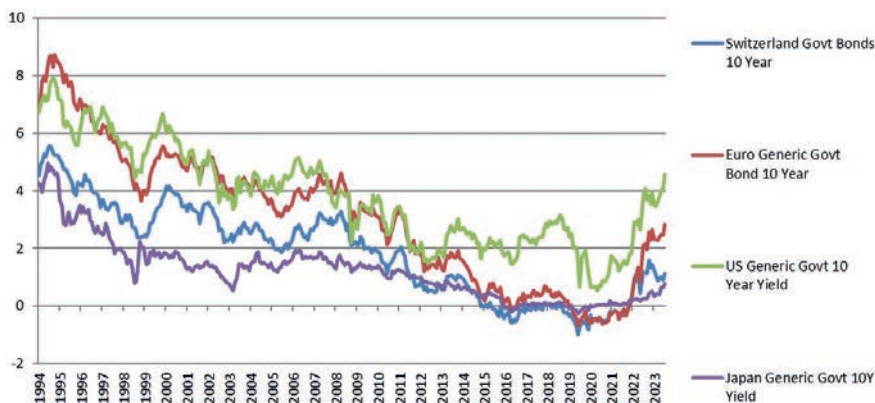


Quelle: Refinitiv/CONINCO

Die riesigen Bestände an Staatsschulden, die über Jahre hinweg angehäuft wurden, steigen weiter an, die US-Schulden zum Beispiel sind gerade auf über 33 Billionen USD gestiegen.

Diese Situation scheint mittel- bis langfristig nicht haltbar zu sein und könnte unweigerlich zu einer Art Krise führen, die mit der Tragfähigkeit der Schulden zu den nun höheren Zinsen zusammenhängt. Wenn dies geschieht, werden die Zentralbanken wahrscheinlich wieder damit beginnen ihre Bilanzen durch den Kauf von Staatsanleihen aufzublähen und die Inflationsraten könnten wieder steigen.

10-jährige Benchmark-Anleiherenditen (in %)



Quelle: Refinitiv/CONINCO

Rohstoffe

Es ist schwer, mit Sicherheit zu sagen, ob die bisherigen monetären Eindrücke bereits vollständig in der Wirtschaft angekommen sind. Man kann jedoch versuchen, sich ein Bild davon zu machen, indem man insbesondere die Rohstoffpreise analysiert. Nominale Preise allein geben keinen nützlichen Hinweis, da sie den Wertverlust des Geldes im Laufe der Zeit aufgrund der Inflation nicht mit einbeziehen. Wir haben daher eine langfristige Analyse des Rohstoffindex S&P GSCI Total Return Index in US-Dollar, bereinigt um die US-Inflation, durchgeführt.

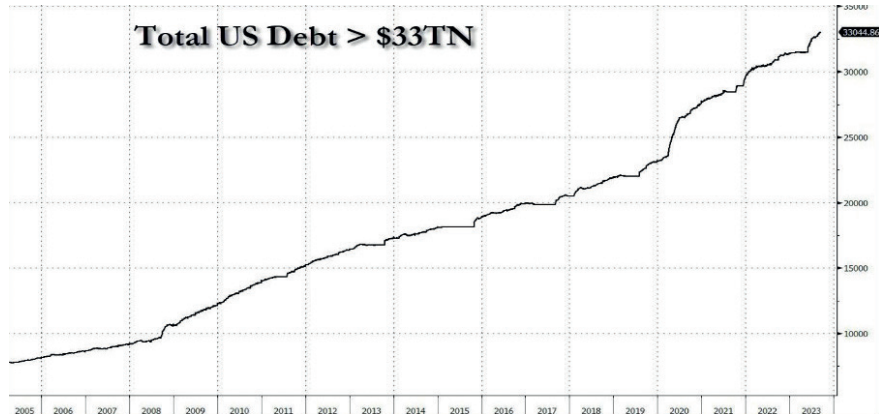
Es zeigt sich, dass aus historischer Sicht die Rohstoffpreise inflationsbereinigt immer noch auf einem relativ niedrigen Niveau liegen. Daraus lässt sich schliessen, dass das Potenzial für Preissteigerungen im Allgemeinen weitgehend nicht ausgeschöpft ist.

Schlussfolgerung

In Anbetracht der obigen Ausführungen scheint es sicher, dass die hohen Inflationsraten, die 2021 infolge der jahrelangen geldpolitischen Laxheit einsetzten, uns noch einige Jahre begleiten werden. Wie lange das genau dauern wird, hängt weitgehend von der Politik ab, die von den Staaten und den Zentralbanken verfolgt wird. Wahrscheinlich ist jedoch, dass das Problem nicht dadurch gelöst werden kann, dass immer mehr Staatsschulden erzeugt werden, die die Zentralbanken auf die eine oder andere Weise monetarisieren müssen.

Die Zentralbanken selbst scheinen das Problem verstanden zu haben und versuchen, die Nachfrage zu bremsen. Sie sind sich bewusst, dass die Inflation nur dann sinken kann, wenn die Nachfrage zurückgeht und sich die Wirtschaft an die neue Realität anpasst. Die Staaten scheinen dies jedoch nicht zu akzeptieren und verschulden sich weiterhin stark, um die Wirtschaft unter anderem über Wasser zu halten, was die Bemühungen der Zentralbanken mittel- und langfristig vereiteln wird.

Solange dieser Teufelskreis nicht gestoppt wird, dürfte die Inflationsrate auf einem höheren Niveau als in den vergangenen Jahren bleiben.



Quelle: zeroedge.com

S&P GSCI Total Return Index (in USD inflationsbereinigt)



Quelle: Refinitiv/CONINCO



Michèle Ansermet Papadopoulou, Griet, 150x100cm

Grüne Anleihen – eine zielführende Lösung oder einfach nur ein neues Finanzprodukt?



Lisa Turk
Geschäftsführerin/Analystin
Schwellenländermärkte

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

I - Welchen Impact erzielt der Markt für grüne Anleihen abgesehen von der Zertifizierung? Und zu welchem Preis?

In den letzten Jahren hat sich bei einer wachsenden Zahl von Anlegern nach dem ursprünglichen ESG-Hype eine Desillusion breit gemacht. Werden sich grüne Anleihen auf ihrem Vormarsch von herkömmlichen ESG-Investments abheben? Ja, davon sind wir überzeugt. Durch die Standardisierung des Marktes und die Transparenzanforderungen an diese Anleihen ist ein hocheffizienter Markt entstanden: Anleger wissen daher mittlerweile genau, welches grüne Projekt sie an welchem Ort finanzieren und welcher Impact dadurch erzielt wird. Somit können die Anleger fundierte Entscheidungen treffen.

Der "Use-of-Proceeds"-Ansatz (Verwendungsort der Erlöse) von grünen und nachhaltigen Anleihen wird von internationalen Gremien (UN, G20, OECD, IWF, EU) weitgehend als wichtiges Instrument zur "Verbesserung der Effizienz der nachhaltigen Finanzwirtschaft und Mobilisierung von mehr privaten Investitionen" anerkannt¹. Ein Unternehmen, das eine grüne Anleihe ausgibt, verpflichtet sich, die Mittelzuflüsse speziell für umweltfreundliche Projekte zu verwenden. Hierzu zählen etwa die Steigerung der Energieeffizienz, die Entwicklung eines kohlenstoffarmen Transportwesens, die Isolierung von Gebäuden oder die Abfallentsorgung. Für die Anleihe werden jährliche Allokations- und Impact-Berichte veröffentlicht, um Rechenschaft über die Einhaltung seiner Verpflichtungen und die genaue Zuteilung für jedes Projekt abzulegen.

Diese Instrumente sind entsprechend reguliert und beruhen auf strengen Grundsätzen, so dass die Anleger die Mittelzuflüsse bis zu ihrer endgültigen Verwendung verfolgen können. Anleger besitzen somit alles, was sie für die Bewertung und Analyse ihrer Investments benötigen: Sie wissen, welche Verlängerung einer U-Bahn-Linie in Hongkong, welche Zugstrecke zwischen zwei Städten in China oder welches Solarenergieprojekt in Maharashtra in Indien sie finanzieren. Dieses hohe Transparenzniveau wird sowohl von europäischen Unternehmen als auch von Unternehmen in Schwellenländern verlangt.

Allerdings ist ein aktiver Verwaltungsansatz in diesem Bereich ausschlaggebend, da nicht alle grünen Anleihen gleich sind. Bei der Auswahl der Anleihen ist allergrösste Sorgfalt geboten, geachtet werden muss auf die Einhaltung der Standards der International Capital Market Association (ICMA) und eine gründliche Analyse der Investitionsziele und Projekte. Hierbei sind kritisches Denken und Urteilsvermögen unerlässlich. Ein Immobilienunternehmen, das eine grüne Anleihe für den Bau eines riesigen Einkaufszentrums mitten in der Natur auflegt, könnte die gleiche Zertifizierung besitzen wie ein Unternehmen für erneuerbare Energien, das eine grüne Anleihe für die Finanzierung eines neuen Windkraftprojekts ausgibt. Daher ist in diesem Sektor ein kritischer und aktiver Ansatz erforderlich, der durch die transparente Natur grüner Anleihen erleichtert wird. Andererseits sollte uns eine kleine Zahl trügerischer Emittenten nicht davon abhalten, in alle Projekte zu investieren, die einen positiven Impact erzielen – sie bilden nach wie vor die Mehrheit.

2 - Eine massive Finanzierungslücke, vor allem in den Schwellenländern

Grüne und nachhaltige Anleihen sollten Kapitalströme in klimarelevante Projekte lenken und die bestehende Finanzierungslücke für den Energiewandel schliessen. Für eine weltweite grüne Wende sind Investitionen in beispiellosem Ausmass erforderlich, dies gilt insbesondere für Grossprojekte mit hohem Impact. Die G7 schätzt, dass weltweit jährlich fast 3 Billionen US-Dollar an Finanzmitteln benötigt werden, wenn man eine kohlenstoffarme Wirtschaft erreichen will. 75% dieses Betrags entsprechen Bedürfnissen ausserhalb der sieben grössten Industrieländer. Dennoch fliesst derzeit nur ein winziger Teil der Finanzmittel für die Bekämpfung des Klimawandels in die Schwellenländer. Diese gewaltige Finanzierungslücke muss daher dringend adressiert und verringert werden, damit alle Beteiligten die vielversprechenden Chancen nutzen können.

Die Schwellenländer stehen de facto im Zentrum der Klimawandel-Thematik. Nicht nur, weil sie vom Klimawandel wahrscheinlich am härtesten getroffen werden, sondern auch, weil es sich um Länder handelt, deren Energieverbrauch in den nächsten 20 Jahren drastisch ansteigen wird (siehe Grafik 1). Noch sind die Kohlenstoffemissionen pro Einwohner in den meisten Schwellenländern im Gegensatz zu den meisten Industrieländern niedrig, aber die wirtschaftlichen und demografischen Aussichten der Schwellenländer werden in den kommenden Jahren mit einem starken Anstieg des Energieverbrauchs einhergehen. Nur: CO₂ kennt keine Grenzen, die Folgen für das Klima sind globaler Natur. Der Energiepfad der Schwellenländer betrifft uns daher direkt.

So wird geschätzt, dass Indien bis 2030 die Europäische Union als drittgrössten Energieverbraucher der Welt überholen wird und dass der Primärenergieverbrauch des Landes bis 2040 um 70% ansteigt². Indien ist nur ein Beispiel, aber es zeigt deutlich die Dimension der Herausforderung, vor der die Schwellenländer und damit die ganze Welt in den nächsten Jahrzehnten stehen werden.

Durch diese Ausgangslage bietet sich den Schwellenländern eine einmalige Gelegenheit, auf bestimmte kohlenstoffintensive

„Use-of-Proceeds“-Ansatz

Die von einem Unternehmen an den Märkten ausgegebenen Anleihen dienen der Finanzierung von grünen und sozialen Aktivitäten und Projekten oder einer Kombination aus grünen und sozialen Aktivitäten und Projekten.



Ein Marktvolumen von USD 3'695 Milliarden

Corporate Social Responsibility-Ansatz

Das Unternehmen legt unternehmensweite Nachhaltigkeitsziele mithilfe zuvor festgelegter Key Performance Indicators (KPIs) fest.



Ein Marktvolumen von USD 219 Milliarden

Quelle: EDRAM

Technologien zu verzichten und den Schwerpunkt von Anfang an auf saubere und effiziente Technologien zu legen. Ein Land wie Nicaragua beispielsweise, das derzeit nur über eine sehr begrenzte Elektrizitätsinfrastruktur verfügt, könnte direkt auf erneuerbare Energiequellen wie Solar- und Windenergie setzen.

Festzuhalten ist, dass viele Schwellenländer bereit sind, diese Kapitalströme aufzunehmen, und dass in diesen Ländern Projekte mit Potenzial in puncto Umfang als auch Impact vorhanden sind, zumal die Auswirkungen des Klimawandels in vielen Schwellenländern bereits spürbar sind und die Folgen für diese Länder möglicherweise noch gravierender werden. Dies erhöht den Anreiz für die Regierungen, Projekte zur Verringerung der Kohlenstoffemissionen zu entwickeln und umzusetzen. In diesen Ländern geht es nicht nur um verantwortungsvolle Entscheidungen, sondern um das schiere Überleben. Und das hierfür nötige Kapital ist oft nicht vorhanden.

3 - Eine unumgängliche Koordination staatlicher und privaten Finanzierungen

Während einige öffentliche Institutionen die Lücke an grünen Investitionen in den Schwellenländern schliessen, spielt auch der private Sektor eine entscheidende Rolle bei der Finanzierung und Durchführung grüner Projekte. In einigen Ländern gibt es bereits umfassende Pläne für die Energiewende, wie

in China, wo dank des Plans "For a Modern Energy System" bis 2025³ 33% des Stromverbrauchs des Landes aus erneuerbaren Energien gedeckt werden soll. Ein anderes Beispiel ist Indien, wo die Regierung bis 2030⁴ eine Kapazität von 500 GW an erneuerbaren Energien anvisiert. Diese Pläne für die Energiewende sind jedoch auf private Unternehmen angewiesen, die einen Teil ihrer Projekte durchführen müssen. In Chile zum Beispiel haben Privatunternehmen mit Unterstützung der Behörden eine ausschlaggebende Rolle bei der Energiewende gespielt. Dank dieser Unternehmen wird seit 2022 über die Hälfte des chilenischen Stroms mit erneuerbaren Energien erzeugt. Dies ist eine beachtliche Entwicklung für ein Land, das in der Vergangenheit völlig von Kohle abhängig war, und nahezu ausschliesslich das Ergebnis von grünen Energieprojekten, die von Privatunternehmen finanziert und durchgeführt wurden. Das Ziel der Regierung, bis 2030 mehr als 80% der gesamten Stromerzeugung auf erneuerbare Energien umzustellen, ist daher überaus glaubwürdig. Die breite Unterstützung der Bevölkerung und der verschiedenen politischen Parteien bilden ein ideales und stabiles Umfeld für den Privatsektor und die Entwicklung von Projekten im Bereich der erneuerbaren Energien. Privatunternehmen haben im Rahmen der Energiewende in Chile eine entscheidende Rolle bei Projekten gespielt, die von der Speicherung über die Übertragung bis hin zur Energieerzeugung reichen. Sofern in der Zukunft zusätzliche Investitionen beschlossen werden, ist das Potenzial enorm.

4 - Ausreichende Markttiefe

Private Unternehmen wenden sich für die Finanzierung ihrer Projekte zunehmend an die internationale Investorengemeinschaft. Das starke Wachstum des Marktes für Anleihen, die als⁵ ‚grüne‘, ‚nachhaltige‘ und ‚sustainability-linked-Anleihen‘ zertifiziert sind, ist der beste Beweis. Die Dimension dieses neuen Marktes ist bereits beachtlich, denn er repräsentiert ein Volumen von insgesamt rund 4 Billionen US-Dollar, wovon etwa 25%, d.h. 1 Billion US-Dollar, auf Schwellenländer entfallen. In diesem Universum belaufen sich Schwellenländeranleihen in Hartwährung auf 500 Milliarden US-Dollar – dies ist eine mit dem europäischen High Yield-Markt vergleichbare Grösse. Die Markttiefe von Schwellenländeranleihen mit Zertifizierung ist also durchaus akzeptabel, zumal die Wachstumsaussichten gewaltig sind: Seit 2017 hat sich die Zahl der Schwellenländeremissionen mit Zertifizierung mehr als verachtfacht und dürfte auch weiterhin konstant steigen.

Auf der Nachfrageseite verzeichnet dieser Markt ein stetig wachsendes Interesse, insbesondere vor dem Hintergrund, dass sich institutionelle Investoren mit über 10 Billionen US-Dollar für den Übergang zur Kohlenstoffneutralität⁶ engagieren. Dies dürfte die Kapitalflüsse in klimafreundliche Lösungen und bestimmte Sektoren erhöhen, z.B. in den Energiesektor (Reduzierung der Nutzung fossiler Brennstoffe, breitflächige Elektrifizierung, Entwicklung kohlenstoffarmer Energiesysteme usw.), den Verkehrssektor (Elektri-

Der Energieverbrauch dürfte in den Schwellenländern drastisch zunehmen

Erwartete Entwicklung des Primärenergieverbrauchs, 2016-2040, in Millionen Tonnen Öläquivalent



Quelle: IEA, World Energy Outlook 2017

fizierung, Ausbau des öffentlichen Nahverkehrs usw.), die Industrie (Verbesserung der Energieeffizienz, Vermeidung von Abfall usw.) oder auch in den Bankensektor, der aktiv an der Finanzierung der Energiewende beteiligt ist. Untermauert wird diese Feststellung durch die positiven Mittelzuflüsse in ESG-Schwellenländeranleihenfonds im letzten Jahr, da die Mittelabflüsse aus Nicht-ESG-Rentenfonds auf den höchsten Stand seit über einem Jahrzehnt gestiegen sind. Aufgrund der interessanten Dynamik und der Tiefe dieses Marktes ist das Segment abgesehen vom Aspekt des Impacts auch aus finanzieller Sicht attraktiv.

5 - Mit klassischen Anleihen vergleichbare Rendite mit attraktivem Rendite-Risiko-Profil

Aus finanzieller Sicht gibt es derzeit keine zusätzlichen Kosten, also kein "Greenium" für Investoren, die sich in Schwellenländeranleihen mit Zertifizierung statt klassischen Anleihen (ohne Zertifizierung) positionieren, da beide Anlageklassen eine ähnliche risikobereinigte Rendite bieten. Der neue, von JP Morgan im September 2022 aufgelegte Green Bond EM Credit Diversified Index weist de facto eine Endfälligkeitsrendite von 6,4% in US-Dollar für ein durchschnittliches Investment Grade (IG)-Rating auf (80% IG im Index). Dem steht ein klassischer Investment Grade-Index für Schwellenländerunternehmensanleihen (CEMBI IG) gegenüber, der eine Endfälligkeitsrendite von 6,1% bietet

(100% IG). Diese Renditen stellen sich im Vergleich zum US-amerikanischen Corporate IG-Index besonders attraktiv dar, der eine Rendite von 5,6% bei fast doppelt so hoher Volatilität über drei Jahre bietet.

Im Universum der grünen Anleihen weisen die meisten Unternehmen eine gute Kreditqualität auf: 80% IG im JPM EM Green Bonds Index. Asien ist logischerweise in diesem Markt mit fast 45% im obigen JPM-Index stark repräsentiert (wobei die Länderallokation in diesem Index auf maximal 10% begrenzt ist). Diese Allokation wird gefolgt von den europäischen Schwellenländern, die etwa 20% des Index bestreiten, dem Nahen Osten mit 18% und schliesslich Lateinamerika mit 17%. Diese Anlageklasse bietet somit einerseits für europäische oder amerikanische Anleger eine interessante geografische Diversifikationsmöglichkeit beim Portfolioaufbau, da im Index 28 Länder geführt werden; andererseits können Investoren, denen diese Thematik am Herzen liegt, einen besonders hohen Impact in Bezug auf die Dekarbonisierung erzielen. Der klassische Index für Schwellenländerunternehmensanleihen ist nach den Daten von Carbon 4⁷ auf einen Pfad von fast 4,2 Grad ausgerichtet, sein Pendant, der ausschliesslich grüne Anleihen führt, auf 1,8 Grad⁸! Grüne Anleihen sind daher ein wichtiges Anlageinstrument, das eine bestmögliche Annäherung an die Ziele des Pariser Abkommens ermöglicht.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass Anleihen mit Zertifizierung unserer Analyse

zufolge ein starkes Instrument zur Mobilisierung von Kapital für den Energiewandel darstellen. Sie dürften dazu beitragen, die massive Finanzierungslücke zu füllen, die derzeit in den Schwellenländern herrscht und die in den kommenden Jahren noch grösser wird. Dank der für diese Anlageinstrumente vorgeschriebenen Transparenz können Anleger fundierte Entscheidungen mit grossem Impact treffen und gleichzeitig eine mit herkömmlichen Anleihen vergleichbare Rendite erwarten. Der Markt ist liquide und dürfte in naher Zukunft ein attraktives Wachstum verzeichnen. Zwar gibt es keine Patentlösung für die Bekämpfung des Klimawandels, aber wir sind davon überzeugt, dass eine Kombination von Instrumenten einen echten Fortschritt ermöglichen kann, insbesondere von staatlichen und privaten Initiativen sowie liquiden und illiquiden Investments. Wir sind überzeugt, dass Green Bonds zu den effizientesten Tools am Markt für liquide Anlageinstrumente gehören, und Investitionen in Schwellenländern könnten zu denjenigen mit dem höchsten Klima-Impact zählen. ■

- 1 - Europäische Investitionsbank.
- 2 - Im Vergleich zu 2019. Quelle: Internationale Energieagentur (IEA).
- 3 - <https://www.spglobal.com/commodityinsights/en/market-insights/latest-news/energy-transition/092322-china-could-exceed-renewables-generation-target-of-33-by-2025>
- 4 - <https://pib.gov.in/PressReleaseSelfFramePage.aspx?PRID=1913789>
- 5 - Der Markt für Anleihen mit Zertifizierung besteht aus grünen, sozialen, nachhaltigen und sustainability-linked-Anleihen. Quelle: Bloomberg BNEF (Januar 2023).
- 6 - Net Zero Asset Owner Alliance der Vereinten Nationen.
- 7 - JPM CEMBI Broad Diversified-Index: Abdeckung mit Carbone 4-Daten von 52%.
- 8 - JPM Green Bond EM Credit Diversified Index: Abdeckung mit Carbone 4-Daten von 58,8%.

ESG in Schweizer Mittel- und Kleinkapitalisierten Aktien: Perspektive eines Praktikers



Daniele Scilingo
Leiter für Schweizer Aktien

Mirabaud Asset Management

Die Diskussion über Umwelt, Soziales und Governance (ESG) hat zweifellos an Intensität gewonnen und polarisiert die Finanzwelt. ESG wird von verschiedenen Interessensgruppen unterschiedlich interpretiert und genutzt, sei es von ideologisch motivierten Organisationen, renditehungrigen Vermögensverwaltern oder einflussreichen Beratungsfirmen. Doch trotz aller Kontroversen ist ESG für viele fundamentale Stockpicker schon lange ein Standardwerkzeug. Im Schweizer Kontext, insbesondere bei klein- und mittelkapitalisierten Gesellschaften, ergeben sich jedoch spezifische Herausforderungen und Fragen, die es zu klären gilt.

1 - Was bedeutet ein ESG-geprägter Anlageansatz?

Die Definition eines ESG-geprägten Anlageansatzes kann je nach Interpretation variieren. Für einige Anleger steht ESG für Umweltbelange, wie CO₂-Emissionen und die Erhaltung der Wälder. Andere legen den Fokus auf soziale Aspekte, wie Arbeitssicherheit und Menschenrechte. Wiederum andere betonen die Bedeutung von Governance-Faktoren, wie die Unabhängigkeit von Unternehmensführung und Geschlechtervielfalt in den Führungsebenen. Es gibt also keine einheitliche Definition, und Anleger müssen selbst entscheiden, welche ESG-Kriterien für sie am relevantesten sind. Eigentlich ist ein holistischer Analyseansatz, welcher über die Finanzkennzahlen hinausgeht, nichts Neues. Die Universität St. Gallen hat schon in den 70er Jahren den Ansatz des Stakehol-

der Managements formuliert und weiterentwickelt, welcher genau auf diese integrative Betrachtungsweise hinarbeitet.

2 - Schafft ESG einen Mehrwert in Bezug auf Überperformance gegenüber Referenzindizes?

Eine der zentralen Fragen im Zusammenhang mit ESG ist, ob ein ESG-geprägter Anlageansatz tatsächlich zu einer Überperformance gegenüber Referenzindizes führen kann. Die Antwort ist nicht eindeutig. Befürworter von ESG argumentieren, dass Unternehmen, die sich auf Nachhaltigkeit konzentrieren, langfristig besser abschneiden, da sie besser auf die Herausforderungen der Zukunft vorbereitet sind. Kritiker wiederum behaupten, dass es keine klare Korrelation zwischen ESG-Faktoren und überdurchschnittlicher Performance gibt und Kausalitäten schwer nachzuweisen sind. Es ist wichtig zu beachten, dass der Einfluss von ESG auf die Performance von verschiedenen Faktoren abhängt und von Unternehmen zu Unternehmen unterschiedlich sein kann.

3 - Wie sollen die verschiedenen ESG-Elemente gewichtet werden?

Die Gewichtung der verschiedenen ESG-Elemente ist eine weitere komplexe Frage. Die ESG-Bewertung besteht aus ökologischen (E), sozialen (S) und Governance (G) Aspekten, aber wie sollen diese gewichtet werden? Welche sind am wichtigsten? Hier gibt es keine einheitliche Antwort, da dies stark von

den individuellen Anlagezielen und -präferenzen abhängt. Ein Anleger, der besonders umweltbewusst ist, wird möglicherweise den ökologischen Aspekt stärker gewichten, während ein anderer sich auf Governance-Faktoren konzentriert. Gesellschaften werden all zu oft als statische Konstrukte betrachtet, dabei sehen sie eher Organismen ähnlich, welche sich ständig verändern. In diesem Zusammenhang scheint uns das G (Governance) von zentraler Bedeutung zu sein. Menschen besitzen, leiten, beeinflussen und führen Aktiengesellschaften. Der "Human Factor" wird allzu oft unterschätzt.

4 - Datenqualität und Analyse bei kleineren Unternehmen

Die Datenqualität und -verfügbarkeit ist bei kleinen und mittelkapitalisierten Unternehmen oft eine Herausforderung. Diese Unternehmen haben in der Regel weniger Ressourcen zur Verfügung, um ESG-Daten zu sammeln und zu veröffentlichen. Dies kann zu schlechteren ESG-Ratings führen, entweder aufgrund von Datenmangel oder geringerer Datenqualität. Anleger müssen daher bei kleineren Unternehmen besonders gründlich analysieren und sich auf verlässliche Informationsquellen stützen. Die Aufstellung unten zeigt die Verteilung der Ratings der Firma Inrate auf Schweizer Gesellschaften. Es ist bemerkenswert, dass 43% der analysierten Gesellschaften ein Rating im C-Bereich aufweisen. Nicht gerade intuitiv für ein Universum, welches von überdurchschnittlich guten Geschäftsmodellen geprägt ist. Die mangelnde Standardisierung der Kennzahlen und Datenmenge könnte dafür verantwortlich sein.

5 - Integration von ESG in den Anlageprozess: Ressourcen und spezifische Analyse

Die Integration von ESG erfordert Ressourcen und Wissen. Anleger müssen sich darüber im Klaren sein, dass es keinen Shortcut gibt. Und die fiduziarische Verantwortung der Vermögensverwalter dürfte es auch nicht zulassen, die Verantwortlichkeiten einer Rating-Agentur oder ESG-Berater weiterzureichen. Jedes Unternehmen muss individuell analysiert und bewertet werden, um die relevanten ESG-Aspekte zu identifizieren. **DD**

Die Governance-Faktoren sind dabei von zentraler Bedeutung und müssen immer im Kontext der jeweiligen Gesellschaft betrachtet werden.

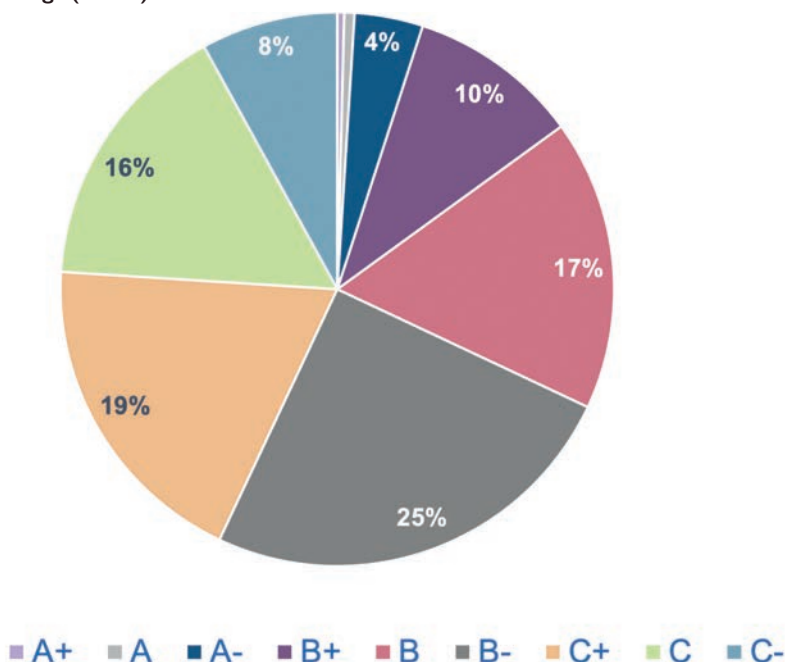
6 - Nachhaltige Wertentwicklung und Wachstum - Compounders

Eigentlich suchen Anleger nach Gesellschaften, die nachhaltig Wert schaffen und wachsen. Die langfristige Entwicklung der Gewinne dürfte entscheidend für die Entwicklung des Börsenwertes sein. Unternehmen, die sich nicht um ESG-Aspekte kümmern, können kurzfristig erfolgreich sein, laufen jedoch langfristig Gefahr, mit Risiken konfrontiert zu werden und ihren Wettbewerbsvorteil zu verlieren. Ein nachhaltiger Wertzuwachs erfordert daher die Berücksichtigung von ESG-Faktoren.

Fazit

ESG ist in der Schweiz und europaweit zu einem wichtigen Faktor in der Anlageentscheidung geworden. Trotz der unterschiedlichen Meinungen und Interpretationen von ESG bleibt die Bedeutung dieser Faktoren für Anleger in der Schweiz, insbesondere bei mittel- und kleinkapitalisierten Unternehmen, bestehen. Es ist entscheidend, dass Anleger sich bewusst sind, dass ESG nicht nur eine Ideologie oder eine Marketingstrategie ist, sondern eine praktische Umsetzung erfordert, die auf die individuellen Bedürfnisse und Ziele zugeschnitten ist. In einer Welt, in der Nachhaltigkeit immer wichtiger wird, können ESG-Kriterien in einem integrativen Anlageprozess dazu beitragen, langfristig erfolgreiche Geschäftsmodelle zu identifizieren und Risiken zu minimieren, auch für kleinere und mittelständische Unternehmen in der Schweiz. Eine gut geführte Gesellschaft dürfte die im ESG-Ansatz formulierten Konzepte implizit als Teil ihrer DNA berücksichtigt haben. Diese Elemente dürften in Zukunft auch explizit publiziert, kommentiert und als Steuergrösse für Zielsetzungen verwendet werden. ■

ESG Ratings (inrate)



Quelle: InRate, Mirabaud Asset Management



Michèle Ansermet Papadopoulos, Frieda, 50x50cm

Die dynamische Verwaltung der Faktoren durch Verfolgung des Wirtschaftszyklus



Mathilde Franscini
Deputy Head
of Multi-Asset & Systematic,
Head Systematic Strategies

Banque J. Safra Sarasin SA

In den letzten Jahren haben wir eine Vielzahl von Aktien-Stilrotationen beobachtet. Welche Faktoren werden vor dem Hintergrund des inflationären Regimewechsels, in Verbindung mit dem üblichen Verlauf des Konjunkturzyklus, die Marktpformance von nun an beeinflussen? Ist das Wiederaufleben des Value-Ansatzes, dass in 2022 zu beobachten war, der Beginn eines Trends? Welchen Stellenwert können Wachstums- und Qualitätsunternehmen angesichts der Inflation und Normalisierung der Zinskurven einnehmen?

Schnellere Zyklen

Nach der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 durchlief der Markt eine langanhaltende Phase, in der Liquidität im Überfluss vorhanden war, Zinsen niedrig bis negativ waren und das Wachstum gering bis moderat ausfiel. Diese Marktphase schien bereits 2019 ihrem Ende entgegenzugehen. Jedoch wurde durch die pandemiebedingte Verlängerung geldpolitischer Massnahmen sowie massiver fiskalischer Unterstützung künstlich eine Verlängerung erreicht. Diese verlängerten Massnahmen unterstützten den globalen Konsum, der gleichzeitig auf gestörte Lieferketten traf, was zu einem Überhang an Nachfrage und letztlich zu Inflation führte.

Die Inflation und die damit einhergehenden Zinssteigerungen im Jahr 2022 führten nicht sofort zu einem abrupten Einbruch, da insbesondere im Dienstleistungssektor die Löhne nach oben angepasst wurden. Dennoch

bleibt aufgeschoben nicht aufgehoben: Eine Rezession oder zumindest eine erfolgreiche, sanfte Landung der Volkswirtschaft steht weiterhin in Frage.

Wenn man einen weitaus grösseren Zeitraum betrachtet als nur die Periode von der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 bis heute, fallen vor allem zwei Phasen ins Auge. Zum einen die sogenannte "Boom and Bust"-Periode vor 1985, die durch viel kürzere Zyklusphasen und ein höheres sowie unbeständigeres Inflationsniveau geprägt war. Zum anderen die darauf folgende Periode der "Great Moderation", die sich durch längere Zyklusphasen und ein niedrigeres Inflationsniveau auszeichnete. Die Phase von 2008 bis 2020 stellt gewissermassen den Schlusspunkt der "Great Moderation" dar.

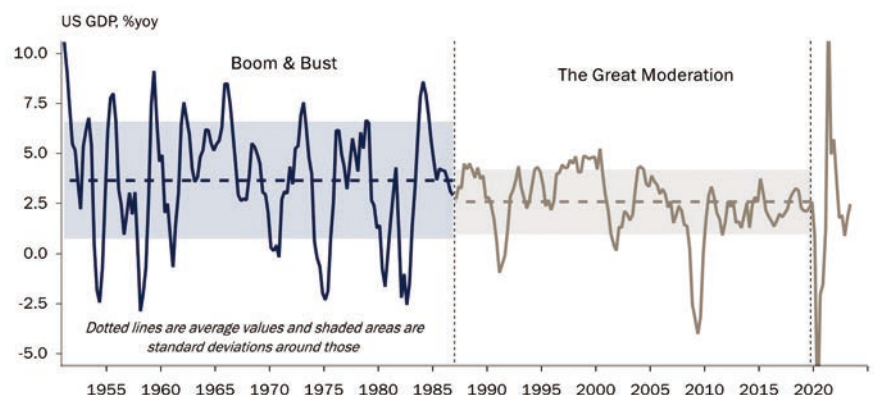
Gegenwärtig sind wir höchstwahrscheinlich in eine neue Phase eingetreten, die dem Charakter der "Boom and Bust"-Phase eher ähnelt als der Phase der "Great Moderation". Der Inflationsdruck nimmt ab, aber die Preise werden auf einem höheren Niveau verbleiben. Dies wird massgeblich durch die Energiewende und eine alternde Bevölkerung beeinflusst, welche das Arbeitskräfteangebot verringert und den Lohndruck aufrechterhält. Dies führt zu einem geringeren Trendwachstum. Ein niedrigeres Trendwachstum wiederum führt automatisch zu stärkeren Marktreaktionen, da konjunkturelle Eintrübungen ein relativ stärkeres Gewicht bekommen.

Das neu-alte Marktregime des "Boom and Bust", das heisst, Hausse- und Baisse-Phasen, die sich eng aneinanderreihen, erfordert besondere Aufmerksamkeit bei der Asset-Allokation im Aktienbereich. Die zwanzig Jahre nach der globalen Finanzkrise, die insbesondere für den Anlagestil des "Quality Growth", also für qualitatives Wachstum, vorteilhaft waren, sind vorbei. Eine dynamischere Allokation über verschiedene Aktienstile ist notwendig, um erfolgreiches aktives Aktienmanagement in dieser bereits begonnenen Phase zu betreiben.

Aktienstile

Jeder Aktienstil besitzt charakteristische Merkmale, die ihn auszeichnen. Aktienstile dienen dazu, ein Anlageuniversum von Aktien in Gruppen zu unterteilen, wobei jede Gruppe ein gemeinsames und spezifisches Merkmal

Grafik 1: Wirtschaftsvolatilität: Die Phase der "grossen Mässigung" ist vorbei.



Quelle: FactSet, Metzler

aufweist. Diese Kategorisierung hilft dabei, nicht jede einzelne Aktie separat zu betrachten, sondern die Gruppen als Ganzes zu steuern. Dies reduziert die Komplexität der Einzelanalyse und ermöglicht eine effizientere Umsetzung des aktiven Aktienmanagements.

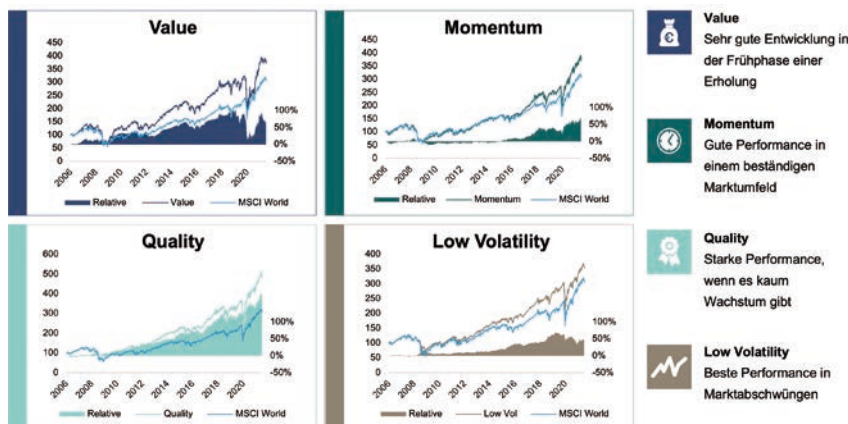
Der Value-Stil: In Phasen ungünstiger makroökonomischer Aussichten erweisen sich Wertpapiere, die weiterhin Erträge generieren, als attraktiv. Während Perioden allgemeinen Gewinnwachstums ist dieser Aspekt weniger bedeutsam, und diese Titel gelten als "günstig", da die Stabilität der Erträge während einer Eintrübung weniger stark im Preis reflektiert wird. Die Investition in diesen Anlagestil erfordert geschickte An- und Verkäufe dieser Titel im Laufe der Zeit, um den Markt damit zu übertreffen.

Der Momentum-Stil: Der Momentum-Stil nimmt immer die Gestalt des aktuellen Marktregimes an, indem er stets die Titel begünstigt, die in jüngster Vergangenheit starke Renditen verzeichnet haben. Dieser Stil eignet sich besonders gut für stabile Marktregimes und solche, die sich kontinuierlich verstärken. Allerdings kann er zu erheblichen Verlusten führen, sobald eine Verschiebung in ein neues Regime erfolgt. Um diesen Stil erfolgreich einzusetzen, ist es entscheidend, die Zeitpunkte für eine Rotation präzise vorherzusagen.

Der Quality-Stil: Unsere Auffassung von Qualität umfasst drei wesentliche Dimensionen: Rentabilität, eine solide Bilanz mit niedrigem finanziellen Hebel und stabile Gewinne. Unternehmen, die von hohen Eintrittsbarrieren und einer nachhaltigen Wettbewerbsposition in ihrer Branche profitieren, weisen in der Regel eine attraktive und stabile Kapitalrendite in Verbindung mit einem geringen finanziellen Hebel auf.

Da viele Anleger sich mit diesen Eigenschaften gut identifizieren können, werden Qualitätstitel in der Regel zu höheren Bewertungen gehandelt. Dennoch kann der Markt aussergewöhnliche Qualität von Einzelaktien, sogenannten Evergreens, überschätzen, während er die Stärke von Aktien niedriger Qualität unterschätzt, insbesondere wenn sich die wirtschaftliche Lage verbessert. Dies kann zu einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung von Qualitätsanlagen führen.

Grafik 2: Kumulierte Performance der verschiedenen Faktoren und Alpha im Zeitverlauf



Quelle: Bank J. Safra Sarasin Ltd, Bloomberg

ren, wenn eine umfassende wirtschaftliche Erholung eintritt.

Qualitätsunternehmen zeigen sich während eines Konjunkturzyklus relativ stabil, sind jedoch über längere Zeiträume hinweg anfälliger für Störungen. Die Gewinnspannen solcher Unternehmen ziehen häufig harten Wettbewerb von Start-ups und die Aufmerksamkeit der Kartellbehörden auf sich.

Der Stil "Low Volatility" (tiefe Volatilität)

Dieser Stil zeigt die grösste Ähnlichkeit mit dem Anlagestil von Warren Buffet. Bei der Auswahl von Aktien mit tiefer Volatilität setzen wir auf Unternehmen mit solider Liquidität, die eine geringe Konkurswahrscheinlichkeit aufweisen und gleichzeitig ein gewisses Gewinnwachstum garantieren können. Zudem bevorzugen wir Unternehmen, die einen grösseren Anteil ihres Cashflows für die Anleger generieren, im Gegensatz zu solchen, die ihn in Wachstumschancen reinvestieren.

Hinsichtlich der makroökonomischen Sensibilität weisen die Renditen von Aktien mit tiefer Volatilität Ähnlichkeiten zu den Renditen von Staatsanleihen und hochwertigen Unternehmensanleihen auf. Strukturell gesehen sind diese Unternehmen nicht in der Lage, über lange Zeiträume hinweg sehr hohe Renditen zu erzielen, da die Wachstumsmöglichkeiten begrenzt bleiben. In Phasen hoher Inflation sind diese Wertpapiere oft nicht in der Lage, gestiegene Kosten an die Verbraucher weiterzugeben, da sie durch Wettbewerb oder Regulierung eingeschränkt sind.

Aktienstile und die Konjunktur

Mit dem kontinuierlichen Rückgang des Trendwachstums in den entwickelten Ländern in der Dekade vor 2020, dem deflationären Umfeld und der unterstützenden Geldpolitik hatte der Value-Stil zu kämpfen, während die Anlagestile Low Volatility und Quality florierten. Anleger tendierten dazu, in Vermögenswerte zu investieren, die stabil rentieren. Der Schutzmechanismus des Value-Stils im Abschwung war in dieser langen Phase weniger attraktiv, da die Geldpolitik diesen Abschwung stets abzufedern vermochte.

Die Geldpolitik spielte auch eine treibende Rolle im spekulativeren Segment der Wachstumsaktien. Während der Covid-19-Pandemie korrelierten die höheren Bewertungen dieser Wachstumsaktien weitgehend mit den geld- und fiskalpolitischen Stimulierungsmassnahmen. Ein solcher Prozess kann sich rasch umkehren, wenn die Liquidität aus dem System abfließt. Im Jahr 2022 schnitten die Wachstumstitel, insbesondere solche, deren Cashflow-Erwartungen in der weiteren Zukunft lagen, schlechter ab als der Markt.

Schliesslich spielt auch die Anleger- und Verbraucherstimmung eine Rolle in der relativen Entwicklung der verschiedenen Anlagestile. Dieser Zusammenhang ist zwar intuitiv, erhöht jedoch die Komplexität des aktiven Managements über die Anlagestile hinweg noch weiter.

Es ist möglich die Anlagestile in ihrer

relativen Attraktivität zueinander zu prognostizieren, wenn der Konjunkturzyklus einbezogen wird.

Strukturelles Renditepotential der Anlagestile

Historisch gesehen haben Investitionen in einzelne dieser Aktienstile höhere Renditen erzielt als passive Investitionen. Man spricht hier von einer "strukturellen" Outperformance.

Jedoch erfordert diese strukturelle Outperformance beinahe eine hohe Geduld. Anleger können Jahre oder sogar Jahrzehnte warten, bis sich diese "strukturelle" Outperformance manifestiert. Oftmals lässt sich dieser Anlagehorizont nicht mit dem Kontrollhorizont in Einklang bringen. Die nachfolgende Grafik veranschaulicht die Schwankungen der verschiedenen Stile untereinander.

Diese Schwankungen bietet Chancen. Eine Prognose auf den Zyklus der Strategien bedeutet ein gutes Outperformance-Potential.

Analyse des Wirtschaftszyklus

Durch eine systematische Analyse der Marktstimmung ist es möglich, zu jedem Zeitpunkt die wahrscheinlichste Phase des im Markt gepreisten Wirtschaftszyklus zu bestimmen und sich darauf einzustellen. Auf Grundlage dieser Zyklusprognose kann die optimale Kombination der Aktienstile gewählt werden.

Im Analyseprozess werden drei Dimensionen einbezogen: die Makro- und Mikroökonomie sowie die Marktstimmung. Hierbei werden Indikatoren auf Basis von Marktdaten entwickelt. Diese Indikatoren zielen nicht darauf ab, die echten sich realisierenden Zyklen zu identifizieren, sondern sie dienen der Prognose des Zyklus, den der Markt in naher Zukunft als wahrscheinlich ansieht. Folglich handelt es sich nicht um eine Vorhersage des sich realisierenden Stils, sondern um eine Prognose, welche Stile der Markt in der nahen Zukunft als attraktiv bewerten wird.

Das Ergebnis der Bewertung wird in Form der Wahrscheinlichkeit jeder Phase im Zeitverlauf ausgedrückt. Die Phase des Zyklus, **DD**

Grafik 3: Kumulierte relative Performance der Faktoren im Vergleich zur Benchmark



Quelle: Bank J. Safra Sarasin Ltd, Bloomberg

Grafik 4: Ranking der Faktorleistung nach Jahr

Value (V), Momentum (M), Quality (Q) et Low Volatility (L).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Best	V	M	L	M	V	L	L	V	M	L	Q	M	Q
	Q	L	Q	V	M	Q	M	L	Q	M	M	Q	V
	L	Q	M	Q	Q	M	Q	Q	V	Q	L	L	M
Worst	M	V	V	L	L	V	V	M	L	V	V	V	L

Quelle: MSCI EnhancedxValue, MSCI Quality, MSCI Min Volatility et MSCI Momentum, Bank J. Safra Sarasin (interne Berechnungen)

Grafik 5: Drei Dimensionen von Indikatoren zur Bestimmung der Phase des Konjunkturzyklus

Macro	Early	Mid	Late	Rec
Path of Corporate Growth Level	L	H	H	H
Path of Corporate Growth Trend	↑	↑	↓	↓
Micro	Early	Mid	Late	Rec
Price to Book Level	L	H	H	L
Price to Book Trend	↑	↑	↓	↓
Price to Book Slope	↑	↑	↓	↓
Market sentiment	Early	Mid	Late	Rec
ROE Equity Returns Level	L	H	H	L
ROE Equity Returns Trend	↓	↑	↑	↓
Equity Returns Slope	↓	↑	↑	↓
Equity Vol Level	H	L	L	H
Equity Vol Trend	↓	↓	↑	↑
Equity Vol Slope	↓	↓	↑	↑

1 **Makro**

- Wachstum
- Finanzkonditionen

2 **Mikro**

- Bewertungen
- Profitabilität

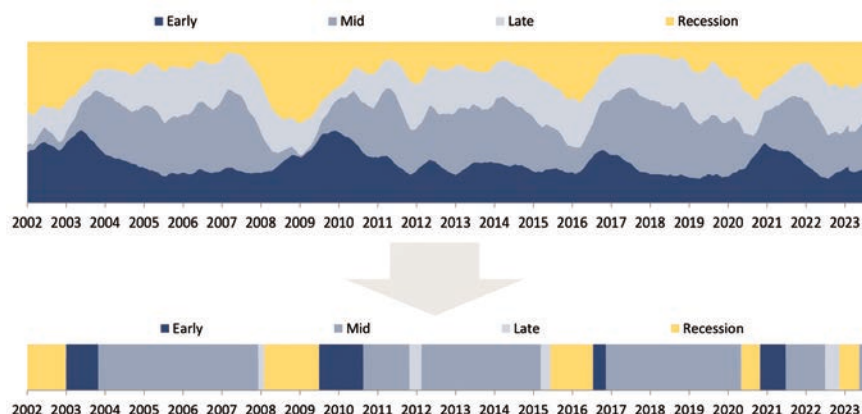
3 **Sentiment**

- Kursmuster
- Risikoappetit

Quelle: Bank J. Safra Sarasin Ltd, nur zu illustrativen Zwecken.

die am wahrscheinlichsten ist, stellt dann die entscheidende Phase dar. Die vier möglichen Phasen sind: Early (Frühphase), Mid (Mittlere Phase), Late (Spätphase) und Recession (Rezession). Nach einer kurzen Phase der (vom Markt wahrgenommenen) Rezession ist unseres Modell seit Juni 2023 in den Expansionsmodus übergegangen.

Grafik 6: Das Zyklusmodell (BJSS) : Wahrscheinlichkeit jeder Phase (oben) und resultierende Phase (unten)



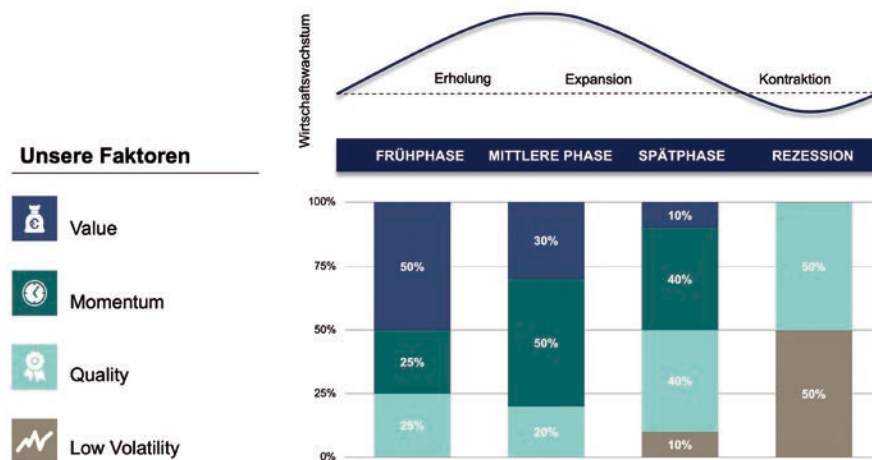
Quelle: Bank J. Safra Sarasin Ltd

Die Stilrotation

Angesichts der Verknüpfung der Aktienstile mit der von der Marktkonjunktur eingepreisten Lage erscheint eine Stilrotation attraktiv. Wir setzen diese wie folgt um: Während der Aufschwungphase wird in zyklische Stile investiert, und im weiteren Verlauf des Zyklus wird der defensive Charakter des Portfolios allmählich verstärkt, indem die Allokation in die antizyklischen Stile erhöht wird. Diese schrittweise, nicht binäre Ausrichtung auf die verschiedenen Stile trägt zur Stabilität bei.

Die folgende Grafik zeigt die Allokation, die im Verlauf des Konjunkturzyklus als optimal angesehen wird.

Grafik 7: Faktorallokation über den Konjunkturzyklus hinweg



Quelle: Bank J. Safra Sarasin Ltd

Schlussfolgerung

In der neuen-alten Welt mit schnelleren Konjunkturzyklen bleibt eine strukturelle Outperformance einzelner Stile nach wie vor möglich. Dies erfordert jedoch einen geduligen Anlagehorizont von fünf Jahren oder mehr, um diese strukturelle Outperformance zu realisieren. Das Risiko einer strukturellen Underperformance, zum Beispiel wenn ein bestimmtes Marktregime überdauernd stark und anhaltend bleibt, besteht nach wie vor.

Um einer solchen potenziell langen und starken Phase nicht ausgesetzt zu sein, kann eine Stilrotation als Ansatz dienen, um eine Outperformance auch über einen kürzeren Anlagehorizont zu erreichen. Und dies geschieht durch die Analyse und Verfolgung des Marktzyklus. ■

Die Infrastruktur Renaissance: Ein integrierter Investitionsansatz



Dr Cleddan Mandri-Perrott
Co-Head Investments,
Partner
SFP Infrastructure Partners AG

Swiss Finance & Property AG

Institutionelle Anleger haben in der Vergangenheit eine zentrale Rolle bei der Gestaltung der Investitionslandschaft gespielt. In einer Zeit des wirtschaftlichen Wandels hat die Attraktivität von Infrastrukturinvestitionen erheblich zugenommen. Dieser Artikel untersucht die Gründe, warum es für institutionelle Anleger wichtig ist, Infrastruktur im Portfolio zu haben, warum der gegenwärtige Zeitpunkt für Infrastrukturinvestitionen günstig ist und warum es sinnvoll ist, in "traditionelle" Nischenbereiche im Infrastrukturbereich zu investieren und nicht in die überlaufenen Trendsektoren, welche typischerweise von Mega-Cap-Managern abgedeckt werden. Darüber hinaus wird argumentiert, dass ein "integrierter" Ansatz, welcher Secondaries, Co-Investments und Primaries umfasst - der Schlüssel zur Ausschöpfung des vollen Potenzials dieser Anlageklasse ist, indem er die J-Kurve reduziert, eine breite Diversifizierung erreicht und ein Risikoausgleich über das gesamte Infrastruktur-Ökosystem erzielt wird. Dies erfordert jedoch ein umfassendes Verständnis der Anlageklasse, um attraktive Nischen zu identifizieren und optimale Renditen zu erzielen.

1 - Einleitung

Definition der Infrastrukturvermögensklasse

Traditionelle Infrastruktur ist das Fundament, auf dem Gesellschaften aufgebaut sind und Volkswirtschaften gedeihen, und dient als Lebensader und Nervenbahn eines Staates. Sie umfasst ein breites Spektrum an Vermögenswerten, die wesentliche Dienstleistungen

erbringen und wirtschaftliche Aktivitäten ermöglichen, wie z. B. Verkehr, Energieerzeugung und -übertragung, Versorgungseinrichtungen wie Wasser und Fernwärme, soziale Infrastruktur (z. B. Krankenhäuser und Schulen) sowie Telekommunikation. Diese Vermögenswerte erbringen nicht nur wichtige Dienstleistungen, sondern generieren auch stetige und oftmals inflationsbesicherte Cashflows, was diese für institutionelle Anleger äußerst attraktiv macht. Darüber hinaus ermöglichen sie aufgrund ihrer geringen Korrelation mit Aktien und Anleihen eine Diversifizierung über verschiedene Anlageklassen hinweg. Dieser Wandel wurde durch mehrere Faktoren begünstigt, darunter die Schliessung von Finanzierungslücken durch privates Kapital, die Bedeutung von Infrastruktur als verlässliche Einkommensquelle und die wachsende Notwendigkeit verantwortungsvoller und nachhaltiger Investitionen. Die Attraktivität von Infrastrukturinvestitionen ist vielschichtig. Sie bieten eine einzigartige Kombination aus Stabilität, Wachstumspotenzial und gesellschaftlicher Wirkung. Im Gegensatz zu volatileren Anlageklassen wie Aktien, Anleihen, Private Equity, Venture Capital, Hedge Funds oder Rohstoffen sind Infrastrukturanlagen eng mit greifbaren, langlebigen Strukturen verbunden, die für die Gesellschaft unerlässlich sind.

2 - Warum "traditionelle" Infrastrukturinvestitionen?

Die Attraktivität "traditioneller" Infrastrukturinvestitionen wird durch das derzeitige wirtschaftliche Umfeld verstärkt. Mehrere Faktoren treffen zusammen und schaffen so einen fruchtbaren Boden für das Engagement ins-

titutioneller Anleger in Infrastrukturprojekte. So bietet beispielsweise der Fokus auf Nachhaltigkeit, einschließlich der Energiewende, interessante Investitionsmöglichkeiten wie z.B. Projekte für erneuerbare Energien, Speicherung und Verteilung, energieeffiziente Transportsysteme und nachhaltige Wassermanagementlösungen, die alle zu einer nachhaltigeren Zukunft beitragen. Dies steht im Gegensatz zu einer noch bis vor wenigen Jahren stark auf die Sektoren Öl und Gas ausgerichteten Pipeline. Die öffentliche Politik nimmt für die Infrastruktur eine herausragende Stellung ein. So haben zahlreiche Regierungen politische Instrumente sowie Förderungsmassnahmen entwickelt, die als Katalysator für privates Kapital dienen. Allen voran haben die Vereinigten Staaten vor kurzem den Infrastructure Investment and Jobs Act und den Inflation Reduction Act (IRA) verabschiedet, mit denen 1,2 Billionen USD bzw. 328 Milliarden USD an Kapital und Steuervergünstigungen bereitgestellt werden. Des Weiteren unterstützt die Europäische Kommission die EU-Mitgliedsländer mit 750 Mrd. € als Beitrag zur grünen und digitalen Wende. Andere Megatrends wie die digitale Transformation, Technologie- und Smart-City-Initiativen schaffen zusätzliche Nachfrage nach digitalen Infrastrukturinvestitionen, die die Effizienz und Sicherheit weiter verbessern.

Warum die Rückkehr zu traditioneller Infrastruktur?

Traditionelle Infrastruktur bietet entweder durch ein reguliertes Umfeld oder durch langfristige, vertraglich besicherte Abnahmeverträge Sicherheit. Diese inhärenten Merkmale machen traditionelle Infrastruktur zu einer risikoarmen Sparte der Anlageklasse. In den letzten zehn Jahren haben sich Investoren stark in Value-Add-Strategien engagiert, bei denen das Financial-Engineering, dazu beigetragen hat, höhere Renditen zu erzielen, während die traditionellen Infrastruktureigenschaften wie langfristige Verträge oder Nachfrage- und Inflationsschutz aus dem Fokus gerieten. Heute haben sich Bedingungen angesichts höherer Zinssätze verändert, wodurch Refinanzierungsrisiken in den Vordergrund rücken. Höhere Zinssätze wirken sich auch auf die Bewertungen aus, und der Mangel an Liquidität sowie die gestiegenen Fremdkapitalkosten führen zu einer generellen Verschlechterung der Performance.

Darüber hinaus entwickelt sich die Infrastrukturlandschaft mit grossen Bluechip-As-



set-Managern, die sehr viel Kapital aufgenommen haben. Diese Fonds sind so umfangreich, dass sie sehr grosse Opportunitäten identifizieren müssen, was bedeutet, dass sie unter anderem in grosse Versorgungsunternehmen oder Entwicklerplattformen investieren müssen, welche ein höheres Risiko aufweisen als traditionelle Infrastruktur. Darüber hinaus haben diese ihre Vorstellung von Infrastruktur um immer weitere Bereiche erweitert, was den Infrastrukturbegriff verwässert, indem Anlagen wie Freizeitparks, Krematorien, Lachsfarmen, kontrollierte Landwirtschaft (z. B. Pilzzucht) usw. hinzugefügt worden sind. All das kann durchaus dem "Value-Add" Bereich zugerechnet werden.

Diese Entwicklung in der Infrastrukturlandschaft hat einige traditionelle Marktteilnehmer in den Value-Add Bereich gelockt und sie dazu veranlasst, immer mehr Risiken einzugehen, die eher denen von Private Equity ähneln. Wir stellen fest, dass diese Marktbedingungen bedeuten, dass kleiner- beziehungsweise mittelkapitalisierte Opportunitäten für solche Mega-Cap-Fonds nicht mehr attraktiv bzw. investierbar sind. Das bedeutet jedoch nicht, dass dieses Marktsegment nicht attraktiv ist. Klar ist heute, dass der Infrastrukturmarkt ein Käufermarkt geworden ist (Quelle: Inframation 2023). Da die Käufer immer anspruchsvoller werden, erhalten nur gute Projekte Kapital, was die Bewertungen konstant hält. Die Anzahl der Investoren bzw. Kapitalgeber ist jedoch zurückgegangen, da sie aus diesem Marktsegment herausgewachsen sind. Insbesondere bei traditionellen Kerninfrastrukturanlagen beobachten wir bloss geringe beziehungsweise gar keine Bewertungsabschlüsse. Die Investoren erkennen ganz offensichtlich den Wert der für diese Anlagen typischen defensiven Merkmale wie etwa die regelmässig eingebaute Inflationsabsicherung. In Anbetracht dessen ist traditionelle Infrastruktur, wie sie hier definiert ist, weiterhin eine überzeugende und stabile Investitionsopportunität.

3 - Der integrierte Ansatz für Infrastrukturinvestitionen

Institutionelle Anleger versuchen, die Chancen von Infrastrukturinvestitionen effizient zu nutzen. Ein integrierter Ansatz, welcher Secondaries, Co-Investitionen und in begrenztem Umfang auch Primaries umfasst, erweist sich

dabei als die effektivste Strategie. Dieser ganzheitliche Ansatz ermöglicht es den Investoren, ihr Engagement in Infrastrukturanlagen zu optimieren und gleichzeitig das Risiko zu steuern und die Rendite zu optimieren. Er ermöglicht es, die Infrastruktur-Anlagestrategien auf Risikoprofile, Anlageziele und Liquiditätsbedürfnisse abzustimmen. Indem die Stärken jedes Ansatzes genutzt werden, können Anleger die Komplexität der Infrastrukturlandschaft bewältigen und die potenziellen Vorteile ihrer Investitionen maximieren. Im Folgenden wird erläutert, wie jeder Teil zur Umsetzung der Strategie beiträgt.

Secondaries: Verbesserung der Portfolioliquidität und Effizienz

Der Sekundärmarkt für Infrastrukturinvestitionen umfasst den Kauf bestehender Anlagen von anderen Investoren. Aktuelle Secondaries bestehen aus Primärfonds, welche in den letzten 10 Jahren lanciert wurden - insgesamt wurden mehr als USD 800 Mrd. von diesen Fonds eingesammelt (Quelle: Preqin, 2023). In dem Masse, wie diese Fonds reifen und die Zahl der Infrastruktur-sponsoren (GPs oder "General Partners") und Investoren (LPs oder "Limited Partners") wächst, erweitert sich entsprechend die Basis für Sekundärmarktaktivitäten. Das Wachstum von Secondaries ist marktgetrieben durch GPs und LPs. Die Komplexität von Secondaries variiert je nachdem, ob die zugrunde liegenden Transaktionen LP-gesteuert sind (in der Regel ist diese dann niedriger) oder ob es sich um den Verkauf eines einzelnen oder mehrerer Fonds handelt, um Liquidität, die Neugewichtung von Portfolios oder die Liquidation am Ende der Laufzeit zu ermöglichen. Heutzutage hat der Denominatoreffekt zu einer Wiederbelebung derartiger Transaktionen geführt, was zu einer erhöhten Nachfrage-/Angebotsdynamik für Sekundärkäufer geführt hat (Quelle: Jeffreys, HI 2023). Im Gegensatz dazu weisen GP-geführte Transaktionen in der Regel einen höheren Grad an Komplexität auf. Sie beinhalten beispielsweise Fondsumstrukturierungen, um die Laufzeit oder die Wirtschaftlichkeit eines Fonds neu zu justieren. Mit dem Ziel die Cashflows des Portfolios zu modifizieren oder Wachstumskapital zu Verfügung zu stellen, falls in den unterliegenden Unternehmen Expansionsbedarf besteht.

Ein Sekundärmarktansatz bietet die Möglich-

keit, das Infrastrukturengagement anzupassen, ohne auf das Laufzeitende von Primärinvestitionen zu warten, gleichzeitig bietet er mehrere Vorteile, die den traditionellen Dachfondsansatz ergänzen. Anstatt sich auf einzelne Projekte mit konzentriertem Sektor- und Projektrisiko zu konzentrieren, erhalten die Anleger beispielsweise schnell Zugang zu einer Reihe von Vermögenswerten in verschiedenen Sektoren und Regionen. Die Effizienz des Kapitaleinsatzes kann erheblich gesteigert werden, da das Kapital sofort zum Einsatz kommt und die für Infrastrukturanlagen oft typischen Entwicklungs- und Bauphasen umgangen werden können. Dies beschleunigt den Kapitaleinsatz und verkürzt die Zeit bis positive Renditen generiert werden, was zu einem schnelleren Aufbau des Nettoinventarwertes (NAV) beiträgt. Portfolios von Secondaries bieten eine grössere Diversifizierung nach Jahrgängen, was die Volatilität der Performance verringern kann. Darüber hinaus erwerben die Anleger Vermögenswerte, die bereits einen Track Record in Bezug auf Rendite und Cashflow-Generierung aufweisen.

Co-investments

Co-Investments sind ein wesentlicher Bestandteil einer integrierten Strategie, da sie eine Partnerschaft mit Investoren beinhalten, um gemeinsam in eine Opportunität zu investieren. Dieser gemeinschaftliche Ansatz ermöglicht den Zugang zu größeren Projekten, deren Durchführung für einen einzelnen Investor eine finanzielle Herausforderung darstellen könnte. Durch die Bündelung von Ressourcen können sich Investoren gemeinsam an Projekten mit höherem Kapitalbedarf beteiligen und ihre Verhandlungsposition verbessern.

Primaries

Die vollständige Einbindung in das Ökosystem der Infrastrukturbetreiber ist entscheidend. Auch wenn Investitionen in Primärmarktinvestitionen nicht unbedingt notwendig sind, haben sie den Vorteil, dass durch sie in frühe Entwicklungsstadien und/oder in spezialisierte Nischenstrategien wie z. B. das Repowering von Windkraftanlagen investiert werden kann. In einigen Fällen bedeutet dies auch, dass in Projekte auf der grünen Wiese investiert wird, die zwar aufgrund von Unsicherheiten beim Bau, bei der Genehmigung und der Marktdynamik oft mit höheren Risiken verbunden sind, aber im Vergleich

zu ausgereiften Anlagen auch entsprechend höhere Renditen abwerfen dürften, was für die Portfoliokonstruktion eine sinnvolle Ergänzung sein kann.

Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Infrastrukturinvestitionen haben sich für institutionelle Anleger, die attraktive Renditen, stabile Einkommensströme und positive gesellschaftliche Auswirkungen anstreben, zu einer überzeugenden Wahl entwickelt. Die vielfältigen Vorteile von Infrastrukturanlagen, die unserer Definition von traditioneller Infrastruktur entsprechen, decken sich mit den langfristigen Zielen von institutionellen Investoren. Das derzeitige wirtschaftliche Umfeld, das durch hohe Zinssätze, staatliche Förderungsmassnahmen, Nachhaltigkeitsinitiativen und Urbanisierung geprägt ist, schafft einen günstigen Zeitpunkt für Investoren, sich an Infrastrukturprojekten zu beteiligen. Infrastrukturinvestitionen bieten zwar beträchtliche Vorteile, sind aber nicht ohne Risiken. Diese müssen sorgfältig bewertet und verwaltet werden, um erfolgreich zu sein. Die Auswahl tragfähiger Projekte

erfordert beispielsweise eine tiefgehende Prüfung und kompetente Teams mit ausgewiesener Expertise. Die Bewertung von Faktoren wie Projektdurchführbarkeit, regulatorische Risiken, politisch-wirtschaftliche Entwicklungen, Ertragsprognosen, Bauzeiten sowie betriebliche und ökologische Erwägungen ist entscheidend. Dies macht auch die Bewertung komplexer. Darüber hinaus kann der Ausstieg aus Infrastrukturinvestitionen aufgrund der Illiquidität der Anlageklasse eine Herausforderung darstellen.

Vor diesem Hintergrund und insbesondere für in der Schweiz ansässige Investoren, die oft wenig vertraut mit der Anlageklasse sind, ist ein integrierter Ansatz sinnvoll, der Secondaries, Co-Investments und in geringerem Umfang auch Primaries umfasst. Dieser Ansatz bietet Anlegern eine Vielzahl von Vorteilen. Die Diversifizierung und Resilienz des Portfolios wird erhöht, zusätzlich profitieren die Investoren von konstanten sowie inflationsgebundenen Cashflows. Investoren können Risiken im Zusammenhang mit Marktvolatilität und wirtschaftlicher Ungewissheit abmildern, durch die stetigen Cashflows,

welche aus Investitionen in erneuerbare Energien, Digitalisierung und Versorgungsunternehmen generiert werden. Der Sekundärmarkt verschafft Zugang zu Investitionen, die bereits eine gewisse Risikoreduzierung erfahren haben (so sind z. B. die Entwicklungs- und Baurisiken typischerweise beträchtlich minimiert). Ausserdem wird eine frühe Rendite im Portfolio erzielt, was die Entwicklung der sogenannten J-Kurve (d.h. die anfänglich oft beobachtete, zeitweilig negative Wertentwicklung) abschwächt. Der Co-Investment-Anteil der Strategie ermöglicht eine direkte und aktive Rolle bei Investitionen und deren Entscheidungen. Dieser Ansatz ermöglicht es den Investoren, strategisch auf Marktveränderungen zu reagieren und Nischenstrategien und -chancen zu nutzen. Darüber hinaus steht eine integrierte Infrastrukturstrategie im Einklang mit dem Schwerpunkt auf Nachhaltigkeit und verantwortungsvollen Investitionen. Durch die Beteiligung an Projekten, die zu ökologischen Zielen beitragen, können Anleger ihre finanziellen Interessen mit ihren ethischen Werten und ESG-Standards in Einklang bringen.

Dies bedeutet, dass robuste Due Diligence-Fähigkeiten erforderlich sind. Das Team muss über die Fähigkeiten verfügen, das gesamte Infrastruktur-Ökosystem zu bewerten, von den Managern und den verschiedenen Investitionsjahren bis hin zu einzelnen Projekten. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass eine integrierte Infrastrukturstrategie Investoren in die Lage versetzt, effizient ein diversifiziertes, nachhaltiges und proaktives Wachstum ihrer Portfolios zu erzielen und gleichzeitig zum Aufbau einer widerstandsfähigen und nachhaltigen Infrastruktur für kommende Generationen beizutragen. ■



Michèle Ansermet Papadopoulou, *Jeanne*, 50x50cm

CONINCO NACHHALTIGE STRATEGIEN.

DIE FOLGENDEN STRATEGIEN
SIND AKTIV :

"Globale Umwelt"
"Europe dividend SRI"
"EcoCircularity"
"Private Equity"
"Infrastruktur"
"Edelmetalle (Gold)"
... nach Maß

CONINCO 
Sustainable finance



www.coninco.ch
Vevey | Genf

Signatory of:



ÜBERWACHSEN
DURCH FINMA
SEIT 2012

Portraits de sociétés / Gesellschaftsporträts

Page / Seite

 **abrdrn** 64

 **ALPHA
CREDIT** 65

anax 66

 **baloise** 67

CONINCO 
Explorers in finance 68

 **EDMOND
DE ROTHSCHILD** 69

 **MIRABAUD**
ASSET MANAGEMENT 70


J. Safra Sarasin 71

 **SFP** 72
Swiss Finance & Property SA



abrdrn est l'un des principaux gestionnaires d'actifs indépendants au monde. Notre objectif est d'aider les investisseurs du monde entier à atteindre leurs objectifs d'investissement et à élargir l'éventail de leurs placements.

Avec plus de 700 spécialistes de l'investissement répartis sur plus de 30 sites interconnectés à l'échelle mondiale, nous gérons des actifs d'une valeur de 418,1 milliards de CHF*.

Grâce à cette implantation mondiale, à une large expertise en matière d'investissement et à une recherche interne approfondie, nous sommes en mesure de proposer aux investisseurs institutionnels et aux partenaires de distribution du secteur de la clientèle privée une large gamme de solutions d'investissement comprenant des stratégies d'actions et d'obligations des marchés développés et émergents, de l'immobilier et des marchés privés (notamment des infras-

tructures) ainsi que des fonds monétaires et des stratégies multi-actifs intégrées.

Nous tenons compte des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans nos décisions d'investissement. En nous engageant activement auprès des entreprises dans lesquelles nous investissons, nous entretenons des relations qui nous aident à mieux comprendre leurs risques et opportunités et à influencer positivement leurs pratiques commerciales, contribuant ainsi à promouvoir des changements sociaux et environnementaux positifs.

En Suisse, nous sommes représentés par abrdrn Investments Switzerland AG. Cette unité, dont le siège est à Zurich et qui possède une succursale à Genève, gère avec six collaborateurs environ 8,5 milliards de francs suisses pour des investisseurs institutionnels tels que des assurances, des banques, des caisses de retraite et des fondations, ainsi que pour des partenaires de

distribution dans le domaine de la clientèle privée, ce qui en fait l'un des plus grands gestionnaires de fortune étrangers en Suisse.

*Situation au 30.06.2023

abrdrn Investments Switzerland AG

Rue de la Cité 1

1204 Genève

Julien Boissier

Director Business Development,

Switzerland - Geneva

T +41 22 561 84 03

julien.boissier@abrdrn.com

www.abrdrn.com/ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



abrdrn ist einer der führenden unabhängigen aktiven Asset Manager der Welt. Unser Ziel ist es, Investoren auf der ganzen Welt zu helfen, ihre Anlageziele zu erreichen und die Breite ihres Anlagespektrums zu erweitern.

Mit mehr als 700 Anlagespezialisten an über 30 global vernetzten Standorten verwalten wir ein Vermögen von 418,1 Mrd. CHF*.

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

Dabei berücksichtigen wir ökologische, soziale und Governance-Überlegungen

(ESG) bei unseren Anlageentscheidungen. Durch aktives Engagement mit Unternehmen, in die wir investieren, unterhalten wir Beziehungen, die uns helfen, deren Risiken und Chancen besser zu verstehen und ihre Geschäftspraktiken positiv zu beeinflussen, um so einen Beitrag zur Förderung positiver gesellschaftlicher und ökologischer Veränderungen zu spielen.

In der Schweiz sind wir durch die abrdrn Investments Switzerland AG vertreten. Die Einheit mit Hauptsitz in Zürich und Niederlassung in Genf verwaltet mit sechs Mitarbeitenden ca. 8,5 Mrd. Schweizer Franken für institutionelle Investoren wie Versicherungen, Banken, Altersversorgern und Stiftungen sowie für Vertriebspartner im Privatkundenbereich und ist damit einer der grössten ausländischen Vermögensverwalter in der Schweiz.

*Stand: 30.06.2023

abrdrn Investments Switzerland AG

Rue de la Cité 1

1204 Genf

Julien Boissier

Director Business Development,

Switzerland - Geneva

T +41 22 561 84 03

julien.boissier@abrdrn.com

www.abrdrn.com/ch



Fondée à Genève en septembre 2019, A&T Alpha Credit est une société spécialisée dans le financement structuré des petites et moyennes entreprises (PMEs). Notre cœur d'expertise réside dans la structuration de produits de dette privée visant à financer le besoin en fonds de roulement (BFR) tout en proposant des solutions d'investissement différenciantes à une large gamme d'investisseurs. Notre objectif est de faciliter l'allocation désintermédiée de liquidités vers le financement de l'économie réelle lorsque les prêteurs traditionnels ne remplissent plus leur mission.

Grâce à des techniques dérivées du financement du négoce, Alpha Credit crée des opportunités d'investissement décorrélées et résilientes dont les thématiques et les profils de risque n'ont souvent pas d'équivalent sur les marchés traditionnels. Ces techniques mettent l'accent sur la sécurité, la liquidité et la rentabilité notamment via un fort contrôle sur l'utilisation des fonds

prêtés. Ainsi, nous contribuons à financer l'économie réelle tout en offrant à nos investisseurs des produits innovants venant apporter diversification et stabilité dans les portefeuilles.

A&T Alpha Credit est fermement engagé envers la finance responsable et propose également des produits répondant aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) pour permettre aux investisseurs de concilier leurs convictions avec leur stratégie d'investissement.

A&T Alpha Credit

Quai des Forces Motrices 14

1204 Genève

Timothée Bloch

Co-fondateur et CIO

T +41 22 519 12 51

tim@alpha-credit.ch

www.alpha-credit.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



A&T Alpha Credit wurde im September 2019 in Genf gegründet und ist auf die strukturierte Finanzierung von kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU) spezialisiert. Unsere Kernkompetenz liegt in der Strukturierung von Private-Debt-Produkten zur Finanzierung des Betriebskapitalbedarfs (BFR) und bietet gleichzeitig differenzierte Anlagelösungen für ein breites Spektrum an Investoren. Unser Ziel ist es, die direkte Allokation von Liquidität zur Finanzierung der Realwirtschaft zu erleichtern, wenn die traditionellen Kreditgeber ihre Aufgabe nicht mehr erfüllen.

Mithilfe von aus der Handelsfinanzierung abgeleiteten Techniken schafft Alpha Credit unkorrelierte und resiliente Investitionsmöglichkeiten, deren Themen und Risikoprofile oftmals keine Entsprechung auf den traditionellen Märkten haben. Diese Techniken legen den Schwerpunkt auf Sicherheit, Liquidität und Rentabilität, insbesondere durch eine intensive Kontrolle über die Verwen-

dung der Kredite. Auf diese Weise tragen wir zur Finanzierung der Realwirtschaft bei und bieten unseren Investoren gleichzeitig innovative Produkte, die Diversifizierung und Stabilität in die Portfolios bringen.

A&T Alpha Credit engagiert sich stark für verantwortungsvolle Finanzen und bietet zudem Produkte an, die Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG) erfüllen, um Investoren die Möglichkeit zu geben, ihre Überzeugungen mit ihrer Anlagestrategie in Einklang zu bringen.

A&T Alpha Credit

Quai des Forces Motrices 14

1204 Genf

Timothée Bloch

Mitbegründer und CIO

T +41 22 519 12 51

tim@alpha-credit.ch

www.alpha-credit.ch

anax

Anaxis est une société de gestion indépendante, implantée en Suisse depuis plus de 15 ans, spécialisée dans l'analyse fondamentale des entreprises, avec un focus sur la gestion obligataire. Notre équipe de spécialistes est animée par un objectif commun : offrir des produits robustes à des investisseurs convaincus des mérites d'une gestion fondée sur la connaissance approfondie des sociétés.

Notre ambition est de participer à la construction d'un avenir serein. Cette ambition s'adresse avant tout aux investisseurs qui nous confient leurs actifs ou utilisent nos produits dans leurs allocations de long terme. Elle concerne le monde dans lequel nous vivons, à travers une gestion éthique, soucieuse de l'environnement et engagée dans la transition vers une économie plus juste et plus durable. Notre gamme de produits restreinte et ciblée favorise cette transition, et à ce titre 90% de nos encours sous gestion sont classifiés Article 9.

Anaxis a développé une expertise de crédit et des méthodes originales en vue de sélectionner des investissements solides et d'assembler des portefeuilles sélectifs mais bien diversifiés, capables de supporter les aléas de la conjoncture économique. Nos portefeuilles ont un sens par la qualité de leurs actifs et par leur contribution à un monde apaisé. Le processus de décision est collégial et porte une attention particulière à la gestion des risques.

Nos solutions sont destinées aux investisseurs professionnels tels que les institutions de prévoyance, les banques privées, les gestionnaires de patrimoine et les family offices. Anaxis place les relations humaines au centre de ses valeurs. Nos clients bénéficient d'un partenaire de confiance qui les accompagne dans des décisions importantes. Les membres de notre équipe disposent d'un cadre de travail propice à la réflexion et à la recherche.

Anaxis

Rue Mont Blanc 19
1204 Genève
Maroussia Guillemot
Clientèle institutionnelle
T +41 22 716 18 23
mguillemot@anaxis-am.com
www.anaxis-am.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

anax

Anaxis ist eine unabhängige Asset Management Gesellschaft, die seit über 15 Jahren in der Schweiz tätig ist und sich auf die fundamentale Analyse von Unternehmen mit Schwerpunkt Anleihen-Fonds spezialisiert hat. Unser Team von Spezialisten wird von einem gemeinsamen Ziel angetrieben: robuste Produkte für Anleger anzubieten, die von den Vorteilen einer gründlichen fundamentalen Unternehmensanalyse überzeugt sind.

Unser Ziel ist es, an der Gestaltung einer sorglosen Zukunft mitzuwirken. Diese Ambition richtet sich in erster Linie an die Anleger, die uns ihr Vermögen anvertrauen oder unsere Produkte für ihre langfristigen Allokationen nutzen. Sie betrifft die Welt, in der wir leben, über eine ethische, umweltbewusste Verwaltung, die sich für den Übergang zu einer gerechteren und nachhaltigeren Wirtschaft engagiert. Unsere begrenzte und gezielte Produktpalette fördert diesen Übergang, und in diesem Sinne

sind 90% unseres verwalteten Vermögens Artikel 9 klassifiziert.

Anaxis hat eine Kreditkompetenz und originelle Methoden entwickelt, um solide Anlagen auszuwählen, und selektive aber gut diversifizierte Portfolios zusammenzustellen, die den Unwägbarkeiten der Konjunktur standhalten können. Unsere Portfolios haben einen Sinn aufgrund der Qualität ihrer Titel und ihres Beitrags zu einer friedlichen Welt. Der Entscheidungsprozess ist kollektional und legt besonderes Augenmerk auf das Risikomanagement.

Unsere Lösungen richten sich an professionelle Investoren wie Rentenkassen, Privatbanken, Vermögensverwalter und Family Offices. Anaxis stellt die menschlichen Beziehungen in den Mittelpunkt seiner Werte. Unsere Kunden profitieren von einem vertrauenswürdigen Partner, der sie bei wichtigen Entscheidungen begleitet. Unseren Teammitgliedern steht ein Arbeitsumfeld

zur Verfügung, welches zum Nachdenken und Analyse animiert.

Anaxis

Rue Mont Blanc 19
1204 Genf
Maroussia Guillemot
Institutional Clients
T +41 22 716 18 23
mguillemot@anaxis-am.com
www.anaxis-am.com



Baloise Asset Management SA – des solutions personnalisées pour la valorisation de votre patrimoine

Baloise gère avec succès des fonds d'assurance depuis plus de 150 ans. Aujourd'hui, ses compétences de placement sont réunies au sein de la Baloise Asset Management SA, l'entité qui assure la gestion de la fortune du groupe ainsi que celles des fonds confiés par notre clientèle externe. Figurant parmi les 20 premiers gérants de fortune suisses, nous sommes en mesure de proposer à nos clients des solutions de placement adaptées à leurs besoins et assorties de perspectives de rendement attractives.

Nous proposons en particulier à nos clients un éventail de solutions de placement comprenant actions, obligations, placements alternatifs, immobilier et portefeuilles mixtes. Nos décisions de placement sont dictées par les objectifs financiers de nos clients, mais l'accent est mis sur le rapport entre le

rendement escompté et le risque pris. Nous cherchons à réaliser une plus-value à travers un rendement supérieur tout en prenant le moins de risque possible. Ce souci de sécurité et de contrôle des risques transparait aussi bien dans la gestion quotidienne du portefeuille que dans l'élaboration de stratégies de placement.

Un travail d'équipe pour des placements performants

Nos gérants de portefeuille ont certes tous leur propre vision des marchés, mais ils n'en poursuivent pas moins tous un objectif commun : celui de permettre à nos clients d'accéder aux meilleures opportunités de placement et de bénéficier de performances attractives. Nous confions les avoirs de nos clients aux mêmes équipes chevronnées chargées de la gestion de nos propres fonds. De ce fait, nos clients bénéficient d'un haut niveau de professionnalisme et de constance dans la gestion de leurs avoirs.

Baloise Asset Management SA

Aeschengraben 21

CH - 4002 Bâle

Olivier de Denon, CEFA

Head Institutional Business

Development Romandie

T +41 58 285 80 47

M +41 79 352 87 62

Olivier.deDenon@baloise.com

www.baloise.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Baloise Asset Management AG – individuelle Anlagelösungen für Ihre Vermögenswerte

Seit mehr als 150 Jahren bewirtschaftet Baloise erfolgreich Versicherungsgelder. Heute ist diese Anlagekompetenz in der Baloise Asset Management AG zusammengefasst, welche die konzernerzeugten Vermögen sowie die Anlagegelder von Kunden betreut. Als einer der 20 grössten Schweizer Vermögensverwalter können wir unseren Kunden eine auf ihre Bedürfnisse zugeschnittene Anlagelösung mit attraktiven Performanceaussichten anbieten.

Wir bieten unseren Kunden insbesondere Anlagelösungen in den Bereichen Aktien, Obligationen, alternative Anlagen, Immobilien und Mischvermögen. Dabei richten wir unsere Anlageentscheide konsequent an ihren finanziellen Zielen aus. Im Vordergrund steht das Verhältnis zwischen der erwarteten Rendite und dem eingegangenen Risiko.

Wir streben gezielt einen Mehrwert in Form einer höheren Rendite bei gleichzeitig tieferem Risiko an. Der Fokus auf Sicherheit und Risikokontrolle widerspiegelt sich sowohl in der täglichen Bewirtschaftung der Portfolios als auch in der Ausgestaltung von risikominimierenden Anlagestrategien.

Gemeinsam zum Anlageerfolg

Unsere Portfolio Manager haben zwar ihre persönlichen Markteinschätzungen, aber sie verfolgen alle ein gemeinsames Ziel: Unseren Anlagekunden Zugang zu den aussichtsreichsten Investitionsmöglichkeiten und einer attraktiven Anlageperformance zu bieten. Dabei legen wir die Anlagevermögen unserer Kunden mit denselben erfahrenen Portfoliomanagement-Teams an wie unsere eigenen Konzerngelder. Auf diese Weise können unsere Kunden von einer hohen Professionalität und Kontinuität in der Bewirtschaftung ihrer Anlagevermögen profitieren.

Baloise Asset Management AG

Aeschengraben 21

CH - 4002 Basel

Olivier de Denon, CEFA

Head Institutional Business

Development Romandie

T +41 58 285 80 47

M +41 79 352 87 62

Olivier.deDenon@baloise.com

www.baloise.ch

CONINCO

Explorers in finance

CONINCO est une compagnie financière, agréée FINMA depuis 2012, spécialisée depuis 1990 dans le conseil, la gestion de fonds de pensions, de fondations philanthropiques, Family offices. Elle est également active depuis 2007 dans la gestion durable et labellisée B Corp.

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

Notre savoir-faire s'appuie sur une longue tradition de la gestion institutionnelle qui nécessite une croissance structurée du patrimoine combinée à un rendement récurrent. Notre recherche en matière d'analyse financière se fonde sur la nécessité de

ne pas prendre les données statistiques comme une valeur absolue de décision, mais de bien comprendre le comportement du consommateur et l'impact de ses actes sur le développement de l'économie. Cette caractéristique nous permet de mettre en place des politiques de placement, tant passives qu'actives et fondées sur des besoins spécifiques, dans une perspective de construction structurée de chaque patrimoine ou part de patrimoine qui nous est confié en surveillance, conseil et gestion.

CONINCO propose ses propres thématiques d'investissement au travers des produits suivants: ONE Sustainable Fund – Global Environment, ONE Sustainable Fund – Europe Dividend, ainsi qu'au travers d'OR physique Responsable & Durable et d'un Certificat BCV Tracker AMC EcoCircularity qui a gagné en 2021 le prix du meilleur produit pour la protection du climat et dont CONINCO Explorers in finance est l'investissement manager.

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

CONINCO Explorers in finance SA

Quai Perdonnet 5

1800 Vevey

Olivier Ferrari, Directeur général

Adrien Koehli, Gestion institutionnelle

Sabine Giammarresi-Mabillard,

Placements collectifs

Thierry Cherf, Développement commercial

T +41 21 925 00 33

coninco@coninco.ch

www.coninco.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

CONINCO

Explorers in finance

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

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

Unser Know-how stützt sich auf eine langjährige Tradition der institutionellen Vermögensverwaltung. Letztere erfordert ein strukturiertes Wachstum des Vermögens

gekoppelt mit einer dauerhaften Rendite. Unsere Forschung auf dem Gebiet der Finanzanalyse basiert auf der Notwendigkeit, statistische Werte nicht als eine absolute Entscheidungsgrösse zu betrachten, sondern das Verhalten der Verbraucher und die Auswirkung ihres Handelns auf die wirtschaftliche Entwicklung umfassend zu verstehen. Diese Besonderheit versetzt uns in die Lage, sowohl passive als auch aktive Anlagestrategien umzusetzen, die sich an den jeweiligen Kundenbedürfnissen ausrichten, mit dem Ziel einer strukturierten Zusammensetzung jedes uns zur Überwachung, Beratung und Verwaltung anvertrauten Vermögens bzw. Teilvermögens.

CONINCO bietet eigene, thematische Investitionen mit den folgenden Produkten an: ONE Sustainable Fund – Global Environment, ONE Sustainable Fund – Europe Dividend sowie verantwortungsvolles und nachhaltiges physisches Gold und einem Zertifikat BCV Tracker AMC EcoCircularity,

das 2021 den Preis für das beste Produkt für den Klimaschutz gewonnen hat und bei welchem CONINCO Investment Manager ist. Wir sind seit 2007 Verwalter der Schweizer Investmentgesellschaft ONE CREATION Impact finance (www.onecreation.org), welche die Entwicklung von Umwelttechnologien in einem globalen und multisektoralen Ansatz stärkt und ebenfalls B Corp zertifiziert ist.

CONINCO Explorers in finance SA

Quai Perdonnet 5

1800 Vevey

Olivier Ferrari, Generaldirektor

Adrien Koehli, Direktor Institutionelle

Sabine Giammarresi-Mabillard,

Investitionslösungen Vermögensverwaltung

Thierry Cherf, Geschäftsentwicklung

T +41 21 925 00 33

coninco@coninco.ch

www.coninco.ch



EDMOND DE ROTHSCHILD

Fondé au début des années 1950 par Edmond de Rothschild, notre Groupe est basé à Genève. Il offre une large gamme de produits et de services financiers à travers différents métiers : Asset Management, Corporate Finance, Private Banking et Investment Fund Services.

Familial, indépendant et spécialisé, le Groupe privilégie des stratégies audacieuses et des investissements ancrés dans l'économie réelle, qui combinent performance de long-terme et impact.

Nos domaines d'expertise sont variés : Multi-Asset & Overlay Management, Equity, Fixed Income, Multi-Management, Private Equity, Real Estate et Infrastructure Debt.

Edmond de Rothschild est une Maison d'investissement de convictions fondée sur l'idée que la richesse doit servir à construire demain.

A fin décembre 2022, le Groupe comptait 160 milliards d'euros d'actifs sous gestion et environ 2 500 collaborateurs à travers le monde.

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

Rue de Hesse 18
1204 Genève

Hendrik Steenbergen

Directeur adjoint
Clientèle institutionnelle
T +41 58 818 75 92
h.steenbergen@edr.com
www.edmond-de-rothschild.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



EDMOND DE ROTHSCHILD

Unsere Gruppe wurde Anfang der 1950er Jahre von Edmond de Rothschild gegründet und hat ihren Sitz in Genf. Sie bietet eine breite Palette von Finanzprodukten und -dienstleistungen über verschiedene Geschäftsbereiche an: Asset Management, Corporate Finance, Private Banking und Investment Fund Services.

Die unabhängige und spezialisierte Gruppe in Familienbesitz setzt auf mutige Strategien und Lösungen, die in der Realwirtschaft verankert sind und langfristige Wertentwicklung mit Impact Investing verknüpfen.

Unsere Fachgebiete sind vielfältig: Multi-Asset & Overlay Management, Equity, Fixed Income, Multi-Management, Private Equity, Real Estate und Infrastructure Debt.

Edmond de Rothschild ist eine Investmentgesellschaft aus Überzeugung, die der Meinung ist, dass Vermögen zum Aufbau der Zukunft dienen muss.

Ende Dezember 2022 verfügte die Gruppe über ein verwaltetes Vermögen von 160 Milliarden Euro und rund 2 500 Mitarbeiter weltweit.

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

Rue de Hesse 18
1204 Genf

Hendrik Steenbergen

Stellvertretender Direktor
Institutionelle Kunden
T +41 58 818 75 92
h.steenbergen@edr.com
www.edmond-de-rothschild.com



Mirabaud Asset Management est un gestionnaire d'actifs indépendant qui se concentre sur la gestion active au sein des classes d'actifs obligataires, des actions et des actifs privés. Nous soutenons nos clients avec des stratégies d'investissement durables et à forte conviction. Nous sommes présents dans les principaux centres financiers d'Europe : Londres, Paris, Genève, Zurich, Madrid, Milan et Luxembourg.

Mirabaud Asset Management fait partie du groupe Mirabaud, un fournisseur international de services financiers et de conseil sur mesure établi en 1819 à Genève, en Suisse.

Nous sommes devenus la branche d'investissement indépendante du groupe en 2012, en nous concentrant sur la gestion active. Depuis lors, nous avons développé des stratégies obligataires, sur les actions et sur les actifs privés, offrant une gamme d'investissements qui s'alignent sur les ob-

jectifs des investisseurs et partagent leurs principes.

Notre sens aigu de l'objectif, profondément enraciné par sept générations de dirigeants, définit notre approche de la gestion d'actifs. Cela nous permet d'avoir une influence positive sur l'avenir des gens en nous appropriant les décisions d'investissement que nous prenons. Nous investissons aujourd'hui pour construire le monde des générations à venir.

Nous prônons l'indépendance d'esprit et une culture de la collaboration. En travaillant ensemble, nos équipes d'investissement se renforcent mutuellement, en partageant leurs idées, leur expertise et leurs connaissances. Notre équipe dédiée à l'ISR est au centre de ce collectif, complétant ces connaissances et aidant nos équipes d'investissement à s'engager auprès des entreprises dans lesquelles nous investissons.

Mirabaud Asset Management

Boulevard Georges-Favon 29

1204 Genève

Jérôme Paganini

Head of Sales, Switzerland

T +41 58 200 60 81

jerome.paganini@mirabaud-am.com

www.mirabaud-am.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Mirabaud Asset Management ist ein unabhängiger Vermögensverwalter, der sich auf aktive Anlagen in den Bereichen Festverzinsliche Wertpapiere, Aktien und Private Assets konzentriert. Wir unterstützen unsere Kunden mit konzentrierten, nachhaltigen Anlagestrategien. Wir sind in den wichtigsten Finanzzentren Europas tätig: London, Paris, Genf, Zürich, Madrid, Milano und Luxemburg.

Mirabaud Asset Management gehört zur Mirabaud-Gruppe, einem internationalen Anbieter von massgeschneiderten Finanz- und Beratungsdienstleistungen, der 1819 in Genf, Schweiz, gegründet wurde.

Seit 2012 ist Mirabaud Asset Management ein unabhängiger, reiner Investmentbereich der Gruppe, der sich auf die aktive Vermögensverwaltung konzentriert. Seitdem haben wir Kapazitäten in den Bereichen Festverzinsliche Wertpapiere, Aktien und Private Assets aufgebaut und bieten eine

Reihe von Anlagen an, die auf die Ziele der Anleger abgestimmt sind und deren Grundsätze teilen.

Unser ausgeprägtes Sinnesbewusstsein, das seit sieben Generationen im Privatbesitz verwurzelt ist, bestimmt unseren Ansatz in der Vermögensverwaltung. Dadurch sind wir in der Lage, die Zukunft der Menschen positiv zu beeinflussen, indem wir die Verantwortung für die von uns getroffenen Investitionsentscheidungen übernehmen. Wir investieren heute, um die Welt für die kommenden Generationen zu gestalten.

Wir setzen uns für unabhängiges Denken und eine kollaborative Kultur ein. Durch die Zusammenarbeit als Kollektiv schöpfen unsere Anlageteams gegenseitig Kraft und teilen Ideen, Fachwissen und Kenntnisse. Unser engagiertes SRI-Team steht im Zentrum dieses Kollektivs, ergänzt dieses Wissen und unterstützt unsere Anlageteams

bei der Zusammenarbeit mit den Unternehmen, in die wir investieren.

Mirabaud Asset Management

Boulevard Georges-Favon 29

1204 Genf

Jérôme Paganini

Head of Sales, Switzerland

T +41 58 200 60 81

jerome.paganini@mirabaud-am.com

www.mirabaud-am.com



J. Safra Sarasin

Banque J. Safra Sarasin : La Banque suisse durable depuis 1841

Au total, le groupe J. Safra Sarasin gère plus de CHF 224,7 milliards d'actifs. Le Groupe, qui opère depuis 29 sites dans le monde, est le cinquième établissement suisse et la plus grande banque privée familiale du monde, avec un ratio CET1 de 44.1%. Le Groupe emploie actuellement 2339 personnes.

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

J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management

Les activités de gestion d'actifs de notre groupe J. Safra Sarasin sont regroupées sous la marque J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management (JSS SAM). Notre approche place les intérêts des investisseurs avant tout le reste, et nous entretenons des relations à long terme avec nos clients.

J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management s'est donné pour mission de permettre à ses clients d'atteindre leurs objectifs financiers et extra-financiers en proposant des solutions d'investissement de qualité et une large gamme de fonds actifs et de mandats. J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management assure la gestion de CHF 55,7 milliards d'actifs. Le qualificatif « Sustainable » dans notre nom n'est pas un simple slogan : la durabilité est le fil conducteur qui nous a guidé tout au long de notre histoire. En effet, nous avons lancé

nos premiers mandats durables, il y a plus de 30 ans (1989), ce qui fait de nous des pionniers du secteur.

En 2020, JSS SAM s'est engagée à atteindre la neutralité carbone d'ici 2035. Plus récemment, la Banque est devenue le premier établissement financier suisse à rejoindre l'initiative « Finance for Biodiversity Pledge ».

Banque J. Safra Sarasin SA

4, rue de la Corratèrie

Case Postale

1211 Genève 11

Alexander von Helmersen

Executive Director, Institutional clients

Suisse Romande

T +41 (0)58 317 39 86

alexander.vonhelmersen@jsafrasarasin.com

am.jsafrasarasin.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



J. Safra Sarasin

Bank J. Safra Sarasin: Nachhaltige Schweizer Bank seit 1841

Die J. Safra Sarasin Gruppe verwaltet insgesamt ein Vermögen von mehr als CHF 224.7 Mia. Sie unterhält weltweit 29 Standorte, ist die fünftgrösste Bank in der Schweiz und gleichzeitig die grösste in Familienbesitz befindliche Privatbank der Welt. Sie weist eine harte Eigenkapitalquote (CET1) von 44.1% auf. Derzeit beläuft sich die Zahl der Mitarbeitenden auf 2339.

Die Errungenschaften der Bank in den 180 Jahren ihres Bestehens gründen sich auf einer Kultur der Sorgfalt und der Kundenorientierung. Dank dieser besonderen Kultur, einer aussergewöhnlich soliden Kapitalausstattung und eines umsichtigen Risikomanagements ist die Bank in der Lage, mit der Konjunktur Schritt zu halten und unvorhergesehene Ereignisse zu meistern.

J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management

Die Vermögensverwaltungsaktivitäten der J. Safra Sarasin Gruppe sind zusammengefasst unter der Marke J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management (JSS SAM). Unser Ansatz räumt den Interessen der Anleger oberste Priorität ein, und wir pflegen langfristige Beziehungen zu unseren Kunden.

J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management möchte seine Kunden dabei unterstützen, ihre finanziellen und nicht-finanziellen Ziele zu erreichen, und bietet dazu hochwertige Anlagelösungen sowie eine breite Palette an aktiven Fonds und Mandaten an. J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management verwaltet ein Vermögen von CHF 55.7 Mia. Der Begriff «Sustainable» in unserem Namen ist nicht nur ein Slogan. Vielmehr ist Nachhaltigkeit der Leitgedanke, der uns durch unsere gesamte Geschichte

geführt hat. Tatsächlich haben wir unsere ersten nachhaltigen Mandate bereits vor über 30 Jahren (1989) lanciert, womit wir zu den Pionieren der Branche gehören.

Im Jahr 2020 verpflichtete sich JSS SAM dazu, bis 2035 CO2-neutral zu werden. Zuletzt hat sich die Bank als erstes Schweizer Finanzinstitut der Initiative «Finance for Biodiversity Pledge» angeschlossen.

Banque J. Safra Sarasin SA

4, rue de la Corratèrie

Postfach

1211 Genf 11

Alexander von Helmersen

Executive Director, Institutional clients

Suisse Romande

T +41 (0)58 317 39 86

alexander.vonhelmersen@jsafrasarasin.com

am.jsafrasarasin.com



Swiss Finance & Property SA

Swiss Finance & Property Group (groupe SFP) est un prestataire international de services financiers dont le siège est en Suisse et qui comprend une direction de fonds indépendante et une maison de titres. Depuis la fondation il y a plus de 20 ans, nous sommes spécialisés dans les investissements immobiliers et d'infrastructures.

Le groupe comprend plus de 100 employés proposant une expertise immobilière et spécialisée pour créer une valeur durable dans l'intérêt des investisseurs institutionnels et d'autres parties prenantes. Nous offrons une large gamme de produits et de services immobiliers, y compris des solutions d'infrastructure et de transaction sur les marchés financiers.

Les encours sous gestion du groupe s'élèvent à plus de CHF 8.8 milliards. La compétence en gestion de placements immobiliers directs se reflète tant dans nos propres produits d'investissement que dans

des mandats pour des clients externes. Nous gérons plus de CHF 5.9 milliards de produits d'investissement direct. Dans le cas des placements immobiliers indirects, l'équipe de gestion de portefeuille analyse et évalue l'ensemble des placements immobiliers cotés et non cotés suisses (fonds, actions et fondations de placement). Cela représente environ CHF 2.9 milliards.

De plus, nous détenons une participation majoritaire dans un fonds immobilier à Copenhague, disposons d'un fonds d'infrastructures global, d'opportunités d'investissement au UK et une succursale en Allemagne.

Swiss Finance & Property SA est titulaire d'une autorisation en tant que maison de titres depuis février 2021, ce qui nous permet d'exercer des activités d'émission et de tenue de marché. Dans le secteur des marchés de capitaux, nous accompagnons et conseillons nos clients dans la levée de

fonds. Enfin, notre équipe « Securities Trading & Brokerage » propose son expertise dans le cadre d'achat et de vente d'actions immobilières.

Swiss Finance & Property Group

Avenue du Théâtre 1 - 1005 Lausanne

Agathe Proust

Client Relationship Manager

T +41 78 403 15 21

proust@sfp.ch

www.sfp.ch

Seefeldstrasse 275 - 8008 Zürich

Mauro Golinelli

Client Relationship Manager

T +41 76 372 29 03

golinelli@sfp.ch

www.sfp.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Swiss Finance & Property SA

Die Swiss Finance & Property Group (SFP Gruppe) ist eine international tätige Finanzdienstleisterin mit Hauptsitz in der Schweiz und umfasst eine unabhängige Fondsleitung sowie ein Wertpapierhaus. Seit der Gründung vor über 20 Jahren spezialisieren wir uns auf die gesamte Wertschöpfungskette von Immobilien- und Infrastrukturanlagen. Bei uns kombinieren über 100 Mitarbeitende Immobilien- und Fachkompetenz, um nachhaltig Wert für institutionelle Investoren und weitere Stakeholder zu schaffen. Wir bieten ein breites Spektrum an Immobilienprodukten und -dienstleistungen, wie auch Infrastrukturlösungen und Kapitalmarkttransaktionen.

Die Assets under Management der SFP Gruppe betragen über CHF 8.8* Milliarden. Die Kompetenz im Management von direkten Immobilienanlagen widerspiegelt sich sowohl in den eigenen Anlageprodukten sowie in Mandaten für externe Kunden. In den direkten Anlageprodukten verwal-

ten wir über CHF 5.9 Milliarden. Bei den indirekten Immobilienanlagen analysiert und bewertet das Portfolio Management Team das gesamte Spektrum an kotierten und nicht-kotierten Immobilienanlagen, welches Fonds, Aktien und Schweizer Anlagestiftungen umfasst.

Diese Erfahrung ist die Grundlage für die indirekten Immobilienfonds und für mehrere Mandate der SFP Gruppe von über CHF 2.9 Milliarden. Zusätzlich halten wir eine Mehrheitsbeteiligung an einem Immobilienfonds in Kopenhagen, verfügen über einen Infrastruktur Fonds und UK Real Estate Development Fund/Opportunities sowie eine Niederlassung in Deutschland.

Swiss Finance & Property AG verfügt seit Februar 2021 über eine Wertpapierhausbewilligung, was dem Unternehmen die Emissions tätigkeit sowie das Market Making ermöglicht. Im Sektor Capital Markets unterstützen wir die Kunden bei der Mittel-

beschaffung im Kapitalmarkt und berät bei Fusionen und Übernahmen. Das Securities Brokerage Team steht den Kunden bei Kauf und Verkauf von Immobilienaktien und -fonds mit ihren Marktkenntnissen zur Seite.

Swiss Finance & Property group

Avenue du Théâtre 1 - 1005 Lausanne

Agathe Proust

Client Relationship Manager

T +41 78 403 15 21

proust@sfp.ch

www.sfp.ch

Seefeldstrasse 275 - 8008 Zürich

Mauro Golinelli

Client Relationship Manager

T +41 76 372 29 03

golinelli@sfp.ch

www.sfp.ch



EDMOND
DE ROTHSCHILD

EDR FUND EM CLIMATE BONDS

UN AVENIR DURABLE PREND RACINE DANS L'AUDACE.



EDMOND DE ROTHSCHILD, L'AUDACE DE BÂTIR L'AVENIR.

edmond-de-rothschild.com

COMMUNICATION PUBLICITAIRE : Il s'agit d'une communication marketing. Veuillez vous référer au prospectus de l'OPCVM et au document d'informations clés avant de prendre une décision d'investissement définitive. EdR Fund EM Climate Bonds est un compartiment de la SICAV de droit luxembourgeois « EdR Fund » agréée par la CSSF et qui a été approuvée par l'autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (la «FINMA») pour être offerts en Suisse à des investisseurs non qualifiés. Les investissements du fonds sont soumis aux fluctuations des marchés actions et de taux d'intérêt. Le fonds ne bénéficie d'aucune garantie ni protection et présente donc un risque de perte en capital. Les investisseurs encourent le risque de potentiellement recouvrer une somme inférieure au montant qu'ils ont investi. Document non contractuel exclusivement conçu à des fins d'information. Reproduction ou utilisation de son contenu strictement interdite sans l'autorisation du Groupe Edmond de Rothschild. Tout investissement comporte des risques spécifiques. Il est recommandé à l'investisseur de s'assurer de l'adéquation de tout investissement à sa situation personnelle en ayant recours le cas échéant à des conseils indépendants. De plus, il devra prendre connaissance du document d'information clé pour l'investisseur (DICI/KIID) et/ou tout autre document requis par la réglementation locale remis avant toute souscription et disponible sur le site <http://funds.edram.com> ou gratuitement sur simple demande. REPRÉSENTANT ET SERVICE DE PAIEMENT EN SUISSE : EDMOND DE ROTHSCHILD (Suisse) S.A. 18 rue de Hesse, 1204 Genève - T +41 58 201 75 40 - contact-am-ch@edr.com.

Dégustez l'eau des grandes tables chez vous avec BE WTR AQTiV

Inspirée par la nature, la marque d'eau suisse BE WTR réinvente les codes de l'eau. Inspirez-vous des grands noms de la gastronomie et testez la nouvelle gamme BE WTR AQTiV. Vous découvrirez une eau au goût délicat et à la texture plus soyeuse. Une eau de choix pour votre maison, que vous dégustez sans doute déjà dans votre restaurant préféré!

Découvrez le système BE WTR AQTiV qui vous convient.

SIRH/+
BOCUSE D'OR

MAIN PARTNER 2023-2025



BE WTR™

www.bewtr.com | GENEVA | ZURICH | STOCKHOLM | COPENHAGEN | HELSINKI | PARIS | DUBAI | SINGAPORE

