

2024

**Le début
d'une nouvelle ère ?**

**Der Beginn
einer neuen Ära?**



LE GRAND RENDEZ-VOUS SUISSE DE L'IMMOBILIER

W REAL ESTATE K 31.3 – 4.4.25 SWISSTECH



Devenez partenaire et
boostez votre business

5 journées dédiées à l'immobilier 360°

Lundi 31 mars 2025

PRIX INNO
PRIX DE L'INNOVATION

La plateforme de référence pour découvrir les innovations de l'industrie immobilière et rencontrer les start-up

Mardi 1 & mercredi 2 avril 2025



6^e édition de l'événement incontournable qui réuni les professionnels de l'économie immobilière 360°

NOUVEAU
Jeudi 3 avril 2025

JRD
JOURNÉE ROMANDE
DU DÉVELOPPEMENT

La Journée dédiée au partenariat "public-privé" pour échanger sur les grands enjeux liés au développement immobilier

NOUVEAU
Vendredi 4 avril 2025



La journée dédiée aux propriétaires privés pour les accompagner dans la gestion de leur patrimoine immobilier

Editorial • Leitartikel

Les années se succèdent sans se ressembler, mais la bourse, elle, conserve sa constante : elle anticipe, souvent trop tôt ou trop tard, mais à la fin, les professionnels disent qu'elle a toujours raison.

L'année 2024 pourrait bien marquer un tournant décisif dans l'économie mondiale. La pression des taux d'intérêt, maintenus à des niveaux bas pour soutenir la reprise, risque de perdurer, malgré les incertitudes qui pèsent sur la croissance globale. En parallèle, l'essor des pays du BRICS élargi redessine la carte économique du XXI^e siècle. Avec ce déplacement du centre de gravité mondial, ces pays s'affirment comme le moteur principal du développement, représentant une puissance inédite qui façonnera le prochain quart de siècle. L'Asie à elle seule, avec ses 4 milliards de consommateurs, dépasse désormais la population mondiale des années 1970, cette période qui a vu l'émergence de la mondialisation du dollar et son corollaire de contrôle des flux financiers.

La prise de conscience collective sur l'urgence environnementale accentue la pression sur les investisseurs, leurs gestionnaires et leurs conseillers. Ce mouvement, encore en gestation, pourrait être renforcé par des régulations plus strictes, imposées par des États soucieux de freiner la dégradation planétaire. Si les ajustements ne se font pas naturellement, des législations contraignantes se profileront inévitablement à l'horizon.

Dans un contexte inédit, où les repères historiques de croissance s'effacent, les marchés financiers évoluent en eaux troubles. L'incertitude plane, avec la possibilité de voir les valorisations atteindre des niveaux excessifs ou de subir des corrections abruptes face à des attentes déçues.

Les tensions géopolitiques, les conflits aux frontières indéfinies, les percées technologiques, l'émergence de nouvelles alliances stratégiques, et l'ascension de l'intelligence artificielle sont autant de forces qui sculptent l'avenir. Ces éléments, déjà prégnants, dessinent un monde dont les contours sont encore flous, mais porteurs de transformations profondes.

Au moment où cette édition voit le jour, les États-Unis auront fait leur choix pour leur prochain Président ou Présidente, une détermination qui influencera inévitablement les orientations économiques et politiques mondiales.



Olivier Ferrari
Fondateur de / Gründer von

CONINCO 
Explorers in finance

Ein Jahr folgt dem anderen, ohne sich zu ähneln, aber die Börse behält ihre Konstante: Sie antizipiert, oft zu früh oder zu spät, aber am Ende sagen die Fachleute, dass sie immer Recht hat.

Das Jahr 2024 könnte für die Weltwirtschaft einen entscheidenden Wendepunkt darstellen. Der Druck auf die Zinssätze, die zur Unterstützung der Erholung auf niedrigem Niveau gehalten wurden, wird trotz der Unsicherheiten, die das globale Wachstum belasten, wahrscheinlich anhalten. Gleichzeitig zeichnet der Aufstieg der erweiterten BRICS-Staaten die wirtschaftliche Landkarte des 21. Jahrhunderts neu. Mit dieser Verschiebung des globalen Gravitationszentrums etablieren sich diese Länder als Hauptmotor der Entwicklung und stellen eine völlig neue Macht dar, die das nächste Vierteljahrhundert prägen wird. Allein Asien mit seinen 4 Milliarden Verbrauchern übertrifft nun die Weltbevölkerung der 1970er Jahre, jener Zeit, in der die Globalisierung des Dollars und die damit einhergehende Kontrolle der Finanzströme ihren Anfang nahm.

Das kollektive Bewusstsein für die ökologische Notlage erhöht den Druck auf Investoren, ihre Manager und Berater. Diese noch im Entstehen begriffene Bewegung könnte durch strengere Regulierungen verstärkt werden, die von Staaten auferlegt werden, die die Verschlechterung des Zustands des Planeten bremsen wollen. Wenn sich die Anpassungen nicht auf natürliche Weise vollziehen, werden sich unweigerlich verbindliche Gesetze am Horizont abzeichnen.

In einem völlig neuen Umfeld, in dem die historischen Wachstumsmarken verblassen, bewegen sich die Finanzmärkte in unruhigem Fahrwasser. Die Unsicherheit ist groß, und es besteht die Möglichkeit, dass die Bewertungen auf ein überhöhtes Niveau steigen oder dass es aufgrund enttäuschter Erwartungen zu abrupten Korrekturen kommt.

Geopolitische Spannungen, Konflikte mit undefinierten Grenzen, technologische Durchbrüche, das Entstehen neuer strategischer Allianzen und der Aufstieg der künstlichen Intelligenz sind allesamt Kräfte, die die Zukunft formen. Diese Elemente, die sich bereits jetzt bemerkbar machen, zeichnen eine Welt, deren Umrisse noch unscharf sind, die aber tiefgreifende Veränderungen mit sich bringt.

Zum Zeitpunkt der Entstehung dieser Ausgabe werden die USA ihre Wahl für den nächsten Präsidenten oder die nächste Präsidentin getroffen haben, eine Entscheidung, die unweigerlich die wirtschaftliche und politische Ausrichtung der Welt beeinflussen wird.





Les sociétés participant au
Beteiligten Unternehmen in der

CONINCO MASTER CLASS

se présentent en pages 71 à 80
sind auf Seiten 71 bis 80 vorgestellt

BARINGS



SGF No 19

SOMMAIRE / INHALTSVERZEICHNIS

NOVEMBRE 2024

2024 : le début d'une nouvelle ère ?

- 4 **Plaidoyer pour la dette d'infrastructure**
Barings
- 6 **Actions Suisse : la force du Swiss Made**
BCGE
- 9 **La dette privée senior européenne, un couple rendement/risque attractif pour les caisses de pension suisses ?**
Candriam - Kartesia
- 12 **Exposition stratégique aux marchés émergents**
CONINCO Explorers in finance SA
- 14 **Faut-il couvrir ses actifs avec la fin des taux bas, l'interventionnisme des banques centrales et le retour des fluctuations monétaires et de la volatilité ?**
Edmond de Rothschild (Suisse) SA
- 17 **Stratégies d'atténuation des risques : diversification et protection pour les portefeuilles institutionnels**
Ellipsis AM
- 19 **Rendement immobilier : saisir les opportunités et renforcer la résilience face à un marché en mutation**
Gefiswiss
- 21 **Obligations internationales pour une caisse de pensions suisse : pourquoi une gestion flexible et dynamique est essentielle pour s'adapter à l'évolution constante des marchés ?**
Mirabaud Asset Management
- 25 **L'immobilier industriel suisse : diversification et rendements attractifs**
Realstone
- 29 **Un écosystème de crypto-monnaies unifié : comment combler le fossé entre la finance centralisée et décentralisée**
SwissBorg
- 31 **Le retour de la gestion alternative Comment faire une allocation stratégique dans un portefeuille**
Union Bancaire Privée

2024: Der Beginn einer neuen Ära?

- 36 **Die Anlagechance in Infrastructure Debt**
Barings
- 38 **Schweizer Aktien: die Stärke von Swiss Made**
BCGE
- 41 **Europäische Senior-Privatverschuldung: Ein attraktives Rendite/Risiko-Paar für Schweizer Pensionskassen?**
Candriam - Kartesia
- 44 **Strategisches Engagement in Schwellenländern**
CONINCO Explorers in finance SA
- 46 **Sollten wir unsere Vermögenswerte absichern mit dem Ende der niedrigen Zinssätze, dem Interventionismus der Zentralbanken und der Rückkehr von Währungsschwankungen und Volatilität?**
Edmond de Rothschild (Suisse) SA
- 50 **Risikominderungsstrategien: Diversifikation und Schutz für institutionelle Portfolios**
Ellipsis AM
- 52 **Immobilienrendite: Chancen ergreifen und Resilienz in einem sich wandelnden Markt stärken**
Gefiswiss
- 54 **Internationale Anleihen für Schweizer Pensionsfonds: Weshalb ein flexibles und dynamisches Management entscheidend ist, um sich an stetig verändernde Märkte anzupassen**
Mirabaud Asset Management
- 58 **Der Schweizer Industrieimmobilienmarkt: Diversifizierung und attraktive Renditen**
Realstone
- 62 **Ein einheitliches Ökosystem für Kryptowährungen: Wie kann die Kluft zwischen zentralisierten und dezentralisierten Finanzsystemen überbrückt werden?**
SwissBorg
- 65 **Das Comeback von Hedgefonds als strategischer Bestandteil von Portfolios**
Union Bancaire Privée



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

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

Imprimerie :
Musumeci Spa, Quart, Aosta - Italie
Illustrations : Collection privée photographiée par Elina Mikhaylova
Tirage : 2'000 ex.

Plaidoyer pour la dette d'infrastructure



Pieter Welman
Directeur des infrastructures mondiales

Barings

De nombreux investisseurs institutionnels se tournent vers la dette d'infrastructure afin d'obtenir certains avantages potentiels, allant d'une prime d'illiquidité par rapport aux marchés publics à des caractéristiques d'appariement actif-passif. Bien que les définitions de la dette d'infrastructure tendent à varier, nous définissons l'infrastructure en fonction du type d'actif générant le flux de trésorerie, en privilégiant les actifs essentiels qui répondent à des besoins sociaux ou économiques clés et qui ont le potentiel d'offrir des flux de trésorerie stables et à long terme.

Selon nous, l'univers actuel des infrastructures comprend six grandes catégories :

- Les infrastructures économiques et actifs liés au transport, y compris les routes à péage et aéroports
- Les services publics et pipelines qui transportent généralement de l'eau, des eaux usées, de l'électricité, du gaz naturel et d'autres combustibles
- Les infrastructures de production d'électricité telles que les actifs de production d'énergie renouvelable
- Les infrastructures sociales telles que les partenariats entre les secteurs public et privé soutenus par les pouvoirs publics, les logements sociaux, les hôpitaux et les écoles
- Les installations intermédiaires et de stockage pour les matières premières, l'énergie et les actifs non énergétiques
- Les infrastructures numériques, y compris les tours, le câblage par fibre optique et les centres de données.

Pourquoi investir dans la dette d'infrastructure ?

L'investissement dans les entreprises et les entités impliquées dans l'infrastructure est possible par le biais d'une variété d'instruments de placement en actions et en titres à revenu fixe, tant publics que privés. En ce qui concerne les titres à revenu fixe, le segment bien établi du marché des obligations « investment grade » et le segment à haut rendement, qui connaît une croissance rapide, offrent tous deux des avantages potentiels pour les investisseurs à long terme.

L'une des principales caractéristiques de la dette d'infrastructure est son caractère défensif. Les actifs d'infrastructure génèrent généralement des flux de trésorerie élevés, avec des barrières considérables à l'entrée. En tant qu'actifs essentiels, ils tendent à bien se comporter pendant les périodes de récession. La dette est également généralement garantie et prioritaire dans la structure du capital, et comporte généralement des clauses de protection associées à l'effet de levier ou à la couverture des intérêts. En outre, la qualité élevée de la dette d'infrastructure et la nature essentielle des services fournis ont permis d'enregistrer de faibles pertes, des taux de recouvrement élevés ainsi qu'une faible volatilité des notations.

Si la dette privée a tendance à être moins liquide que la dette publique, la dette d'infrastructure offre traditionnellement des rendements accrus pour compenser l'illiquidité du marché. Historiquement, les investisseurs à terme ont perçu une prime d'illiquidité nettement supérieure à 50 points de base

(pb) pour le crédit investment grade et bien supérieure à 100 pb pour le crédit de qualité inférieure¹. La classe d'actifs peut également constituer une source de diversification efficace dans un portefeuille qui inclut des actifs obligataires traditionnels à long terme tels que des obligations souveraines et d'entreprises publiques de qualité « investment grade », ainsi que des prêts directs. Les projets d'infrastructure englobent la dette publique et privée, notée ou non, ainsi que des zones géographiques et un large éventail de secteurs, qui présentent tous des profils de rendement uniques.

Enfin, compte tenu de la nature à long terme de nombreux investissements privés dans les infrastructures (généralement de 5 à 30 ans) et des flux de trésorerie hautement prévisibles générés par les actifs financés, les compagnies d'assurance trouvent la dette liée aux infrastructures particulièrement attrayante, notamment aux fins de l'appariement à long terme des actifs et des passifs, et en tant que complément ou substitut aux allocations immobilières.

De nouveaux vecteurs d'opportunités

Les opportunités d'investissement dans la dette d'infrastructure devraient persister à l'avenir, au vu de la nécessité mondiale de remplacer les infrastructures vieillissantes et d'en ajouter de nouvelles pour répondre aux besoins en constante évolution. Quatre tendances majeures et interdépendantes alimentent cette demande forte et continue :

1. La transition vers des sources d'énergie renouvelables plus propres, notamment le solaire, l'éolien, la biomasse, l'hydrogène et l'hydroélectricité
2. Une électrification accrue, les efforts de décarbonisation coïncidant avec le passage à une économie tout électrique et créant une demande de bornes de recharge, d'installations de stockage et de modernisation des réseaux de distribution
3. Les politiques gouvernementales aux États-Unis et dans l'UE, qui soutiennent les dépenses d'infrastructure
4. L'accélération de la numérisation, qui stimule la demande de centres de données, de tours cellulaires, de câblage par fibre optique et d'autres composantes de l'infrastructure numérique.

Dans la mesure où les entités gouvernementales ne peuvent à elles seules répondre à ce niveau de demande, les investissements privés, souvent associés aux dépenses publiques, seront de plus en plus nécessaires. Un nombre croissant de contrats d'infrastructure sont d'ores et déjà initiés directement et négociés de manière privée. Les gestionnaires qui disposent de plateformes d'origination solides et qui entretiennent des relations à long terme avec de grands promoteurs de fonds propres très respectés semblent particulièrement bien placés pour trouver les transactions les plus intéressantes et identifier les meilleures opportunités pour les investisseurs.

Le présent article est réservé aux professionnels de l'investissement et ne peut être utilisé qu'à des fins d'information. Il ne constitue en aucun cas une offre de titres, de produits, de services ou de fonds, y compris de produits d'investissement ou de fonds parrainés par Barings, LLC (Barings) ou par l'une de ses sociétés affiliées. Les informations diffusées ici par l'auteur représentent son avis personnel à la date indiquée et peuvent ne pas refléter les informations réelles d'un fonds ou d'un produit d'investissement géré par la Barings ou l'une de ses sociétés affiliées. Ni Barings ni aucune de ses sociétés affiliées ne garantissent l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et n'acceptent aucune responsabilité pour toute perte, directe ou indirecte, résultant de leur utilisation. LES PERFORMANCES PASSÉES NE SONT PAS NÉCESSAIREMENT PRÉSENTATIVES DES RÉSULTATS FUTURS. Un investissement comporte toujours un risque de perte. 24/3883717

I - Source : Barings. À septembre 2024.



Actions Suisse : la force du Swiss Made



Bruce Crochat
Chef PM institutionnel

BCGE

Malgré la qualité des sociétés qui composent l'indice suisse SPI, le marché suisse actions a sous-performé ses contreparties européennes et américaines sur 1 an, 3 ans et 5 ans¹. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce constat :

Premièrement, l'allocation sectorielle et le biais défensif du marché suisse sont largement responsables de cette sous-performance. En effet, le SPI est composé à hauteur de 53% de secteur défensifs contre 29% en Europe et 35% aux Etats-Unis. Ainsi, lors de phases de hausse comme ce fut le cas sur les périodes considérées dans cette analyse, la pondération de ces secteurs a fortement pesé sur la performance relative. Plus spécifiquement, c'est le secteur de la santé qui a été le facteur préjorant premier de la performance relative, en tant que secteur principal,

il représente 32 % du marché contre seulement 7% en Europe et 12% aux Etats-Unis.

Autre différence d'importance qui explicite également la sous-performance est la large sous-pondération du secteur des technologies de l'information qui ne représente que 2% du marché Suisse contre 15% en Europe et 32% aux Etats-Unis.

Un autre angle d'explication de la sous-performance en monnaies locales se révèle en décomposant la performance en 3 sources : le réinvestissement des dividendes, l'évolution du multiple de valorisation et l'accroissement des bénéfices.

Si le réinvestissement du dividende des sociétés suisses a le plus contribué et représente la moitié de la performance sur 5 ans, le multiple

de valorisation ne s'est lui accru que de 5%, soit plus qu'en Europe mais largement inférieur à la croissance observée aux Etats-Unis qui culmine à 27%. En outre, l'élément qui s'avère le plus différenciant est la croissance des bénéfices, seulement 13% en Suisse, contre 36% en Europe et un impressionnant 65% aux Etats-Unis (largement porté par le secteur des technologies de l'information).

Si la croissance des bénéfices en Suisse paraît décevante au niveau de l'indice, elle ne reflète pas pour autant complètement la performance des entreprises qui le compose, et ce pour deux raisons :

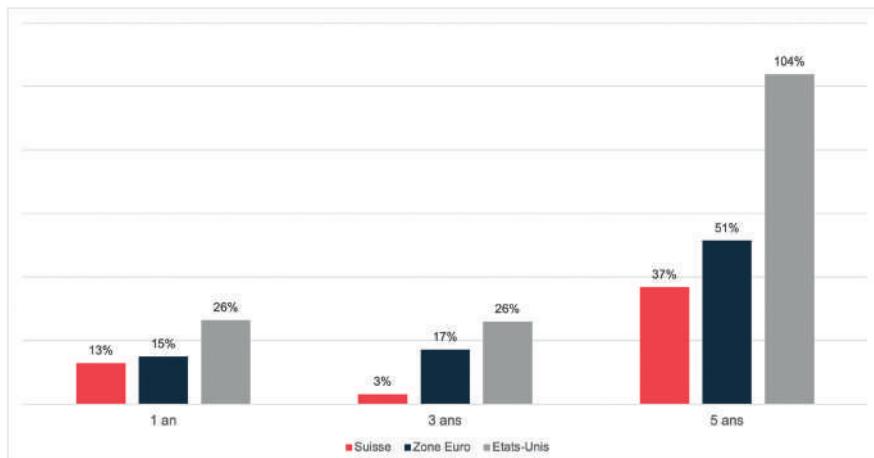
- Premièrement, elle a été négativement impactée par le renchérissement de plus de 23% du CHF sur cette période² et qui vient donc pénaliser l'activité internationale exportatrice rapportée en franc. En effet, les entreprises composant l'indice SPI réalisent plus de 92% de leurs ventes à l'étranger³.
- Deuxièmement, le biais sectoriel a également joué un rôle non négligeable, avec une faible croissance des bénéfices dans le secteur de la santé, tant en absolu qu'en relativité par rapport aux autres régions.

Tous ces facteurs peuvent interroger quant à la capacité des entreprises suisses à rebondir et retrouver le chemin d'une croissance pérenne.

Cependant le futur est loin d'être sombre. Nous sommes en effet très positifs sur les actions suisses ce qui se traduit par une large surpondération dans notre allocation globale (16% contre 2% dans notre benchmark).

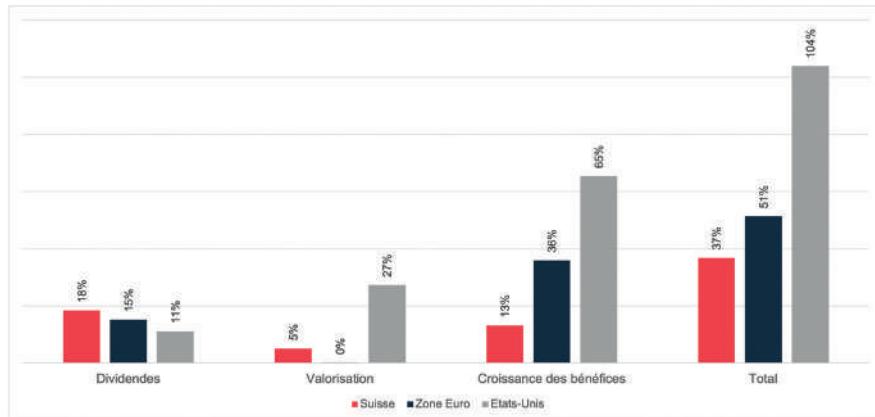
Notre positionnement s'explique tout d'abord par les qualités intrinsèques des entreprises helvétiques. En effet, ces dernières ont très souvent une position de leader dans leur marché respectif (acteurs de niche), ce qui se traduit par un niveau de marge brute très élevé (48.7%, soit 12.4 points de pourcentage supérieurs à l'Europe et à un niveau similaire à celui des Etats-Unis). Ceci permet aux entreprises d'investir bien plus en recherche et développement (7.7% des ventes en Suisse contre 4.4% en Europe et 9.1% aux Etats-Unis) ce qui est une source structurelle de gains de parts de marché et donc de croissance par rapport aux concurrents européens. Cet investissement en R&D est au cœur de l'ADN des entreprises suisses et s'explique également

Performance Total Return en monnaies locales



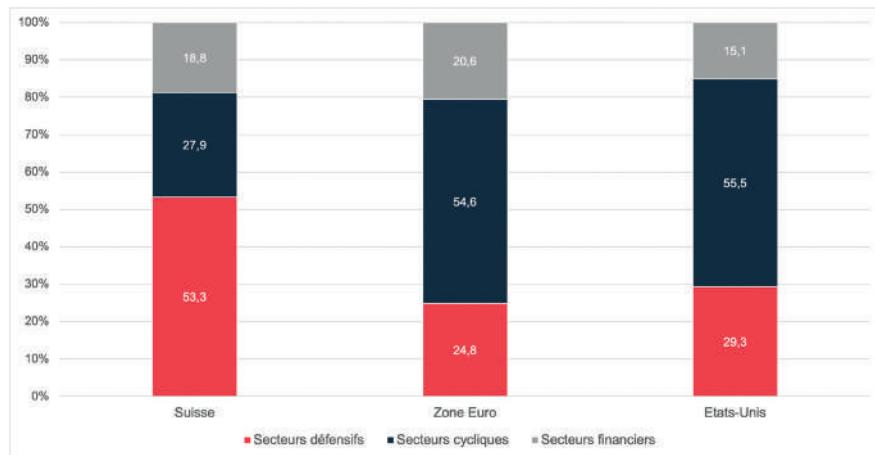
Bloomberg, BCGE Asset Management, données au 30.08.2024

Comparaison sectorielle



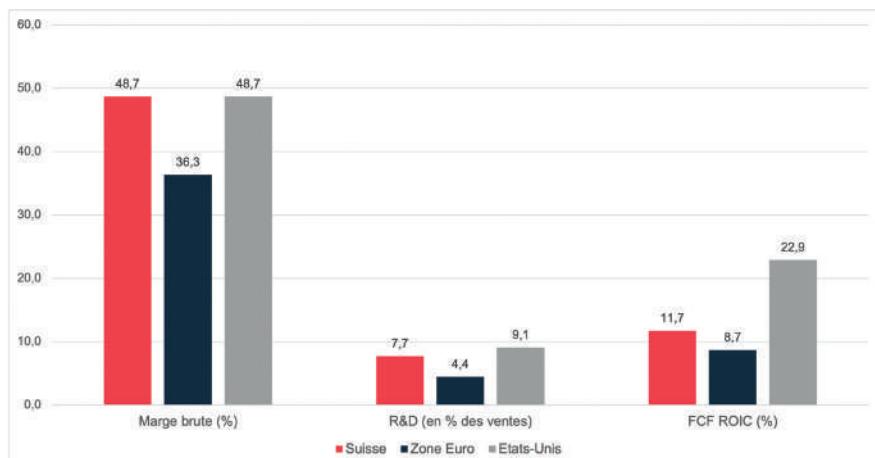
BCGE Asset Management, données au 30.08.2024

Décomposition de la performance sur 5 ans



Bloomberg, BCGE Asset Management, données au 30.08.2024

Comparaison d'indicateurs financiers



Bloomberg, BCGE Asset Management, données au 30.08.2024

par l'appréciation du franc, créant un désavantage de coûts quasi structurel et les poussant à se différencier par la qualité et l'innovation. Enfin, les sociétés suisses ont un rendement sur capitaux investis (mesuré par le rapport entre free cash flows et capitaux investis) de 11.7% soit 300 points de bases au-dessus de celui des entreprises européennes mais loin derrière celui des Etats-Unis, affichant un ratio biaisé par les grandes sociétés technologiques qui ont très peu de capitaux investis. Si l'on retranchait les Magnificent7 (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia et Tesla) du calcul, ce ratio passerait de 22.9% à 12.5%.

Il nous paraît également important de rappeler l'excellent rapport rendement/risque du marché helvétique, qui affiche une volatilité annualisée sur 5 ans de 12.9%, soit 29% inférieure au marché européen et 30% inférieure au marché américain. Ainsi, sur 5 ans et pour un investisseur dont la monnaie de base est le CHF, le ratio de Sharpe (performance ajustée du risque) du marché suisse a été de 0.48, légèrement plus faible que le marché américain (0.53) mais loin devant le marché européen (0.26).

De plus, les biais sectoriels impliquent que le beta du marché suisse est de seulement 0.75 par rapport à un indice global, alors que l'Europe a un beta de 1.05 et les Etats-Unis de 1.10. Ainsi, il ne captéra pas la totalité de la hausse des marchés action, mais limitera largement ses baisses. Enfin, une dernière mesure de l'aspect défensif du marché suisse est le calcul de sa perte maximale qui sur 5 ans a été de -26.3% contre -38.1% pour l'Europe et -34.1% pour les Etats-Unis. La récupération de cette perte maximale a également été plus courte en Suisse, 303 jours contre 356 jours en Europe, mais seulement 135 jours aux Etats-Unis.

Outre ces aspects structurels qui illustrent la force du Swiss Made, la dynamique à court terme est également en faveur des actions suisses, avec notamment une stabilisation du franc (-0.2% depuis le début de l'année à fin août) mais avant tout grâce à une dynamique des profits qui devrait s'accélérer durant le deuxième semestre 2024 ainsi qu'en 2025 et qui devrait être sensiblement supérieure à l'Europe et similaire aux Etats-Unis. Le momentum positif des profits, couplé à une valorisation relative raisonnable (P/E 16% inférieur au marché américain contre une 

moyenne de -5%), nous rendent aujourd'hui optimistes quant aux perspectives de performance du marché des actions suisses.

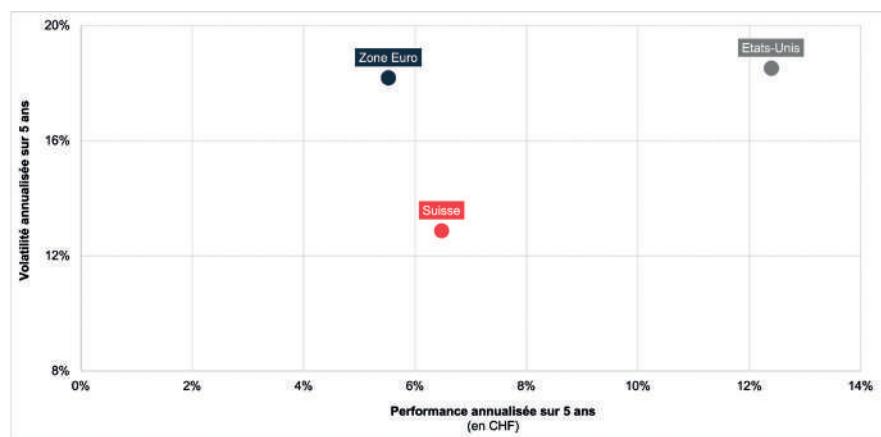
La qualité des entreprises helvétiques est souvent reconnue mais semble aujourd'hui souffrir d'un désintérêt de certains investisseurs, notamment internationaux. Or, il nous semble essentiel de souligner la thèse d'investissement qui selon nous est toujours aussi valide. Investir dans le marché suisse signifie investir dans des sociétés jouissant de positions dominantes et souvent de leader, investissant largement dans l'innovation qui est source de gain de part de marché et de pouvoir de hausses des prix élevé. Cette innovation est également la source d'une amélioration continue du mix de produits ou services vendus, permettant de soutenir la profitabilité et de l'améliorer. Le faible endettement ainsi que la forte génération de free cash-flows sont également en faveur des sociétés suisses ce qui leur permet de réinvestir dans leur activité et d'ainsi créer un cercle vertueux de croissance. Enfin, la sélectivité est évidemment clé même dans ce type marché de qualité, puisque les gagnants de demain ne sauraient-être choisis sur l'unique critère de la capitalisation boursière, mais plutôt sur une étude fondamentale et une profonde connaissance des entreprises et de leurs perspectives.

1 - Données au 30 août

2 - Source : Citi, basé sur le taux de change nominal effectif du CHF

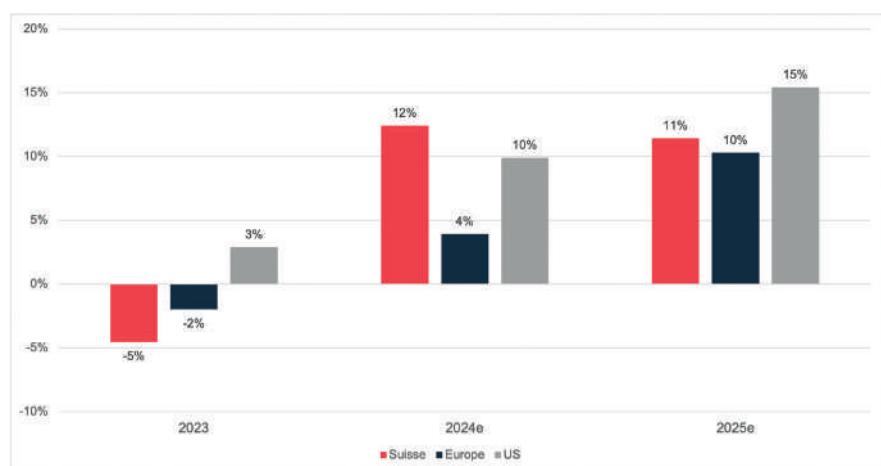
3 - Sources : BCGE Asset Management, rapports annuels, moyenne pondérée de l'indice SPI

Relation risque / rendement sur 5 ans, en CHF



Bloomberg, BCGE Asset Management, données au 30.08.2024

Croissance des bénéfices attendue



I/B/E/S, BCGE Asset Management

La dette privée senior européenne, un couple rendement/risque attractif pour les caisses de pension suisses ?



Charles-Henri Clappier
Partner Head of KSO France
& Business Development

KARTESIA

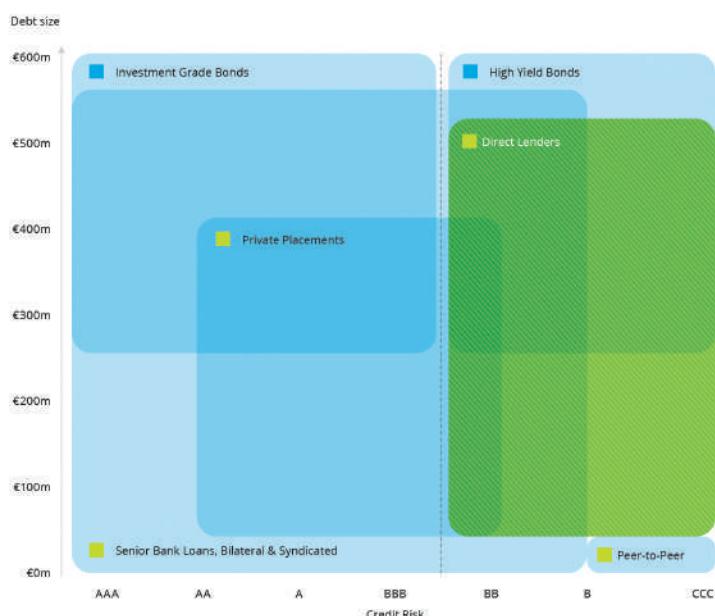
Gauthier de La Rochefoucauld
Senior Client Relationship Manager;
Head of Romandie



CANDRIAM

La dette privée européenne, autrefois dominée par les banques, a connu une transformation profonde, particulièrement après la crise financière mondiale. Cette classe d'actifs, qui était auparavant largement réservée aux grandes entreprises, s'est ouverte de manière significative au marché des entreprises de taille moyenne. La crise ainsi que le nouveau cadre réglementaire (e.g. Bâle III) a poussé les banques à revoir leur stratégie, limitant leur capacité à détenir des prêts à effet de levier dans leurs bilans en raison des nouvelles contraintes réglementaires. Ce repli des banques a laissé un vide que les prêteurs directs ont rapidement comblé, modifiant ainsi le paysage du financement des entreprises en Europe.

(e.g. Bâle III) a poussé les banques à revoir leur stratégie, limitant leur capacité à détenir des prêts à effet de levier dans leurs bilans en raison des nouvelles contraintes réglementaires. Ce repli des banques a laissé un vide que les prêteurs directs ont rapidement comblé, modifiant ainsi le paysage du financement des entreprises en Europe.



Source : "Direct lenders poised, for action in uncertain market". Deloitte Alternative Lender Deal Tracker, spring 2021

I. L'évolution du rôle des prêteurs directs en Europe

Le marché du «Lower Mid Market» où se situent les entreprises de taille moyenne, a historiquement été dominé par les banques. Toutefois, avec les restrictions post-crise, les banques ont réduit leur exposition aux prêts à effet de levier, ce qui a permis aux prêteurs directs d'émerger comme une alternative viable. Ces prêteurs offrent des solutions flexibles et sur mesure, adaptées aux besoins spécifiques des entreprises, et bien souvent à des conditions plus souples que les institutions bancaires. Ils ont également une capacité à financer la croissance des entreprises sur le moyen/long terme avec un niveau élevé de certitude d'exécution. Leur part de marché s'est vu donc croître de manière significative, atteignant plus de 50 % du financement dans ce segment au cours des dernières années.

Les prêteurs directs se sont particulièrement positionnés en tant que partenaires essentiels pour les entreprises soutenues par des sponsors de capital-investissement. Ces derniers, bien que disposant de ressources importantes, cherchent souvent à maximiser l'effet de levier pour améliorer leurs rendements, ce qui peut parfois se faire au détriment des protections offertes aux prêteurs. En réponse à cela, les prêteurs directs ont dû développer des approches sophistiquées pour équilibrer les besoins de financement des entreprises tout en maintenant des niveaux de protection adéquats pour leurs investissements.

Certains prêteurs directs tels que Kartesia sont également très actifs dans les transactions sans sponsor, en collaborant étroitement avec les dirigeants actionnaires. Ces opérations requièrent une expertise particulière des prêteurs qui se positionnent comme de véritables partenaires des entreprises et les accompagnent bien au-delà du simple financement. Ces transactions se font à des niveaux d'endettement plus bas, des termes et conditions plus conservateurs et des rendements plus élevés.

Ces prêteurs se distinguent également par leur capacité à fournir une certitude aux emprunteurs dès les premières étapes du processus de financement. Cette agilité et cette rapidité d'exécution sont des avantages

majeurs par rapport aux banques traditionnelles, qui peuvent être plus lentes et moins flexibles dans leur prise de décision.

2. L'univers de la dette privée

L'univers de la dette privée comprend différents segments d'instruments non cotés, tels que les prêts syndiqués et seniors souvent fournis par des banques, ainsi que les placements privés et les prêts directs, qui ne sont généralement pas intermédiaires par des banques. La dette privée couvre principalement l'espace sub-Investment Grade des transactions notées BB à CCC, avec des montants généralement compris entre environ 10 et 500 millions d'euros.

Bien que ces opérations soient par nature flexibles et personnalisables, ce qui est d'ailleurs considéré comme un avantage clé par de nombreuses sociétés emprunteuses, elles partagent un certain nombre de caractéristiques. Dans la plupart des cas, les intérêts sont variables et la maturité des prêts varie entre 5 et 7 ans. De plus, le levier est généralement jusqu'à 6 fois la dette nette/EBITDA (en fonction des mandats d'investissements des prêteurs) et le remboursement est le plus souvent in fine, assorti d'une protection du rendement via une période de non-remboursement anticipé (appelée «non-call period»). Les clauses restrictives et nantissements sont négociées au cas par cas, en fonction des exigences des prêteurs, des besoins spécifiques de l'emprunteur et des conditions du marché.

3. Potentiel de rendement

La dette privée présente généralement des rendements plus élevés que les obligations publiques pour un profil de risque similaire. Ce rendement supérieur s'explique par la prime d'illiquidité inhérente à cette classe d'actifs. Les entreprises de taille moyenne, qui ne peuvent pas toujours accéder aux marchés publics ou qui préfèrent éviter les conditions rigides imposées par les obligations cotées, se tournent vers les prêts directs. En contrepartie du financement flexible et sur mesure qu'elles reçoivent, ces entreprises acceptent de payer des taux d'intérêt plus élevés, ce qui augmente le potentiel de rendement pour les investisseurs dans cette classe

Risk Return profile



Source : Candriam, ICE BofA, Thomson Reuters, Credit Suisse, Palmer Square, Prequin, MSCI

d'actifs. Ces sociétés sélectionnées auront dû pour obtenir ce financement passer par de multiples processus de due diligence ainsi que convenir dans certains cas de conditions supplémentaires attachées au contrat d'emprunt.

Ce qui en fait par nature un investissement à faible volatilité.

4. Profil de risque

Le profil de risque de la dette privée diffère de celui des actifs de dette publique traditionnelle. En effet, le risque de ces actifs est principalement lié à la liquidité. Contrairement aux obligations publiques, qui peuvent être négociées facilement sur les marchés secondaires, les prêts directs sont des investissements à plus long terme avec une liquidité limitée. Cependant, cette illiquidité est compensée par des rendements plus élevés.

Les opérations de prêt direct peuvent également être utilisées pour diversifier le risque de taux d'intérêt. La plupart des prêts directs sont indexés sur les taux de référence, ce qui les rend moins sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt par rapport aux obligations à taux fixe. Cette caractéristique permet aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles tout en protégeant leur exposition aux variations des taux d'intérêt. De plus, la plupart des financements de dette privée sont structurés avec une protection de taux d'intérêt plancher.

5. Faible volatilité

Un autre avantage clé de la dette privée est sa faible volatilité. Contrairement aux actifs cotés en bourse, qui sont soumis aux fluctuations quotidiennes des marchés finan-

ciels, la dette privée est un investissement qui n'est pas affecté par les variations de prix du marché à court terme. Il n'y a pas de cours de marché pour les prêts directs, ce qui en fait par nature un investissement à faible volatilité.

La faible volatilité de cette classe d'actifs s'explique également par sa faible sensibilité aux hausses des taux d'intérêt et par le fait que la dette privée n'est pas évaluée selon la règle d'imposition mark-to-market. Cette absence de réévaluation constante des actifs à leur valeur de marché renforce la stabilité des rendements pour les investisseurs.

6. Diversification

La diversification est une préoccupation majeure pour les investisseurs, en particulier dans un contexte où la corrélation entre les différentes classes d'actifs traditionnelles a augmenté au cours de la dernière décennie, notamment en période de tension sur les marchés. La dette privée offre une opportunité unique à cet égard, car les prêts directs ont généralement de faibles corrélations avec la plupart des actifs cotés en bourse.

et ces portefeuilles contiennent plusieurs dizaines d'actifs.

Construire une exposition à la dette privée permet d'ajouter des sources de rendement liées à l'illiquidité et à la compétence des gestionnaires, en plus des sources de rendement plus traditionnelles basées sur la qualité du crédit, les taux d'intérêt, l'inflation et la performance des actions. Cela permet aux investisseurs de diversifier non seulement leurs actifs, mais aussi les sources de rendement, ce qui peut améliorer le profil risque-rendement global de leur portefeuille.

De plus, comme la plupart des opérations de dette privée sont des prêts à taux variable, elles peuvent également contribuer à atténuer le risque de taux d'intérêt lié aux instruments à taux fixe des sociétés cotées. Cela offre une protection supplémentaire contre les fluctuations des taux d'intérêt, ce qui est particulièrement important dans un environnement de marché où les taux sont susceptibles de varier substantiellement.

7. L'évolution géographique du marché de la dette privée en Europe

Le marché de la dette privée en Europe a évolué de manière significative au cours de la dernière décennie, avec une augmentation notable des prêts directs dans des pays comme la France et le Royaume-Uni. Selon les données du Deloitte Private Debt Deal Tracker, ces deux pays ont représenté environ 60% des opérations structurées au cours des dix dernières années. Cependant, d'autres régions, comme l'Allemagne, le Benelux et l'Italie, ont également vu une augmentation de l'activité, reflétant une diversification géographique des opportunités de prêt direct en Europe.

Cette diversification est en partie due au retrait des banques, qui autrefois dominaient le marché des prêts à effet de levier. Aujourd'hui, les banques se concentrent principalement sur l'origination et la distribution de prêts, laissant aux prêteurs directs la tâche de détenir et de gérer ces prêts. Ce changement a permis aux prêteurs directs d'augmenter leur part de marché, en particulier dans les régions où les banques étaient auparavant les principaux acteurs.

Les prêteurs directs ont également bénéficié de leur capacité à offrir des solutions flexibles, rapides et adaptées aux besoins spécifiques des emprunteurs. Dans les marchés les plus matures, comme le Royaume-Uni, une transaction peut être conclue en aussi peu que quatre à six semaines, ce qui est un atout considérable par rapport aux délais plus longs souvent associés aux banques. Cette rapidité d'exécution, combinée à la simplicité des produits proposés par les prêteurs directs, est un facteur clé de leur succès sur le marché européen.

8. Conclusion

Enfin, l'univers diversifié de la dette privée, avec ses différents segments et ses possibilités de personnalisation, offre aux investisseurs une gamme d'options pour adapter leur stratégie d'investissement à leurs objectifs spécifiques. Que ce soit pour diversifier un portefeuille, protéger contre la volatilité ou maximiser les rendements, la dette privée reste un outil puissant pour atteindre ces objectifs dans l'environnement d'investissement actuel. ■



Exposition stratégique aux marchés émergents



Sabahudin Softic
Fondé de pouvoir
Conseiller Institutionnel

CONINCO Explorers in finance SA



Source : Pexels.com

Le poids des économies dites émergentes dans le PIB mondial représente un peu moins de 50% (données nominales 2022, source : banque mondiale). Or, leur pondération dans les marchés actions est encore loin d'avoir atteint ce niveau. Si l'on se réfère à l'indice MSCI World (données à fin août 2024, source ishares.com), utilisé par la plupart des caisses de pension, la pondération sur les économies émergentes est de 0%. Même en utilisant l'indice MSCI World All Countries, censé être plus représentatif des actions mondiales dans leur ensemble, le poids des marchés émergents dans leur ensemble atteint environ seulement 7%.

La Chine prise isolément ne représente qu'environ 2% de cet indice « All countries » alors que c'est la deuxième économie mondiale, derrière les États-Unis. Ces derniers représentant 64% du même indice alors que l'économie américaine ne compose qu'environ

ron 25% du PIB mondial (données nominales 2022, source : banque mondiale). Autre fait intéressant, même au sein de l'indice émergent la Chine est sous-représentée par rapport au poids de son économie.

Les investisseurs qui s'exposent de manière indicielle aux actions internationales ne sont donc généralement pas, ou peu, investis sur les actions des marchés émergents. Ceux ayant une diversification sur des gérants actifs ne sont pas non plus sûrs d'y être exposés, selon la stratégie appliquée par le ou les gérants actifs sélectionnés.

Résultats historiques

Historiquement, les marchés émergents ont présenté une volatilité plus importante par rapport aux marchés développés. De plus, les résultats n'ont pas toujours été au rendez-vous puisque ces dernières années les

marchés actions émergents ont eu tendance à stagner, tandis que les marchés développés sont montés de manière assez régulière.

Cela dit, après de nombreuses années difficiles, le point d'entrée dans une optique de long terme ne semble pas mauvais. Les reproches qu'on peut faire historiquement aux marchés émergents en général sont moins pertinents actuellement puisque les marchés développés souffrent eux-mêmes de ces mêmes soucis. Parmi ces derniers, on peut citer les risques d'inflation élevée, les déficits budgétaires ou l'instabilité politique. Tous ces risques ont eu tendance à baisser au sein des marchés émergents et à monter au sein des marchés développés.

Dans une optique de long terme, il ferait sens d'amener un peu plus d'équilibre au sein de l'allocation en actions internationales en augmentant la pondération des marchés émergents. Ce afin de mieux tenir compte de leur poids économique grandissant.

On peut constater qu'en introduisant 25% de marchés émergents (indice MSCI Emerging Market), on maintient une volatilité historique similaire par rapport à l'indice MSCI World net (15,02% vs 14,89%), au détriment cependant d'une performance annualisée légèrement inférieure (6,4% vs 6,6%). On peut aussi constater que sur ces dernières années, la performance relative des marchés émergents a été clairement sur une tendance négative. D'un point de vue purement quantitatif une telle proposition peut sembler contre-intuitive.

Potentiels futurs

En revanche, d'un point de vue prospectif, les potentiels des principales économies émergentes sont intéressants. Leurs marchés actions devraient probablement être plus en conformité avec leurs poids économiques réels dans les années qui viennent.

Pendant longtemps, une exposition aux marchés émergents n'était pas nécessaire au travers de sociétés locales, puisque le simple fait d'investir dans des multinationales des marchés développés permettait de s'exposer à la croissance de l'ensemble des régions, pays émergents compris. Or, les grandes multinationales occidentales font de plus en plus face

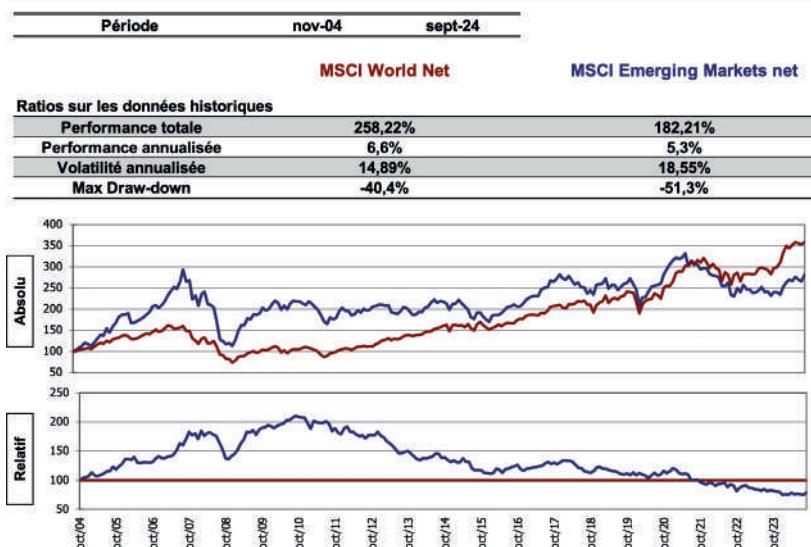
Geographic breakdown (%) - as of August 2024

MSCI World	MSCI World All Countries	MSCI Core Emerging Markets			
United States	71,41%	United States	64,02%	India	21,63%
Japan	5,77%	Japan	5,23%	China	21,50%
United Kingdom	3,78%	United Kingdom	3,47%	Taiwan	18,90%
Canada	3,05%	Ireland	2,75%	South Korea	11,46%
France	2,86%	Canada	2,73%	Brazil	4,36%
Switzerland	2,55%	France	2,50%	Saudi Arabia	3,56%
Germany	2,21%	Germany	2,43%	South Africa	3,17%
Australia	1,89%	Switzerland	2,29%	Mexico	1,87%
Netherlands	1,25%	China	2,06%	Indonesia	1,75%
Denmark	0,95%	Taiwan	1,84%	Malaysia	1,73%
Others	4,28%	Others	10,68%	Others	10,07%
Total	100,00%				100,00%

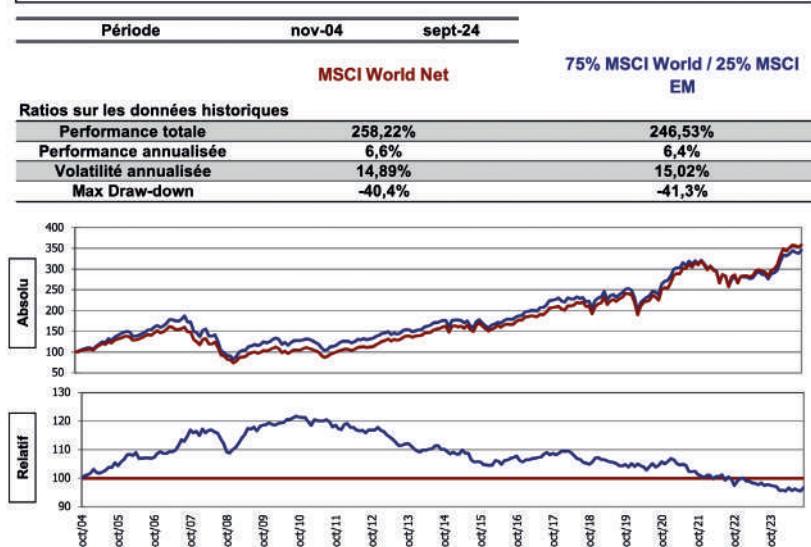
Source : ishares.com

à des concurrents locaux sur ces marchés. Afin d'avoir une exposition aux potentiels des économies émergentes, il est devenu indispensable d'investir directement dans les acteurs locaux de ces régions.

Le moyen le plus simple est sans doute de l'intégrer dans l'allocation stratégique en définissant une règle à suivre. Par exemple en leur allouant une part fixe de l'allocation des actions internationales sur le long terme, sans nécessairement chercher à faire fluctuer cette pondération de manière tactique. ■

Analyse comparée**MSCI Emerging Markets net**

Source : CONINCO/Refintiv

Analyse comparée**75% MSCI World / 25% MSCI EM**

Source : CONINCO/Refintiv

Faut-il couvrir ses actifs avec la fin des taux bas, l'interventionnisme des banques centrales et le retour des fluctuations monétaires et de la volatilité ?



Benjamin Dubois
Head of Overlay

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

La dernière décennie avait eu raison de la volatilité sur les devises avec des niveaux historiquement bas à fin 2019. Cette apathie du marché des changes a poussé de nombreux investisseurs suisses à laisser leurs expositions devises sans protection. Avec la fin de l'interventionnisme des banques centrales, la fin des taux bas et le retour de la volatilité sur les devises, faut-il pour autant couvrir son exposition devises alors que les coûts de couverture ont augmenté et que le Franc suisse se situe à des niveaux élevés ? Quelle politique de couverture adopter dans ce nouvel environnement et existe-t-il des solutions pour optimiser sa stratégie de couverture ?

Couvrir le risque devises : l'éternel débat

La stratégie à adopter pour couvrir le risque de change a toujours été l'objet de nombreux débats et études.

D'une part, les partisans d'une politique de non couverture mettent en avant le jeu à somme nulle du marché des changes ou la couverture naturelle entre devises et classes d'actifs selon l'adage qu'une devise faible entraîne les actions à la hausse.

De l'autre, les défenseurs d'une stratégie systématique dite passive qui annule totale-

ment l'impact des variations des devises sur le portefeuille et permet aux gérants de se préoccuper uniquement de la performance des actifs sous-jacents.

Le sujet est particulièrement sensible pour les investisseurs suisses, historiquement fortement exposés aux actifs étrangers, et revient sur le devant de la scène ces der-

niers mois avec le retour de la volatilité sur le marché des changes et la forte appréciation du Franc suisse.

Afin de couper court aux idées reçues : les devises ont un impact significatif sur un portefeuille d'investissements.

1. Si la caractéristique de jeu à somme nulle des devises sur le long terme peut être débattue, l'impact des variations peut être importante, surtout dans un contexte où les performances des caisses de pension ou sociétés sont scrutées et analysées sur des périodes courtes (année calendaire, fin d'année ou encore trimestre)
2. La corrélation entre les devises et les autres classes d'actifs est faible voire nulle (cf. graphique ci-dessous). Il n'existe donc pas de couverture naturelle.

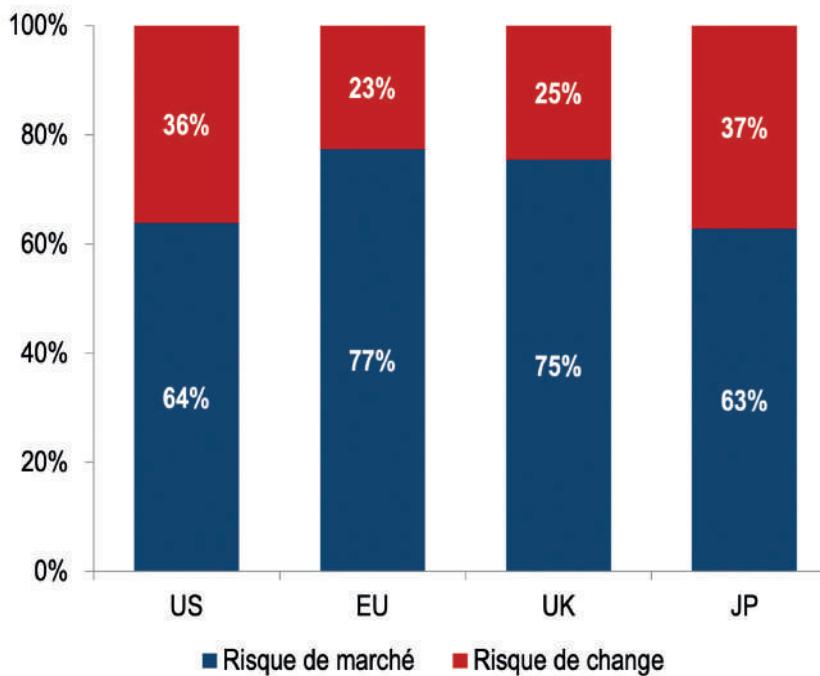
Voici un exemple récent qui illustre ces deux principes : en 2022, alors que l'indice Eurostoxx chutait de 11,7% sur l'année, l'Euro se dépréciait de près de 5%, augmentant de 34% la perte d'un investisseur suisse exposé aux actions européennes.

Plus globalement, dans un portefeuille investi 50/50 en actions et obligations étrangères, le risque de change représente 25% et 35% du risque global selon les régions (cf. étude ci-dessous) et ne peut être ignoré.

Bonds	US Bonds	EU Bonds	UK Bonds	JP Bonds	USDCHF	EURCHF	GBPCHF	JPYCHF
US Bonds	1							
EU Bonds	0,67	1						
UK Bonds	0,65	0,83	1					
JP Bonds	0,36	0,41	0,36	1				
USDCHF	-0,22	-0,04	-0,07	-0,14	1			
EURCHF	-0,13	-0,07	-0,14	-0,06	0,39	1		
GBPCHF	-0,22	-0,05	-0,15	-0,10	0,54	0,56	1	
JPYCHF	0,08	0,18	0,18	0,04	0,49	0,16	0,26	1

Equities	S&P 500	Euro Stoxx 50	Footsie	Nikkei 225	USDCHF	EURCHF	GBPCHF	JPYCHF
S&P 500	1							
Euro Stoxx 50	0,77	1						
Footsie	0,77	0,78	1					
Nikkei 225	0,55	0,55	0,47	1				
USDCHF	-0,02	0,15	0,09	0,03	1			
EURCHF	0,21	0,22	0,17	0,17	0,39	1		
GBPCHF	0,16	0,23	0,04	0,22	0,54	0,56	1	
JPYCHF	-0,06	-0,01	0,02	-0,15	0,49	0,16	0,26	1

Les performances et la volatilité passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances et de la volatilité futures et peuvent varier dans le temps. Source : Bloomberg, données au 30.09.2024 N.B. : La date de départ du 01.01.1987 a été choisie afin que plusieurs cycles de marché soient impliqués dans l'analyse statistique des pages suivantes. Les conclusions ne varieraient pas de manière significative avec des périodes d'observation différentes.



Les performances et les volatilités passées ne présagent pas des performances et des volatilités futures qui ne sont pas constantes dans le temps. Actions : S&P500, Euro Stoxx 50, FTSE100 et Nikkei225 / Obligations : Index

Citi Bond US, UK et JP. Source Bloomberg – données : de janvier 1987 à septembre 2024. Le risque est exprimé en variance totale d'un portefeuille 50% actions & 50% obligations pour chaque région en utilisant le S&P500, FTSE 100, Nikkei 225 comme proxy

La fin du Franc suisse fort ?

Le niveau élevé du Franc suisse pourrait cependant pousser les investisseurs suisses à délaisser les couvertures dans l'éventualité d'une dépréciation dans les mois à venir.

Si les nombreux conflits géopolitiques (guerre en Ukraine, conflit au Moyen-Orient) ont eu un impact limité ces derniers mois sur les marchés, toute dégradation entraînerait une appréciation du Franc suisse, lequel conserve son statut de devise refuge.

Plus encore, la problématique de la dette aux USA et en Europe pourrait devenir un sujet majeur sur le marché des devises et entraîner une démonétisation généralisée. La flambee du prix de l'or ces derniers mois en est peut-être le premier effet. Dans ce contexte, la Suisse avec une dette bien plus faible que les autres pays du G10, verrait certainement sa devise se renforcer.

Une stratégie de non couverture apparaît donc comme un potentiel pari particulièrement risqué dans l'environnement actuel.

Couvrir oui mais comment ?

La stratégie la plus commune pour couvrir le risque de change est la couverture dite passive, consistant en une vente systématique de contrats Forward/Futures (contrats à terme) sur les montants d'exposition devises.

Si cette stratégie permet d'annuler totalement le risque devises sur un portefeuille d'investissements, elle présente deux inconvénients majeurs : un coût élevé pour les investisseurs suisses et une immobilisation importante de liquidités pour faire face aux appels de marge.

Le coût de couverture d'une stratégie passive correspond aux différentiels de taux entre deux devises. Pour les investisseurs suisses, avec les taux de la BNS historiquement bas, ce coût a toujours été significatif et encore plus ces derniers mois avec la remontée des taux par les principales banques centrales.

Actuellement, couvrir passivement une exposition Euro a un coût annuel de 2,11 %

pour un investisseur Franc suisse. Pour la couverture d'une exposition US Dollar, ce coût s'élève à 3,6% par an.

Sur le long terme, ce coût récurrent impacte significativement la performance des portefeuilles et peut légitimement remettre en cause la pertinence de cette stratégie sur certaines devises.

Ainsi, depuis 2018, une couverture systématique passive à 100% USD/CHF aurait coûté 18,4%, soit plus que la baisse du Dollar sur la même période (-13,9%).

Cependant des solutions existent pour optimiser les couvertures de change.

La première consiste à optimiser le choix des maturités des contrats Forward de couverture. Combinée à une politique stricte de « meilleure exécution » (« Best execution » - mise en compétition systématique de plusieurs banques/fournisseurs de liquidité lors de l'exécution des opérations de couverture), cette optimisation permet une réduction des coûts de couverture d'une dizaine de points de base par an.

Une stratégie alternative, appelée couverture active ou dynamique, consiste à ajuster le niveau de couverture au cours du temps en fonction des mouvements des devises. L'objectif est d'élever le niveau de couverture lors des périodes de baisse des devises étrangères en augmentant le montant des ventes de contrats Forward.

A l'inverse, le ratio de couverture est diminué durant les périodes d'appréciation des devises étrangères en diminuant le montant des contrats Forward.

Cette stratégie ajoute un risque supplémentaire pour l'investisseur mais elle peut induire sur le long terme une diminution significative des coûts de couverture et une optimisation de la gestion du collatéral.

Une dernière option est l'utilisation de stratégies optionnelles. Si l'achat simple d'options vanilles de protection s'avère beaucoup trop coûteux, des stratégies combinant achat de protections et vente d'options pour le financement peuvent constituer des solutions

efficaces. Tout comme une solution passive, elles offrent une prédictibilité sur les coûts et niveaux de couverture. Elles peuvent cependant s'avérer plus complexes et plus coûteuses à implémenter.

Quelle que soit la stratégie de couverture adoptée, elle devra inclure :

- La définition d'un niveau de couverture de référence (« Benchmark ») : élément clé, il correspond au niveau neutre de couverture autour duquel la stratégie dévierait et il définit le profil de risque du programme.
- Un suivi régulier de l'exposition de change sous-jacent. Toute différence entre le montant couvert et l'exposition réelle en devises peut entraîner des impacts importants sur la performance. Un contrôle régulier de l'allocation en devises du portefeuille d'investissement s'impose afin de pouvoir ajuster les couvertures en cas de variation significative de cette allocation. Une attention particulière doit être portée en cas d'investissements dans des instruments tels que des fonds ou des certificats. La devise de référence du véhicule ne permet pas de déterminer son allocation monétaire et seule une analyse détaillée (sous-jacents, politique de couvertures du gérant, etc.) permet d'extraire l'exposition réelle de l'investissement.
- Une gestion flexible du collatéral : l'implémentation d'opérations de couverture de change nécessite le dépôt de collatéral auprès de l'entité exécutante afin de couvrir le risque de contrepartie. Le dépôt de collatéral peut être effectué sous différentes formes : transfert d'appel de marge (processus standard), dépôt, garantie bancaire, etc. Il est défini en fonction de diffé-

rents facteurs : analyse du risque crédit de la contrepartie, contraintes réglementaires, etc. Il est indispensable d'implémenter une solution optimisant les montants de liquidités ou d'actifs mobilisés, les coûts et la charge opérationnelle.

- Un reporting régulier et transparent : une analyse des coûts de la stratégie permet d'ajuster la politique de couverture au fil du temps.

Le « sur-mesure » est la clé

La politique de couverture doit être adaptée à chaque investisseur et définie en fonction des critères suivants :

- L'aversion au risque
- Le coût
- Les liquidités disponibles.

Chaque critère influence l'autre : tout comme une assurance, plus la couverture du risque est importante, plus le coût est élevé.

De même, plus la couverture est importante, plus les liquidités immobilisées pour la mise en œuvre sont élevées

L'autre point clé pour la définition de la stratégie de couverture est l'analyse des sous-jacents exposés au risque devises. En fonction de la nature des actifs, les solutions de couverture peuvent être différentes.

Une stratégie avec un niveau de couverture de référence élevé pourrait par exemple être recommandée pour un portefeuille obligataire qui, par essence, a une faible volatilité et des perspectives de rendement plus limitées.

A l'inverse, un niveau de couverture de référence bas peut être implanté pour un portefeuille actions, en raison de sa volatilité plus élevée.

Pour les actifs illiquides (Private equity, immobilier, etc.), les forts potentiels de rendement rendent difficile l'immobilisation de liquidités pour la couverture de change car elle entraîne un manque à gagner trop important. Des solutions optimisant le collatéral doivent donc être privilégiées.

De plus, l'incertitude sur la valorisation des actifs plaident pour des stratégies plus flexibles qu'une stratégie passive.

Le « sur-mesure » proposé par tant d'acteurs dans la gestion n'est pas un vain mot dans le domaine de la couverture de change. Il doit être un standard.

Disclaimer

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

Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild. Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild.

Stratégies d'atténuation des risques : diversification et protection pour les portefeuilles institutionnels



Alexandre Ryo
Responsable du pôle Alternative & Overlay Solutions

Ellipsis AM

Les objectifs de rendement élevés auxquels la plupart des investisseurs institutionnels sont confrontés signifient qu'ils ne peuvent pas réduire drastiquement leurs expositions aux actifs de croissance, en particulier les actions. De plus, étant donné que les avantages de diversification des classes d'actifs traditionnelles ont diminué, et parfois même disparu, les portefeuilles institutionnels se retrouvent vulnérables face à des baisses importantes sur les marchés ou à une hausse de la volatilité.

Avec cette problématique en tête, des stratégies d'atténuation des risques visent à offrir des caractéristiques défensives, telles qu'une protection contre les baisses en période de crises. Étant donné que chaque portefeuille

institutionnel est différent, que les objectifs de rendement et les contraintes de risque varient d'un investisseur à l'autre, et qu'aucun actif unique ne peut satisfaire toutes les contraintes, seule une combinaison de stratégies peut généralement répondre aux divers objectifs.

Les limites de l'allocation d'actifs traditionnels

Les investisseurs institutionnels ont depuis longtemps simplifié l'allocation d'actifs en deux familles principales :

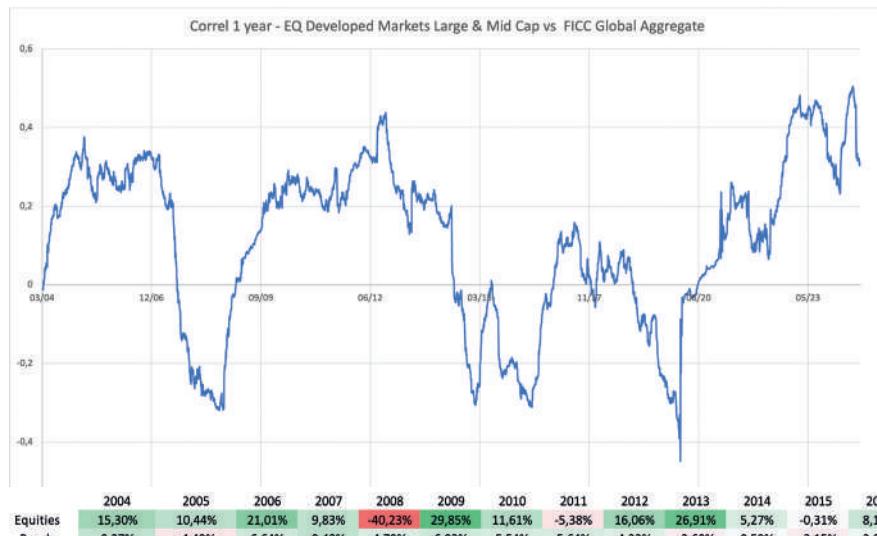
- D'un côté, les actifs de croissance, considérés à taux variables.
- De l'autre côté, les actifs de rendement, considérés à taux fixes.

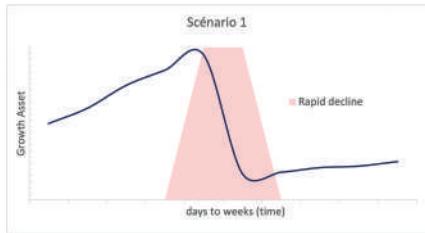
Chaque famille peut se diviser en deux catégories, les investissements principaux et les investissements secondaires/satellites. Concernant les actifs de croissance, l'investissement principal reste coté actions, avec une recherche de diversification géographique, sectorielle et factorielle (qualité / value). En investissements secondaires, permettant également une certaine diversification soit en termes d'horizon de temps ou termes de profil de risque, nous retrouvons notamment le Private Equity, les Infrastructures ainsi que les Hedge Fund qui affichent une part importante aujourd'hui au sein des portefeuilles institutionnels. Concernant les actifs de rendement, le schéma est similaire : les actifs coeurs sont représentés par les liquidités, les obligations d'états et les obligations d'entreprises de qualité. Les investissements secondaires ont également pris une part importante avec notamment l'immobilier, les obligations à haut rendement, les obligations convertibles, les hypothèques, les prêts ainsi que la dette privée.

L'allocation entre ces deux classes d'actifs varie suivant le risque souhaité par l'investisseur, de défensif avec une allocation 25 % actifs de croissance / 75 % actifs de rendement, à une allocation dynamique avec plus de 50 % d'actifs de croissance. Cependant, cette dernière décennie, la baisse des taux d'intérêts réels (taux d'intérêts nominaux inférieurs à l'inflation) ont poussé la plupart des investisseurs à augmenter le risque de leurs portefeuilles, les allocations historiques ne permettant plus d'atteindre les objectifs de rendements souhaités. Cette augmentation du risque s'est traduite de plusieurs manières :

- Augmentation de la part des actifs de croissance par rapport aux actifs de rendement.
- Augmentation des poches satellites par rapport aux poches principales (investissements dans les infrastructures, le private equity et l'immobilier, accompagnée d'une baisse des investissements dans les obligations d'État et d'entreprises).

Face à cela, la diversification souhaitée entre les deux classes d'actifs n'est pas forcément toujours dans le sens voulu. En effet, cette répartition « actifs de croissance/actifs de rendement » fonctionne très bien lorsque la corrélation entre les deux classes d'actifs est





négative. Cependant, ce n'est pas toujours le cas. L'année 2022 en est le parfait exemple, avec une baisse en termes de performances des deux classes d'actifs.

Cette augmentation du risque (actifs de croissance, et corrélation) a donc poussé les investisseurs à introduire de nouvelles stratégies alternatives de diversification.

Les stratégies diversifiantes d'atténuation des risques

L'augmentation de la prise de risque au sein des portefeuilles institutionnels peut donc être limitée à l'aide de stratégies alternatives simples, renforçant la protection sur le long terme sans pour autant impacter la performance. Il est important dans un premier temps de différencier les différents types de risques auxquels un portefeuille peut être confronté. Nous les caractérisons en deux parties :

- Les risques de baisses instantanées : stress de liquidités sur les marchés, forte corrélation de toutes les classes d'actifs.
- Les risques de baisses continues : stress de valorisation sur les marchés, impacté par une hausse des taux ou ajustement des hypothèses de croissance.

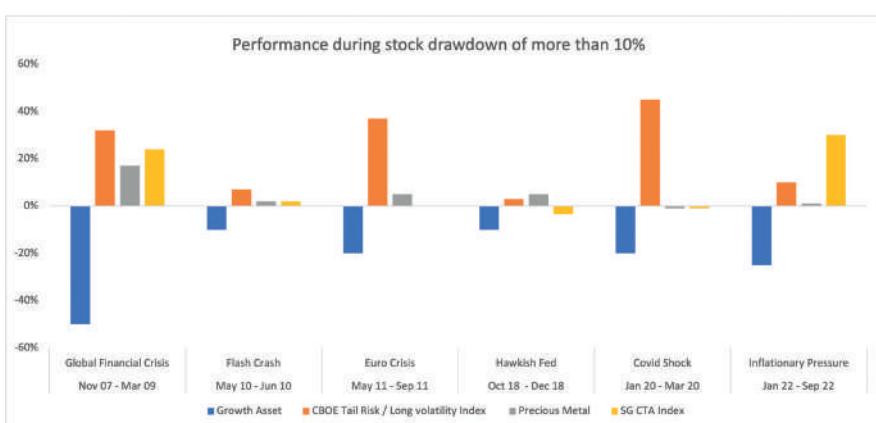
Trois familles de stratégies alternatives permettent de couvrir ces différents risques, chacune permettant une réaction différente suivant le contexte (inflation, récession, deleverage...) :

- Stratégies à base d'Or et de Métaux précieux (Argent, Platine, Palladium...) : achat d'or physique, achat de fonds d'investissement / ETF investissant sur l'Or ou encore achat de société minières.
- Stratégies de suivi de tendance, telles que CTA, Trend Following & Managed Futures : fonds d'investissement gérés discrétionnairement ou quantitativement traitant le suivi de tendance sur différentes classes d'actifs, basé principalement sur l'utilisation de produits très liquides comme des futures / forward.

mance et de diversification. L'investissement se fera de différentes manières, en fonction des contraintes de l'investisseur : fonds d'investissement collectif, fonds dédié, managed account ou encore via des stratégies d'overlay mises en place directement au sein du portefeuille actions, par le biais d'une délégation de gestion.

Conclusion

Dans un portefeuille balancé comprenant 60% d'actifs de croissance et 40% d'actifs de rendement, il est recommandé d'inclure des actifs de diversification dans une nouvelle classe appelée « Risk Mitigation Strategy » ou « Crisis Risk Offset ». La nouvelle répartition devient alors 50% d'actifs de croissance, 30% d'actifs de rendement et 20% alloués à la Risk Mitigation Strategy. Cette évolution de l'allocation d'actif est implémentée outre Atlantique par la plupart des fonds de pension (comme CalPERS et d'autres) et des fonds de dotation (comme celui de Harvard et d'autres) leur permettant d'afficher d'excellentes performances ces dernières années. En Suisse et en Europe, ces stratégies sont encore en phase de développement, bien que l'intérêt croissant des investisseurs pour les métaux précieux soit déjà palpable. Chez Ellipsis AM, acteur référencé dans la gestion des risques de type Tail Risk et de couverture de la volatilité auprès des caisses de pension suisses, nous observons une augmentation de la demande de la part de ces dernières ainsi que des family offices, également désireux d'explorer l'implémentation de ces stratégies à court ou moyen terme. L'idée fait donc son chemin de ce côté-ci de l'Atlantique, et l'augmentation des risques dans les mois à venir devrait renforcer l'attractivité de ces stratégies.



Rendement immobilier : saisir les opportunités et renforcer la résilience face à un marché en mutation



Boris Clivaz
Fondateur

Gefiswiss

L'immobilier, représentant 20 à 25% des portefeuilles d'investisseurs institutionnels et family offices suisses, est une classe d'actifs traditionnellement plébiscitée pour sa stabilité et ses rendements solides, même en période d'incertitude.

L'évolution démographique, la transition énergétique et les exigences croissantes en matière de durabilité imposent de nouveaux défis.

Que ce soit pour l'acquisition d'un bien, un projet de développement ou de rénovation, chaque investisseur direct ou indirect doit s'assurer que ces évolutions soient anticipées et correctement intégrées dans les réflexions stratégiques, afin de garantir des rendements futurs solides et préserver la valeur de ses investissements à long terme.

Vieillissement de la population : un catalyseur de la demande en logements adaptés

La Suisse, à l'instar de nombreux pays européens, connaît un vieillissement rapide de sa population. D'ici 2050, près de 30% des habitants auront plus de 65 ans, présentant de nouveaux défis pour le secteur immobilier. Traditionnellement, les logements n'ont pas été conçus pour favoriser le «bien-vieillir» en autonomie, ce qui peut contraindre les seniors à déménager pour répondre à leurs besoins spécifiques en termes d'accessibilité

et de soins médicaux. Cette situation nécessite une réponse à la demande des collectivités et des seniors de pouvoir conserver leur autonomie le plus longtemps possible.

Face à cette réalité démographique en évolution, les investisseurs immobiliers doivent repenser la conception de leurs projets, qu'il s'agisse de nouvelles constructions ou de rénovations. Il est crucial d'intégrer une part adéquate de logements flexibles qui offrent non seulement des services de proximité, mais aussi des espaces de vie intergénérationnels favorisant l'inclusion sociale. Ces adaptations permettent de répondre à une demande croissante tout en assurant des revenus locatifs stables sur le long terme, grâce à la durabilité de cette tendance démographique.

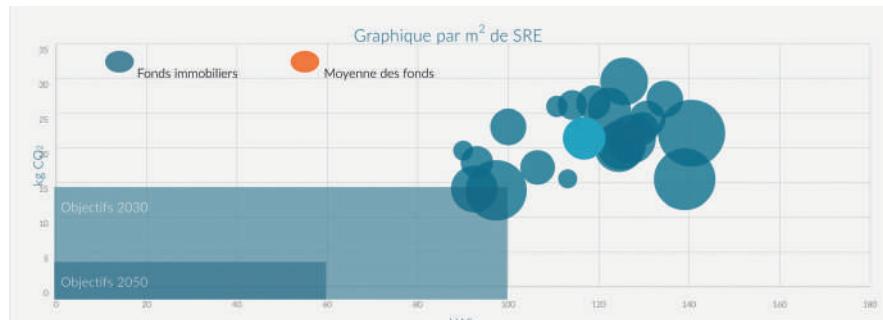
La mise en place de ces logements adaptés nécessite une stratégie d'investissement

proactive. Le simple aspect constructif ne suffit pas; il est essentiel d'intégrer également des mesures d'accompagnement, de choisir judicieusement la localisation des projets et de prêter une attention particulière à l'encadrement et la gouvernance. Tous ces éléments doivent être pris en compte pour créer des environnements de vie qui répondent aux besoins actuels et futurs de toutes les classes d'âge, tout en garantissant la viabilité et la rentabilité des investissements immobiliers.

Transition énergétique : une nouvelle ère réglementaire à anticiper

Si les mutations démographiques modifient la demande en matière de logements, la transition énergétique transforme quant à elle les exigences techniques et économiques des actifs immobiliers. La Stratégie énergétique 2050+ de la Confédération suisse impose des normes de plus en plus strictes pour les bâtiments exigeant une efficacité énergétique accrue, une réduction des émissions, et l'intégration de sources d'énergie renouvelable.

Pour les investisseurs et les propriétaires institutionnels, anticiper les nouvelles régulations énergétiques est devenu crucial. Les bâtiments qui ne respectent pas ces standards énergétiques risquent de subir une baisse de valeur, principalement en raison des coûts élevés nécessaires pour se conformer aux nouvelles normes, mais aussi à cause de la pression sur les loyers ou sur les prix de vente pour des actifs jugés énergivores. Dans le contexte actuel, l'évaluation des parcs immobiliers à travers la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF) est souvent biaisée. La complexité croissante des pro-



Sources : Rapports annuels des fonds immobiliers cotés avec plus de 70% de résidentiel, GEFISWISS, mars 2024

jets de rénovation, les ajustements constants des réglementations, ainsi que la volatilité des coûts des matériaux devraient logiquement exercer une pression à la baisse sur les valeurs DCF. Toutefois, ces aspects sont souvent négligés, entraînant une surestimation des biens immobiliers nécessitant des travaux de rénovation. Par ailleurs, l'absence de données historiques fiables sur les rénovations complique davantage l'exactitude de ces estimations. En conséquence, les parcs immobiliers non conformes vont connaître une dépréciation, tandis que les immeubles déjà conformes aux normes, qui ne nécessitent pas de lourds travaux à venir, sont comparativement sous-évalués. Aujourd'hui, les parcs immobiliers conformes aux exigences énergétiques de demain devraient offrir une valorisation immobilière accrue grâce à une maîtrise des coûts à long terme pour leurs propriétaires.

Enjeux démographique et énergétique : une double nécessité d'innovation

L'intégration de la transition énergétique et des réponses aux mutations démographiques peut constituer un levier de performance puissant pour les investisseurs. L'intégration des dimensions sociale et environnementale dans la stratégie immobilière des investisseurs et propriétaires institutionnels nécessite d'allier innovation sociale et efficacité énergétique. En développant des projets immobiliers durables, qui répondent à la fois aux besoins spécifiques d'une population vieillissante et aux exigences environnementales, les investisseurs peuvent capter une demande croissante tout en renforçant la résilience de leurs portefeuilles.

Aujourd'hui, les caisses de pensions subissent de fortes pressions relatives aux indicateurs de durabilité. À cela s'ajoutent des réglementations additionnelles, comme celle de l'AMAS entré en vigueur en juillet 2024, qui oblige les fonds immobiliers de publier certains indices comme l'empreinte carbone, l'efficacité énergétique et d'autres critères environnementaux clés afin de renforcer la transparence vis-à-vis des investisseurs. Cette mesure permet la comparaison des fonds sur les aspects environnementaux, essentielle pour évaluer leur performance durable. L'introduction de ces indices aura des réper-

cussions immédiates, pénalisant les fonds les moins performants sur le plan environnemental et intensifiant la concurrence pour les fonds durables. Cette évolution réglementaire vise non seulement à promouvoir des pratiques plus vertes, mais aussi à guider les investissements vers des actifs plus respectueux de l'environnement.

Un marché en mutation, des opportunités à saisir

Les transformations démographiques et énergétiques imposent une nouvelle réflexion stratégique aux propriétaires et investisseurs immobiliers. Pour garantir des rendements solides à long terme, il est indispensable d'intégrer notamment ces deux dynamiques dans la gestion des actifs. Les portefeuilles qui s'orienteront vers des projets respectueux des nouvelles normes énergétiques, tout en répondant aux besoins d'une population vieillissante, seront les mieux placés pour saisir les opportunités qu'offre ce marché en mutation.

Face à ces évolutions structurelles, l'immobilier, autrefois considéré comme un refuge sûr, est désormais à un tournant. Les investisseurs qui sauront anticiper les changements législatifs, saisir les incitations énergétiques, et comprendre les besoins démographiques renforceront la résilience de leurs portefeuilles tout en assurant une croissance pérenne durable de leurs actifs.

Une nécessaire revue des critères d'investissement

Le vieillissement des parcs immobiliers est une réalité. L'ancien adage «emplacement, emplacement, emplacement» cède peu à peu la place à une nouvelle priorité : «vétusté, vétusté, vétusté». En effet, bien que de nombreux fonds intègrent désormais une part de durabilité dans leurs portefeuilles, il s'agit souvent d'une proportion marginale, masquant ainsi un ensemble d'actifs vétustes nécessitant des mises aux normes coûteuses.

Au regard de ces nouveaux enjeux, les investisseurs se doivent de revoir leurs critères et contraintes d'investissement. Des facteurs tels que la taille, la liquidité devraient être mis au second plan par rapport à la qualité du

portefeuille et la clarté de la stratégie vis-à-vis de ces nouveaux paradigmes, car ceux-ci entraîneront une sanction naturelle du marché contre les fonds les moins préparés.

Obligations internationales pour une caisse de pensions suisse : pourquoi une gestion flexible et dynamique est essentielle pour s'adapter à l'évolution constante des marchés ?



Andrew Lake
Responsable des solutions
obligataires

Mirabaud Asset Management

Lorsque votre exposition obligataire locale ne suffit pas à atteindre votre objectif de rendement, il convient d'élargir votre exposition aux marchés obligataires étrangers pour doper votre rendement et ménager une diversification essentielle sur une classe d'actifs aux allocations parfois importantes dans les portefeuilles des caisses de pensions. Mais c'est plus facile à dire qu'à faire. La quête de l'allocation optimale afin de maximiser le rendement est un processus complexe.

Que vous investissiez dans des bons du Trésor américain destinés à offrir un complément de rendement (yield pick-up) ou dans des obligations des marchés émergents dans l'espoir de réaliser des rendements accrus, le fait de trop s'appuyer sur une capacité à anticiper correctement les mouvements de marché, et de bâtir son allocation aux obligation internationales à partir de stratégies d'investissement spécifiques de type mono stratégie est une approche très directionnelle, qui peut représenter un certain risque et ne pas délivrer l'espérance de rendement attendue.

Pourquoi ? Tout est lié à la profondeur, la variété et la volatilité des marchés obligataires mondiaux. Ces marchés, représentant presque 100 000 milliards de dollars¹, sont

très diversifiés et affichent une forte volatilité transfrontalière. Comme illustré dans les graphiques Ia-Ic, chaque sous-classe d'actifs évolue en fonction de facteurs macroéconomiques et de dynamiques de performance qui lui sont propres : les périodes de reprise et de forte croissance économique se traduisent généralement par des rendements élevés pour les obligations à haut rendement et la dette des marchés émergents. Durant les périodes de ralentissement économique, les actifs risqués ont tendance à sous-performer car la qualité de crédit se dégrade ; les cours des obligations d'État augmentent, car

les banques centrales abaissent leurs taux dans l'espoir de stimuler l'économie. De la même manière, les sous-classes d'actifs se comportent différemment d'une région à l'autre, car elles dépendent des dynamiques macroéconomiques locales.

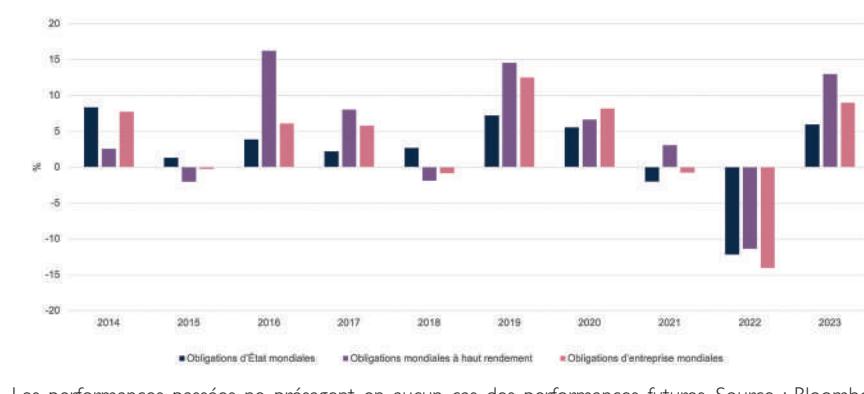
En tant que gérant de fonds de pension, il est extrêmement difficile de savoir quand (et si) une sous-classe d'actifs va surperformer. De plus, choisir un gérant externe qui permettra à la poche obligataire de votre portefeuille de signer une performance similaire ou supérieure à celle de l'indice de référence est une tâche qui demande beaucoup de travail et de discernement. Enfin, il faut être capable d'anticiper le prochain mouvement de marché et de changer son allocation de capital tous les trois mois, six mois ou deux ans. C'est quelque chose de très difficile à prédire.

Compte tenu du temps, des ressources et des connaissances que cela nécessite, ce processus n'est ni soutenable ni rentable. Et il faut être réaliste : il est peu probable que les

Les investisseurs obligataires sont confrontés à de nombreux défis

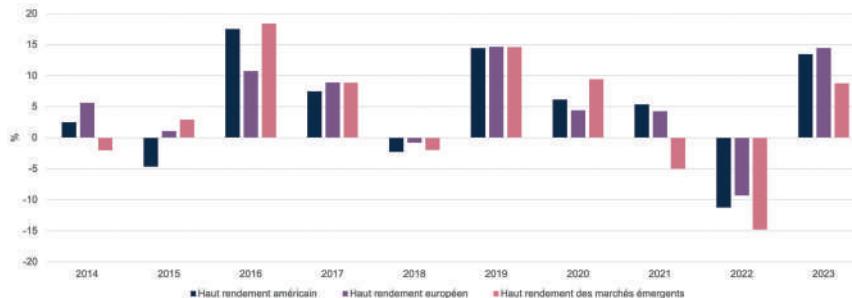
- Générer des rendements dans un environnement de taux incertain
- Un marché complexe, qui bouge rapidement
- Il faut des ressources pour anticiper les mouvements de marché
- Le marché est moins liquide qu'auparavant.
L'investissement direct est plus risqué pour les petits investisseurs

Graphique Ia : Performance annuelle par sous-classe d'actifs obligataire mondiale - en USD



Les performances passées ne présagent en aucun cas des performances futures. Source : Bloomberg, Mirabaud Asset Management

Graphique 1b : Performance annuelle des obligations locales à haut rendement - en USD

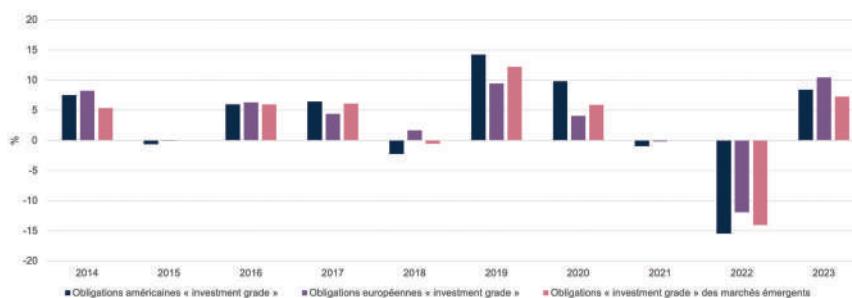


Les performances passées ne présagent en aucun cas des performances futures. Source : Bloomberg, Mirabaud Asset Management

processus internes d'allocation à des gérants spécifiques permettent d'évoluer au rythme des marchés, qui nous le verrons plus bas, évoluent de plus en plus rapidement. La stratégie consistant donc à définir une allocation obligataire segmentée et à ne plus y toucher est peu adaptée en raison de la volatilité de l'ensemble des sous-classes d'actifs obligataires.

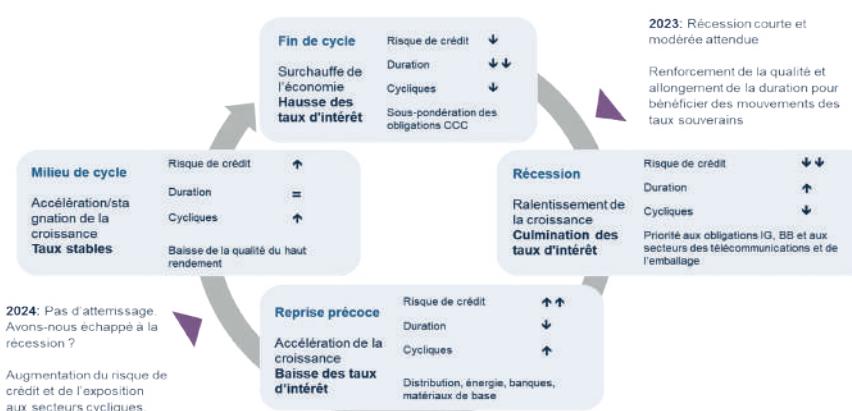
En effet, les fondamentaux mêmes des cycles économiques semblent avoir évolué et, désormais, plus complexes et moins prévisibles que ces dernières années.

Graphique 1c : Performance annuelle des obligations locales « investment grade » - en USD



Les performances passées ne présagent en aucun cas des performances futures. Source : Bloomberg, Mirabaud Asset Management

Ajuster son positionnement tout au long du cycle économique



Source : Mirabaud Asset Management, 2024

S'adapter à la nouvelle norme

Une des caractéristiques, potentiellement déroutante, de l'environnement économique actuel est qu'il est parfois difficile de savoir où nous nous trouvons dans le cycle économique. En janvier 2024, tous les observateurs ou presque anticipaient six baisses de taux, voire plus, en 2024. Au mois de mai, ils ne tablaient plus que sur une seule baisse de taux. À la fin de l'été, on parlait de quatre baisses. Qui sait ce que seront les prévisions au moment où vous lirez cet article, mais chaque rebondissement dans le scénario s'accompagne de fortes fluctuations des cours des actifs.

Prenons le graphique du cycle économique : si vous aviez pu placer une flèche sur le diagramme pour indiquer l'étape du cycle à laquelle vous pensiez que nous nous trouvions, vous auriez probablement eu une chance sur deux de viser juste.

Ajuster son positionnement tout au long du cycle économique

Dans la mesure où chaque étape du cycle est régie par des dynamiques très différentes, et nécessite donc une allocation obligataire adaptée afin d'optimiser le potentiel de rendement ajusté en fonction des risques, ce manque de visibilité a abouti à des performances décevantes pour les investisseurs ayant adopté une approche directionnelle. En outre, il faut tenir compte du fait que les rendements générés en USD ou EUR doivent être convertis en CHF et que, malgré cela, vous devez atteindre votre objectif de rendement.

Face à ces nombreux défis, quelle est la solution ?

Nous pensons que la meilleure approche afin d'optimiser le rendement de la poche obligataire étrangère de votre portefeuille consiste à utiliser une stratégie obligataire dynamique et flexible couvrant tout le spectre du marché.

Un portefeuille obligataire stratégique constitue l'élément fondamental de votre allocation obligataire. Il s'agit d'investir dans les différentes sous-classes d'actifs obligataires mondiales tout au long du cycle économique. Cela signifie que l'anticipation des mouvements de marché, l'exécution des transactions et la gestion courante de votre exposition obligataire internationale sont confiées à des experts. Il existe une multitude de stratégies avec divers objectifs de rendement, seuils de tolérance au risque et biais stylistiques.

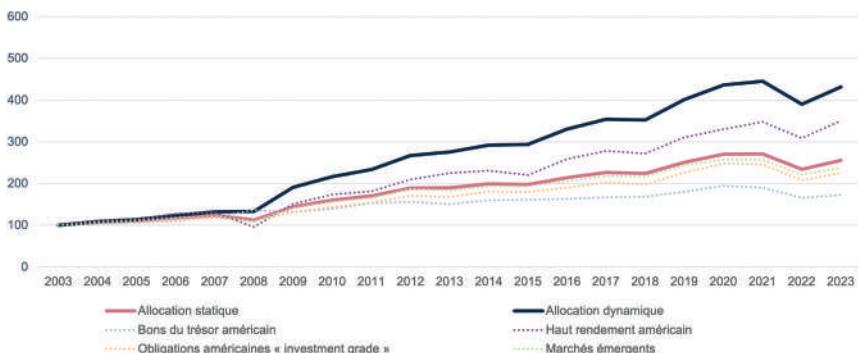
La capacité d'un gérant à combiner les expositions sous-jacentes et à les ajuster en fonction des mouvements de marché détermine le potentiel de surperformance de chaque approche.

Une allocation composite statique, se composant de plusieurs poches de sous-classes d'actifs, est susceptible de générer des rendements moyens, supérieurs à ceux des sous-classes d'actifs les moins performantes, mais surperforme rarement. À l'inverse, une allocation obligataire stratégique dynamique, qui surpondère les sous-classes d'actifs les plus performantes et sous-pondère les moins performantes (dans un monde idéal) produira une performance optimale.

Regardons ça de plus près avec des données chiffrées.

Comme le montre le graphique 2, un investisseur qui aurait une allocation statique sur cette période de 20 ans (25% d'obligations d'État, 25% d'obligations « investment grade », 25% d'obligations à haut rendement et 25% de dette des marchés émergents), percevrait en rendement annualisé, en USD, de 4,8%. En revanche, un investisseur qui allouerait 50% de son capital à la sous-classe d'actifs la plus performante, 0% à la moins performante et 25% aux deux autres sous-classes d'actifs, percevrait un rendement annualisé de 7,6%. Certes, il faudrait avoir une

Graphique 2 : Simulation de rendements : allocation dynamique vs allocation statique



Les performances passées ne présagent en aucun cas des performances futures. Source : Bloomberg, ICE BofA, Mirabaud Asset Management. Données au 31 décembre 2023. Allocation statique = 25 % aux bons du Trésor américain (ICE BofA US Treasury Index), 25 % aux obligations américaines à haut rendement (ICE BofA US High Yield Index), 25 % aux obligations américaines « investment grade » (ICE BofA US Corporate Index) et 25 % aux obligations des marchés émergents libellées en monnaie forte (ICE BofA High Grade Emerging Markets Corp Plus Index).

Graphique 3 : Équilibrer les influences des facteurs macroéconomiques et des fondamentaux dans l'allocation de crédit

Simulation d'un portefeuille à haut rendement



Source : Bloomberg, Mirabaud Asset Management, données au 31 mai 2024. L'indice auquel il est fait référence est le ICE BofAML Global High Yield Index USD Hedged. Les notes mensuelles et les scores macroéconomiques représentent l'analyse et les calculs réalisés en interne par Mirabaud Asset Management.

forte capacité de prédition pour générer ce rendement dans la pratique, mais cette simulation montre toute l'importance de l'allocation dynamique.

Un gérant obligataire expérimenté peut également faire varier l'influence des facteurs macroéconomiques par rapport aux fondamentaux d'un portefeuille, en fonction des fluctuations du cycle. Pendant l'épisode de remontée des taux d'intérêt, les marchés étaient tellement obnubilés par l'inflation et la date de la prochaine hausse des taux que personne ne se souciait des fondamentaux. La conjoncture macroéconomique était la force dominante. Mais on observe un regain d'intérêt des investisseurs pour les fondamentaux, car le ralentissement de l'économie entraîne des répercussions sur les bénéfices, et parce que le maintien des coûts de financement à des niveaux élevés pousse les émetteurs à l'extrême des échéances de maturité. Nous sommes revenus à une situation où les fondamentaux pèsent autant que les facteurs macroéconomiques, alors que les seconds avaient pris le pas sur les premiers ces dernières années.

Le graphique 3 (page précédente) illustre comment un gérant actif, flexible et dynamique peut ajuster la qualité de crédit d'un portefeuille en fonction de l'évolution de la conjoncture macroéconomique (ligne orange).

La gestion obligataire flexible permet de se libérer du fardeau que représentent la sélection des bons sous-segments des allocations obligataires. Un gérant spécialisé réalise pour vous les ajustements entre les classes d'actifs de l'univers obligataire international. Cela signifie que vous n'avez pas à déplacer en permanence votre capital d'une stratégie à l'autre, pas plus que vous n'avez à sélectionner de nouveaux gérants ou à évaluer l'étape du cycle économique où vous vous trouvez.

Pour ces raisons, nous croyons fermement qu'une allocation en obligations internationales déployée par le biais d'un gérant flexible et dynamique qui couvre tout le spectre des sous-segments obligataires est le meilleur moyen de produire une performance consistante, en maîtriser la volatilité tout en simplifiant les processus d'investissement. ■

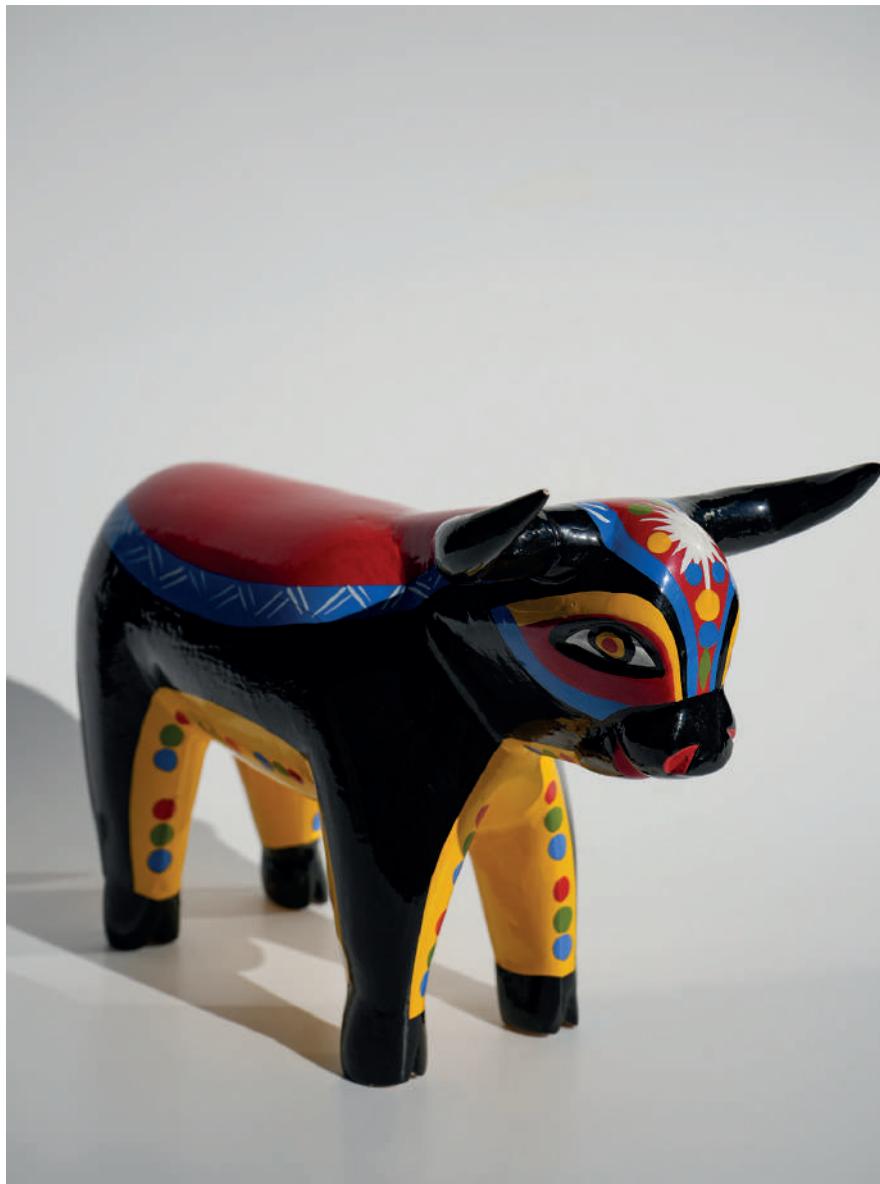
INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document publicitaire est destiné à votre usage exclusif et n'est pas destiné à toute personne citoyenne ou résidente d'une juridiction dans laquelle la publication, la distribution ou l'utilisation des informations contenues dans le présent document seraient soumises à des restrictions. Il ne peut pas non plus être copié ou transféré. Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne doit pas être considéré comme une offre ou une recommandation d'achat, de souscrire, conserver ou vendre des parts ou actions de fonds, une stratégie d'investissement ou tout autre produit d'investissement. Il est recommandé aux investisseurs potentiels de consulter préalablement des conseillers financiers, juridiques et fiscaux professionnels. Les informations contenues dans le présent document sont issues de sources jugées fiables. Toutefois, l'exactitude et l'exhaustivité des informations ne peuvent être garanties, et certains chiffres peuvent n'être que des estimations. En outre, toute opinion exprimée est susceptible d'être modifiée sans préavis.

Tout investissement comporte des risques, les rendements peuvent diminuer ou augmenter en raison des fluctuations des devises et les investisseurs peuvent perdre le montant de leur investissement initial. La performance historique ne représente pas un indicateur ou une garantie de performance future.

Cette communication est uniquement destinée à des contreparties éligibles et des investisseurs professionnels et ne doit pas être distribuée aux investisseurs de détail pour lesquels elle n'est pas adaptée.

Emis par: au Royaume-Uni: Mirabaud Asset Management Limited, qui est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority; en Suisse: Mirabaud Asset Management (Suisse) SA, 29, boulevard Georges-Favon, 1204 Genève. En France: Mirabaud Asset Management (France) SAS, Spaces 54-56, avenue Hoche, 75008 Paris. Au Luxembourg, en Italie et en Espagne : Mirabaud Asset Management (Europe) SA, 6B, rue du Fort Niedergruenewald, 2226 Luxembourg.



L'immobilier industriel suisse : diversification et rendements attractifs



Hugo Debreczeny
Portfolio Manager

Realstone

En Suisse, le marché immobilier a connu des transformations majeures depuis 2020-2021. Après des années marquées par l'appréciation des valeurs immobilières tirées par les taux d'intérêt négatifs, le retour de l'inflation est venu stopper cette dynamique. La forte croissance des valorisations des immeubles résidentiels et de bureau est désormais derrière nous. Le rendement cash-flow des actifs immobiliers, pendant longtemps déclinant et inférieur au rendement du capital dans un marché haussier, revient donc au cœur des attentes des investisseurs. Dans cet environnement changeant, une classe d'actifs affiche d'excellentes performances et se démarque nettement : il s'agit de l'immobilier industriel.

En effet, depuis 3 ans, ce segment surpasse toutes les autres classes d'actifs immobiliers suisses en termes de performance totale, créant des opportunités uniques pour les investisseurs exposés au secteur. L'immobilier industriel offre en effet le rendement cash-flow le plus élevé du marché et ses valorisations stables attirent de plus en plus de capitaux. Focus sur une classe d'actifs encore méconnue et sous-investie, mais avec des perspectives prometteuses dans le marché immobilier actuel.

L'immobilier industriel suisse : définition et caractéristiques

L'immobilier industriel désigne l'ensemble des terrains et bâtiments dédiés aux activités industrielles, telles que la production,

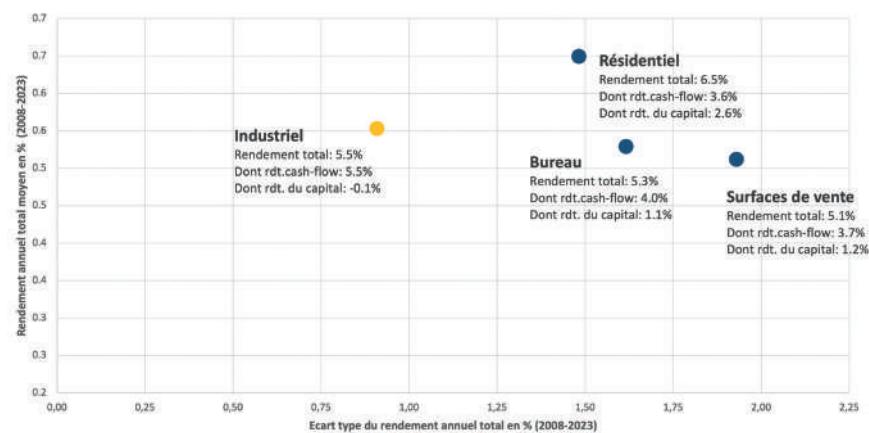
la fabrication, l'assemblage, l'entreposage, la recherche, le stockage, et la distribution. Contrairement à l'immobilier résidentiel et, dans une moindre mesure, à l'immobilier de bureau, c'est un secteur offrant une typologie d'actifs fortement diversifiée. Au sein d'un portefeuille immobilier industriel se côtoient habituellement des actifs aussi divers tels que des centres logistiques, des halles de production, des espaces artisanaux, des data centres et des laboratoires.

Ces actifs ont un point commun : l'utilisation première des surfaces répond à un besoin lié à une activité industrielle, avec souvent une forte intensité capitalistique (installation de machines ou de stocks importants) et une faible intensité en personnel. Cela place d'emblée l'ensemble de la classe d'actifs à

l'abri des tendances observées sur le marché de l'immobilier de bureau, où la progression du télétravail provoque actuellement une réduction de l'utilisation des surfaces. Cela entraîne également une mobilité réduite des entreprises : les coûts d'installation et de déménagement sont souvent importants. Ainsi, c'est un secteur dans lequel on observe une durée moyenne des contrats de location (WAULT) très longue et souvent supérieure à 10 ans, offrant une grande visibilité sur les cash-flows futurs.

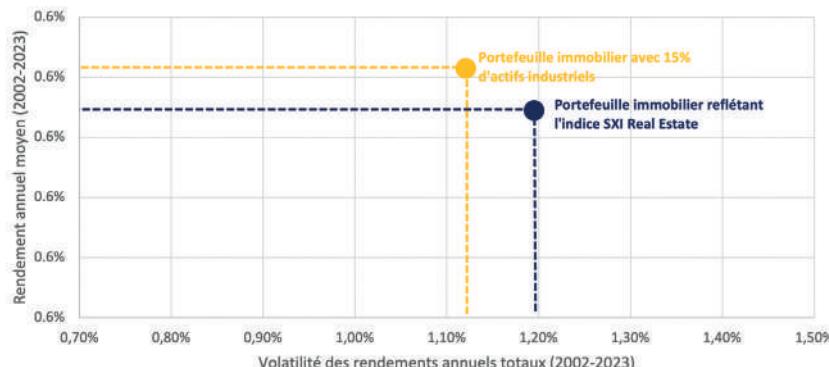
Le second point commun des actifs industriels suisses est leur abondance. Souvent associée à ses services financiers et à son secteur bancaire, la Suisse est en réalité un pays industriel. Le pays possède une forte concentration de PME industrielles innovantes représentant près de 95 % des entreprises actives dans l'industrie manufacturière (près de 40 000 en Suisse en 2021)¹. En 2021, le secteur industriel suisse représentait 25,57 % du PIB, soit presque autant qu'en Allemagne (27,03 %) et bien plus qu'en France (16,40 %), au Royaume-Uni (16,61 %) ou aux États-Unis (17,67 %)². L'industrie suisse offre des fondamentaux particulièrement solides reposant sur une infrastructure de pointe, un environnement fiscal favorable, ainsi qu'un marché du travail flexible et hautement qualifié. En 2024, la Suisse occupe la deuxième place du World Competitiveness Ranking de l'IMD Business School, juste derrière Singapour et devant le Danemark³. Principalement concentré en Suisse alémanique, le parc immobilier industriel suisse s'étend sur près de 142,5 millions de m² de surface de plancher, 

Figure 1: L'immobilier industriel affiche un rapport risque rendement attractif au sein des biens immobiliers



Source : MSCI, Wüest Partner

Figure 2: Volatilité et CAGR pour des portefeuilles immobiliers suisses incluant ou non des actifs immobiliers industriels (2002-2023)



ce qui représente 13% du parc immobilier suisse⁴.

La troisième caractéristique des actifs industriels suisses est la sous-pénétration du marché par les investisseurs immobiliers traditionnels. Les actifs industriels ne représentent que 4 % de la valeur vénale de l'ensemble des actifs des fonds immobiliers suisses (indice SXI Real Estate, ou SWIIT). Cette situation est la conséquence d'un taux de propriétaires-occupants traditionnellement élevé, atteignant 80% pour les locaux d'activités⁵, mais également du faible nombre de produits d'investissement ciblant cette classe d'actifs en Suisse. Cette situation tranche nettement avec le stock de surfaces important que représentent ce type d'actifs.

Dans des régions comme les États-Unis et l'Union européenne, l'immobilier industriel a connu une accélération des flux d'investissements pendant la pandémie de COVID-19, en devenant un secteur privilégié par les investisseurs institutionnels. Cette tendance a été soutenue par l'essor du e-commerce et les ajustements des chaînes d'approvisionnement mondiales⁶. En revanche, la Suisse est restée relativement en marge de ces tendances et l'immobilier industriel demeure sous-investi dans le pays, créant ainsi de nombreuses opportunités.

Une classe d'actifs attrayante et diversifiante pour les investisseurs

Si l'immobilier industriel a su attirer les investisseurs hors de nos frontières, c'est que le secteur offre des opportunités uniques et des

caractéristiques fortement différenciantes.

Le principal attrait réside dans un rapport risque/rendement particulièrement favorable. L'immobilier industriel offre en effet les rendements cash-flow les plus élevés de l'ensemble des actifs immobiliers suisses, avec un rendement moyen de 5,5% par an pendant la période 2008-2023. À titre de comparaison, les actifs résidentiels affichent un rendement cash-flow moyen de 3,6% et les actifs de bureau un rendement cash-flow moyen de 4,0%⁷.

Fait remarquable, cette prime de rendement ne se traduit pas par une prime de risque. Les actifs industriels suisses se caractérisent en effet par une volatilité relativement faible, de 0,9% entre 2008 et 2023, contre 1,6% pour les actifs de bureau. Cette faible volatilité est le résultat d'un secteur offrant une grande stabilité des loyers au cours du temps, bénéficiant notamment de contrats de location à long terme et de la solidité du secteur industriel suisse. L'immobilier résidentiel, en tête en termes de rendement total, a bénéficié d'un rendement du capital particulièrement important ces 15 dernières années, effet exceptionnel lié à la situation de taux négatifs qui ne devrait pas se reproduire en l'absence d'une politique monétaire aussi accommodante.

En comparaison avec les pays voisins, l'immobilier industriel suisse affiche des rendements plus réguliers et constants, ce qui rend la classe d'actifs d'autant plus attractive pour les investisseurs. Pendant la période 2008-2022, la Suisse est le seul pays affichant une volatilité des rendements immobiliers industriels

inférieure à 1 %. À titre de comparaison, la France et l'Allemagne affichent une volatilité de plus de 7%, et les États-Unis plus de 12%. Nous retrouvons ici la conséquence de la structure de l'industrie suisse, avec une prépondérance de PME innovantes et une économie stable et prospère.

La Suisse se distingue également par des rendements cash-flow encore élevés en comparaison internationale. Alors qu'en France, en Allemagne et aux États-Unis, suite à l'augmentation des flux d'investissements vers l'immobilier industriel, ces rendements se sont érodés de l'ordre de 2 points de pourcentage entre 2016 et 2022, ils n'ont quasiment pas évolué en Suisse pendant la même période. La forte appréciation des actifs immobiliers industriels a pu être qualifiée de « bulle » dans certains marchés comme l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis. En 2023, le rendement cash-flow moyen des actifs industriels est de 4,6% à Genève et 5,2% à Bâle, contre 4,5% à Paris et 4,7% à Berlin, Hambourg et Munich. Cela contraste nettement avec le marché immobilier résidentiel, où les rendements cash-flow en Suisse (de 3,08%) sont nettement plus bas que la moyenne européenne (3,90% en 2023)⁸.

Ces caractéristiques font donc de la Suisse un marché d'investissement particulièrement intéressant pour une stratégie basée sur l'immobilier industriel combinant distribution élevée et faible risque.

Du point de vue de l'investisseur, cette stratégie permet de diversifier le portefeuille d'actifs immobiliers tout en optimisant les rendements. Si l'on prend l'exemple d'un portefeuille d'investissement reflétant la composition actuelle de l'indice SXI Real Estate (SWIIT, 59% de résidentiel, 18% de bureaux, 18% de surfaces de vente et 4% d'industriel), et qu'on le modifie pour porter la part d'actifs industriels à 15%, cela entraîne une amélioration du rapport risque / rendement pour les investisseurs. L'immobilier industriel a donc un fort potentiel diversifiant et permet de compléter efficacement un portefeuille déjà exposé à l'immobilier suisse.

De nombreuses opportunités de création de valeur

Au-delà de ces observations basées sur la

performance passée des actifs, l'immobilier industriel suisse présente également de nombreuses opportunités de création de valeur pour les investisseurs.

La première opportunité réside dans la croissance de l'emploi industriel et du dynamisme du secteur. L'industrie manufacturière affiche une croissance de l'emploi de plus de 2,4% par an au 2e semestre 2023, supérieure à la moyenne de l'économie suisse. Certains secteurs tels que la mécanique de précision, l'électronique, l'horlogerie et les transports affichent une croissance de l'emploi importante, et cette dynamique se poursuit en 2024⁹. Le taux de surfaces vacantes est donc en baisse constante dans l'immobilier industriel suisse, passant d'environ 8% en 2020 à environ 6% en 2023, son niveau le plus bas depuis 5 ans¹⁰.

La seconde opportunité se trouve dans les opportunités de transformation des actifs industriels. Le parc immobilier suisse est vieillissant, avec une moyenne d'âge de 30 ans, en grande partie à cause du nombre limité de propriétés locatives et de la rareté des terrains disponibles pour le développement¹¹. Cette situation souligne un potentiel important pour la rénovation et la construction, particulièrement dans un contexte où les installations modernes adaptées aux besoins actuels sont rares. D'autre part, les sites industriels les plus proches des villes bénéficient d'opportunités de reconversion et de transformation en bureaux ou en logements. Ces sites constituent des réserves de terrains à bâtir non naturels pouvant permettre à la

Suisse de répondre à la pénurie de logements et à la croissance démographique. Ainsi, les projets de redéveloppement se multiplient, comme en témoignent des initiatives telles que le Quartier Ecoparc à Neuchâtel, la Halle I 18 à Winterthur, ainsi que les futurs projets Bella Vista à Neuchâtel et la Halle de Sébeillon à Lausanne.

Conséquence de ce dynamisme, on observe une activité d'investissement croissante dans les actifs industriels suisses depuis une dizaine d'années. Le volume de transactions dans l'industrie suisse a nettement augmenté à partir de 2013, avec un niveau record atteint en 2022¹². L'investissement dans la construction d'espaces industriels est également dynamique, atteignant un total de 2 700 millions de CHF en 2019, en hausse depuis 2011¹³.

Bien investir dans l'immobilier industriel Suisse: un secteur nécessitant une forte expertise

Les caractéristiques du secteur soutiennent une stratégie fondée sur l'achat et la détention à long-terme d'actifs immobiliers industriels, avec une composante value-add permettant de capturer les opportunités de création de valeur.

Toutefois, investir dans l'immobilier industriel nécessite des compétences uniques souvent différentes de l'investissement résidentiel ou de bureau. Trois grands principes doivent notamment être respectés pour réaliser un investissement industriel réussi.

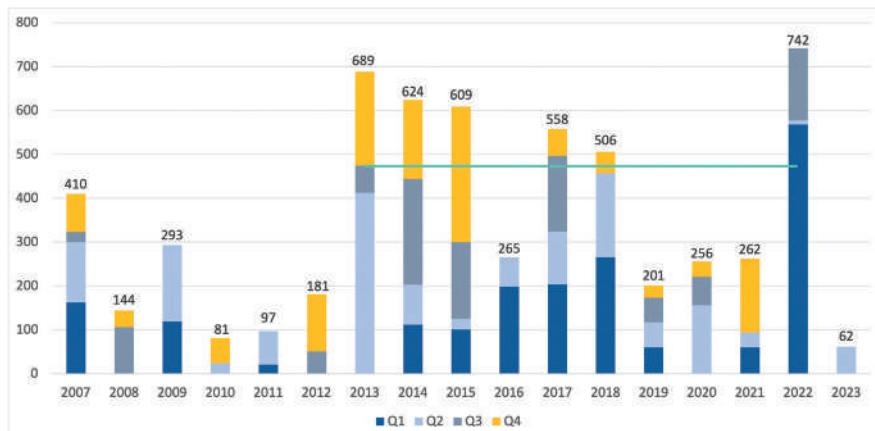
Le premier principe concerne la juste valorisation des actifs industriels. La valeur d'un actif industriel est souvent plus difficile à établir que la valeur d'un actif résidentiel ou de bureau car ces actifs sont peu standardisés, avec de nombreux équipements ou caractéristiques spécifiques.

Dans ce secteur, les méthodes de valorisation s'appuient souvent sur la méthodologie de la valeur intrinsèque, calculant le coût de remplacement du bâtiment en faisant la somme de la valeur du terrain, de la construction à l'état neuf et en retirant l'impact de la vétusté de l'actif. Les méthodologies basées sur le revenu locatif futur, notamment la méthode discounted cash-flow (DCF), sont également utilisées mais doivent toujours être challengées par la valeur intrinsèque car elles reflètent moins bien les spécificités de construction des bâtiments.

Le second principe concerne la gestion proactive du risque de vacance locative. Un investissement dans une halle industrielle avec un contrat de bail à long-terme doit être approché de la même manière qu'un crédit hypothécaire, il impose donc un audit approfondi des comptes du locataire et de sa capacité à payer le loyer fixé sur le long-terme. Malgré cette étape de due-diligence, le risque de faillite ou de départ du locataire n'est pas à exclure. C'est la raison pour laquelle un tel investissement nécessite une vision à long-terme sur la reconversion des actifs. Au moment de l'acquisition, il s'agit de déterminer quelles entreprises peuvent être intéressées par ces locaux et quels seraient les coûts de transformation du bâtiment. Les immeubles industriels fortement spécifiques, comprenant par exemple des chambres froides ou des hauts-fourneaux, doivent être achetés avec une décote pour refléter le risque de commercialisation plus élevé.

Finalement, le troisième principe est la connaissance des risques propres à ce type d'actifs, qui sont très différents de l'immobilier résidentiel ou de bureau. Les sites industriels font souvent face à des problématiques de pollution, très coûteux à assainir et fortement impactant sur les rendements. Les normes à respecter, concernant notamment les risques incendie ou la sécurité, doivent également être prises en compte et peuvent engendrer des surcoûts. Pour identifier, budgéter et traiter des risques de manière adéquate, il est

Figure 3 : Volume de transactions des immeubles industriels en Suisse (2007-2023) ; Biens individuels et portefeuilles à partir de 10 millions d'EUR



Sources : GARBE Research, Real Capital Analytics, en date d'octobre 2023

nécessaire de s'entourer d'une équipe de professionnels de terrain avec une connaissance approfondie de ce type d'actifs.

Conclusion

L'immobilier industriel suisse constitue donc un marché pouvant offrir de nombreux bénéfices pour les investisseurs. La maîtrise des spécificités des actifs permet aux investisseurs d'accéder à un segment offrant un rapport risque / rendement particulièrement attractif, dans un secteur encore à l'écart des principaux flux d'investissement et avec un fort potentiel diversifiant. Les perspectives de création de valeur sont nombreuses et la tendance à la hausse des investissements dans l'immobilier industriel devrait donc se poursuivre en Suisse dans les prochaines années. ■

- 1 - Wüest Partner. (2024). Immo-Monitoring 2024 | I: Edition d'automne. Wüest Partner.
- 2 - Banque mondiale. (2024). Valeur ajoutée de l'industrie (% du PIB). Consulté le 10 septembre 2024, à l'adresse <https://donnees.banquemonde.org/indicateur/NV.IND.TOTL.ZS?end=2023&start=2023&view=map>
- 3 - Secrétariat d'État à l'économie (SECO). (2024). La Suisse reste dans le top 3 de la compétitivité mondiale. Portail PME. Consulté le 11 septembre 2024, à l'adresse https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/actuel/news/2024/la_suisse_reste_dans_le_top_3_de_la_competitivite_mondiale.html.
- 4 - Office fédéral du logement OFL. (2024). L'importance de l'immobilier suisse pour l'économie nationale. Consulté le 3 septembre 2024, à l'adresse https://www.bwo.admin.ch/bwo/fr/home/Wohnungsmarkt/studien-und-publikationen/volkswirtschaftliche_bedeutung_immobiliengewirtschaft.html
- 5 - CBRE. (2021). Immobilier logistique et locaux d'activités en Suisse 2021. Consulté le 3 septembre 2024, à l'adresse <https://www.cbre.ch/fr-ch/insights/figures/immobilier-logistique-et-locaux-d-activites-suisse-2021>.
- 6 - Clarion Partners. (2024). The case for US & EU industrial real estate. Consulté le 11 septembre 2024, sur <https://www.clarionpartners.com/insights/case-for-us-eu-industrial-real-estate>
- 7 - Wüest Partner. (2024) MSCI/ Wüest Partner Switzerland Annual Property Index
- 8 - Savills. (2023). European investment Market in minutes - Q2 2023. Consulté le 11 septembre 2024, à l'adresse https://www.savills.com/research_articles/255800/349712-0.
- 9 - Wüest Partner. (2024). Immo-Monitoring 2024 | I: Edition d'automne. Wüest Partner.
- 10 - Wüest Partner. (2024). Immo-Monitoring 2024 | I: Edition d'automne. Wüest Partner.
- 11 - GARBE Research. (2024). Pourquoi investir en Suisse. Consulté le 3 septembre 2024, à l'adresse <https://www.garbe-industrial.de/en/why-invest-in-switzerland/>
- 12 - GARBE Research. (2024). Pourquoi investir en Suisse. Consulté le 3 septembre 2024, à l'adresse <https://www.garbe-industrial.de/en/why-invest-in-switzerland/>.
- 13 - CBRE. (2021). Immobilier logistique et locaux d'activités en Suisse 2021. Consulté le 3 septembre 2024, à l'adresse <https://www.cbre.ch/fr-ch/insights/figures/immobilier-logistique-et-locaux-d-activites-suisse-2021>



Un écosystème de crypto-monnaies unifié : comment combler le fossé entre la finance centralisée et décentralisée



Ivan Garcia Triana
Chief Data Officer
and Head of Growth

SwissBorg

A la suite de la crise financière de 2008, une prise de conscience généralisée a émergé, révélant que les institutions centralisées prenaient souvent de mauvaises décisions aux conséquences étendues. En réponse, Satoshi Nakamoto a proposé la technologie blockchain, permettant aux systèmes financiers de fonctionner sans intermédiaires centralisés, offrant ainsi une transparence totale et préservant la confidentialité des participants. Les blockchains éliminent le besoin de banques centrales ou d'institutions financières, répondant ainsi aux problèmes de contrôle centralisé qui ont conduit à la crise. Avec toutes les transactions enregistrées sur un registre public, la blockchain fournit la transparence qui faisait défaut dans les pratiques opaques ayant contribué à l'effondrement financier. Une fois les données ajoutées, elles ne peuvent être modifiées, rendant extrêmement difficile pour toute entité de manipuler les registres financiers ou de prendre des décisions unilatérales affectant la richesse. De plus, la blockchain donne aux individus la pleine garde et le contrôle de leurs fonds, réduisant ainsi les risques de faillite bancaire et de gel des comptes expérimentés pendant la crise. Bien que cette technologie ait offert une solution aux problèmes financiers passés, l'industrie est retombée dans les mêmes pièges. Voici une alternative qui permettra de résoudre certains des problèmes dans ce domaine.

Le défi des échanges décentralisés

Bien que les blockchains aient réussi à éliminer le besoin d'institutions centralisées, leur adoption a été relativement lente, et elles ne sont toujours pas largement utilisées dans les transactions quotidiennes. Le paradigme de la finance décentralisée (DeFi), et plus particulièrement celui des échanges décentralisés (DEXs), a souffert d'une expérience utilisateur médiocre. Les DEXs présentent souvent une courbe d'apprentissage abrupte et ne sont pas faciles d'accès pour les nouveaux venus. Parmi de nombreux problèmes, l'un des plus grands est l'intégration des monnaies fiduciaires, à savoir comment les utilisateurs déposent de la monnaie fiduciaire (aussi appelée fiat) sur le DEX. L'état actuel de l'intégration fiat-crypto est en proie à un enchevêtrement complexe de réglementations bancaires et de procédures de conformité qui n'ont pas été suffisamment abordées par les DEXs, entraînant un manque d'intégration fluide des monnaies fiduciaires.

Pour les projets, être listé sur un DEX nécessite une liquidité substantielle pour faciliter les échanges. Cette liquidité provient souvent des utilisateurs de la DeFi par le biais de pools de liquidité. Pour attirer une liquidité suffisante, les projets doivent offrir des rendements annuels élevés comme récompense pour les fournisseurs de liquidité, ce qui entraîne une augmentation significative de l'offre de tokens du projet. De plus, les farmers DeFi, qui fournissent cette liquidité, sont souvent réticents

à s'engager à long terme, car ils ont tendance à déplacer leurs actifs vers des pools offrant des rendements plus élevés. Ce comportement constitue un risque pour le projet, car il pourrait entraîner un retrait soudain de la liquidité si ces farmers trouvent des opportunités plus attractives ailleurs. De plus, lors des périodes de forte demande, les frais de transaction sur les DEXs peuvent augmenter de manière significative, affectant gravement les volumes d'échange du token d'un projet.

Les échanges centralisés (CEXs)

Paradoxalement, les institutions centralisées ont efficacement résolu bon nombre des défis auxquels est confronté la DeFi. Les échanges centralisés (CEXs) ont construit l'infrastructure nécessaire et navigué dans des environnements réglementaires complexes pour offrir des paires de trading fiat-crypto, facilitant l'entrée des nouveaux utilisateurs avec des monnaies traditionnelles. Leurs plateformes privilient l'expérience utilisateur, offrant des interfaces intuitives et conviviales adaptées aux débutants et aux utilisateurs non techniques. Les CEXs bénéficient généralement d'une liquidité plus élevée en raison de leur base d'utilisateurs plus large et de leur accès aux teneurs de marché (market makers), et ils peuvent traiter les ordres instantanément sans dépendre de la blockchain. Ils offrent des frais de transaction stables et souvent plus bas, quel que soit le trafic, ce qui les rend rentables pour les traders fréquents. De plus, ils facilitent le trading entre différents réseaux blockchain, un processus plus complexe et risqué dans la DeFi. Les CEXs fournissent généralement des services d'assistance à la clientèle, essentiels pour aider les utilisateurs moins techniques. Dans l'ensemble, la facilité d'utilisation, la liquidité et les fonctionnalités supplémentaires des CEXs en ont fait le choix préféré de nombreux utilisateurs de crypto-monnaies, en particulier les nouveaux venus.

Mais tous ces avantages ont un coût. Les CEXs proposent généralement des portefeuilles de custody (garde), ce qui signifie que la plateforme détient et contrôle les clés privées, et ce au détriment des utilisateurs. Les transactions sont exécutées au sein de leur propre infrastructure, sacrifiant ainsi la transparence et ouvrant la porte à une possible manipulation du marché et à un traitement préférentiel sans contrôle public. 

Les utilisateurs dépendent de l'infrastructure de l'exchange, risquant des interruptions de service, des temps d'arrêt et des problèmes techniques qui peuvent affecter l'accès aux actifs. De plus, les CEXs, détenant de grandes quantités de crypto-monnaies, sont vulnérables aux violations de sécurité, aux cyberattaques, au vol de fonds des utilisateurs, et aux menaces internes provenant d'employés ou de sous-traitants.

Retour sur l'hégémonie des institutions centralisées

Les CEXs sont actuellement plus largement utilisés que les DEXs sur le marché des crypto-monnaies. À mesure que les CEXs gagnaient du terrain et du pouvoir, leurs incitations ont commencé à s'écartier des principes originaux de la décentralisation, qui mettaient l'accent sur le fonctionnement public et la transparence totale. À l'instar des institutions financières traditionnelles, les CEXs agissent souvent comme des gardiens, exigeant des frais importants pour les inscriptions de projets et créant des barrières pour les projets plus petits. De nombreux CEXs ont des branches de capital-risque investissant dans des projets blockchain, ce qui entraîne des conflits d'intérêts et un traitement préférentiel pour leurs investissements. Les CEXs manquent également de transparence quant aux coûts de transaction, cachant souvent les frais par le biais des spreads de trading, à l'instar des frais cachés dans la finance traditionnelle. Des échecs médiatisés comme ceux de FTX, Three Arrows Capital, et Celsius ont révélé une gestion des risques inadéquate et des pratiques obscures au sein des CEXs, reflétant les risques systémiques observés dans les institutions financières traditionnelles et entraînant des pertes importantes pour les investisseurs et les utilisateurs.

Le rêve : des métas-échanges

Le rêve ultime serait donc de pouvoir fusionner les mondes off-chain (CEXs) et on-chain (DEXs), ce qui donnerait un métas-échange (MEX). C'est un défi qui doit être pris très au sérieux dans un avenir proche. Briser les barrières entre la finance traditionnelle et la finance décentralisée pour créer un écosystème financier convivial, transparent, sans confiance, sécurisé, axé sur la confidentialia-

lité, tourné vers la propriété, interopérable, résistant à la censure, inclusif, gouverné par la communauté, et innovant sera crucial pour l'avenir de la finance mondiale.

Les agrégateurs d'échanges jouent un rôle essentiel dans le développement des MEXs en offrant aux utilisateurs un accès transparent à plusieurs CEXs et DEXs depuis une seule interface. Leur objectif est de démocratiser l'accès à tous les tokens en scannant plusieurs échanges en temps réel et en exécutant les transactions au meilleur prix. Cette approche améliore l'expérience de trading, soutient un écosystème financier plus inclusif et efficace, et permet aux utilisateurs d'accéder aux actifs sans créer plusieurs comptes. En amplifiant la liquidité et en réduisant le slippage, les agrégateurs d'échanges offrent une expérience de trading plus fluide même pour des tailles de transaction importantes. En fin de compte, ce modèle supprime le rôle de gatekeeper des exchanges individuels, les poussant à se concentrer sur le support, le maintien de la liquidité et l'offre de prix compétitifs.

Idéalement, un MEX devrait offrir à la fois des portefeuilles de custody et non-custodial pour permettre aux utilisateurs une flexibilité en termes de contrôle et de sécurité. Les portefeuilles de custody, gérés par l'exchange, offrent commodité et facilité d'utilisation, en particulier pour les nouveaux venus. Les portefeuilles non-custodial donnent aux utilisateurs un contrôle total sur leurs actifs, en accord avec l'éthique de la décentralisation. En offrant ces deux options, les MEXs peuvent répondre à un public plus large, favorisant une plus grande adoption et confiance dans l'écosystème des crypto-monnaies. Cette double approche améliore l'expérience utilisateur et soutient les préférences diverses au sein de la communauté crypto, promouvant un paysage financier plus inclusif et résilient.

Les partenariats entre les MEX et les projets pour assurer une bonne liquidité sont cruciaux pour le bon fonctionnement des crypto-monnaies. Les projets bénéficient d'une exposition plus large, d'une augmentation du volume d'échange et d'une stabilité potentielle des prix. Pour le MEX, une liquidité accrue entraîne un volume d'échange plus élevé, une meilleure expérience utilisateur et une plus grande satisfaction. Étant donné que le MEX ne gère pas directement la liquidité, cette approche assure des partenariats équi-

tables et transparents, équilibre les besoins de multiples projets et maintient la conformité réglementaire. En fin de compte, cela impacte positivement l'écosystème en améliorant l'efficacité du marché, en renforçant la crédibilité des projets légitimes, et en réduisant potentiellement la manipulation dans les petits marchés.

Le paradigme des MEXs apporte des opportunités tant pour les utilisateurs que pour les projets, en mettant l'accent sur l'accessibilité et en offrant une liberté de choix. Les utilisateurs peuvent décider s'ils souhaitent garder le custody de leurs actifs ou se fier au MEX, assurant ainsi leur indépendance des décisions d'une seule institution. De plus, les utilisateurs bénéficieront d'une liquidité accrue et d'un slippage réduit, améliorant leur expérience de trading. Les projets bénéficient de la liberté de choisir quand, où et comment être listé, avec des opportunités égales pour avoir accès aux traders potentiels. Cette approche inclusive favorise un écosystème crypto excitant et dynamique où chacun a la chance de prospérer.

Nous sommes fermement convaincus que cela représente la prochaine étape dans notre parcours Web3 vers une adoption généralisée, et nous travaillons avec une dévotion totale à cet objectif. Nous avons déjà accompli de grands progrès dans cette direction. ■



Références

- SwissBorg's Smarter Engine and the New Crypto Landscape. <https://swissborg.com/blog/swissborg-smarter-engine>. Novembre 2023.
- SwissBorg x Pyth: Providing our MEX data to DeFi. <https://swissborg.com/blog/swissborg-pyth>. Janvier 2024
- SwissBorg Integrates with Solana to Launch World's First Meta-Exchange. <https://cointelegraph.com/press-releases/swissborg-integrates-with-solana-to-launch-worlds-first-meta-exchange>. Novembre 2023.
- The promises of web3: decentralized finance & NFTs - implying the future of internet. <https://www.venionaire.com/the-promises-of-web3-decentralized-finance-nfts-exploring-the-future-of-internet/>. Mars 2023.
- The UX of decentralized finance in 2022. <https://uxdesign.cc/the-ux-of-decentralized-finance-2022-42b9fa00df4a>. Mars 2022.

Le retour de la gestion alternative Comment en faire une allocation stratégique dans un portefeuille ?



John Argi
Co-Responsable UBP Alternative
Investment Solutions

Union Bancaire Privée

Comment les fonds de dotation (« endowments ») américains tels que Princeton et Yale, qui gèrent respectivement USD 34 milliards et USD 40 milliards, ont-ils généré des performances de respectivement 10,8% et 10,9% p. a. sur les 10 dernières années, par rapport à une performance de 6,3% p. a. pour un portefeuille traditionnel 60/40 (actions/obligations).

Parmi les facteurs ayant contribué à ces performances, notons la cohérence du « mix portefeuille », mais aussi un recours important aux investissements alternatifs, notamment aux hedge funds, dans le cadre d'une allocation stratégique. De plus, alors que les institutions européennes et suisses se focalisent sur les coûts totaux (TER), les fonds de dotation, eux, ont opté pour le concept de l'« alpha par unité de coût », sur lequel nous reviendrons en détail plus tard. Les hedge funds en tant que classe d'actifs représentent aujourd'hui USD 5 000 milliards en termes d'avoirs sous gestion. A l'instar de tous les actifs financiers, investir sur ce segment requiert de grandes lignes directrices ainsi qu'une compréhension des périodes de cyclicité des performances, et des moteurs à l'origine de ces performances. Le fait de suivre ces principes directeurs devrait aider les investisseurs à améliorer les performances réalisées au travers d'une allocation aux hedge funds.

Fonds de dotation américains

David Swensen est reconnu comme le créateur du modèle des fonds de dotation, lequel

vise à capturer une combinaison de prime d'illiquidité et de diversification par le biais de classes d'actifs distinctes et décorrélées. Ce modèle dit « de Yale » est devenu le modèle standard des fonds de dotation des universités et collèges américains comme illustré dans le graphique I.

- Bien qu'il existe une forte diversification par classe d'actifs, certains grands thèmes d'investissement sont prédominants dans le graphique I.
- Le portefeuille est toujours tiré à hauteur de 60% environ par les actions (marchés publics et 'private equity'). Toutefois, la performance supérieure enregistrée provient notamment des 40% restants, au travers de stratégies de diversification, avec une allocation nettement plus faible aux obli-

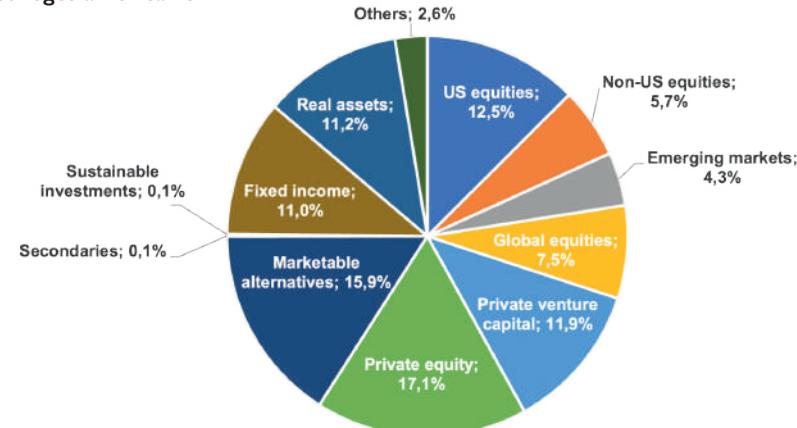
gations vs un portefeuille standard (11%, contre 40%). Ces dernières ont en effet été en partie remplacées par d'autres instruments de diversification tels que les hedge funds, à hauteur de près de 16%.

- Le focus de cette approche sur les performances nettes ou sur l'alpha par unité de coût a permis une plus grande liberté dans l'atteinte des objectifs d'investissement. Cette approche est similaire pour les fonds de pension en Amérique du Nord, et elle devrait être une source d'inspiration pour d'autres institutions en Europe et en Suisse.

Cycles d'investissement

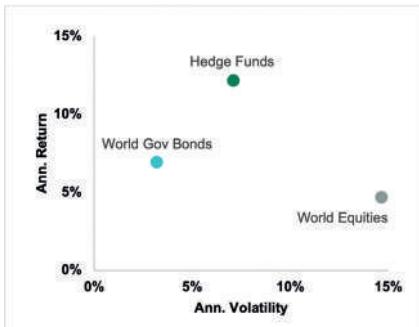
Les stratégies alternatives se caractérisent généralement par une faible sensibilité aux marchés traditionnels tels que les actions et les obligations. Les meilleurs environnements pour ces stratégies sont les marchés tirés par les fondamentaux, où il existe une réelle dispersion de prix entre les titres, les entreprises et les secteurs, ainsi qu'une volatilité raisonnable. Toutefois, sur de plus longues périodes, les performances réalisées passent par des cycles de compression et d'expansion. Ces fluctuations de performance s'expliquent notamment par des facteurs ayant une incidence sur l'alpha généré par les différents gérants et stratégies. Dans certaines phases, ces facteurs peuvent constituer des obstacles ou des éléments favorables, et l'un des moments les plus intéressants pour les investisseurs, c'est lorsqu'il

Graphique I : Allocation d'actifs moyenne des fonds de dotation des universités et collèges américains

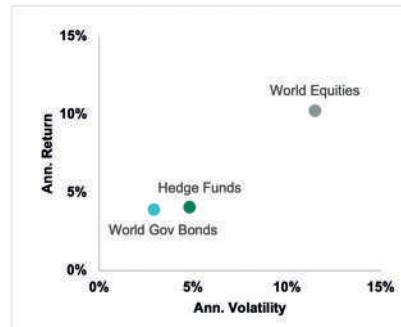


Allocation d'actifs moyenne des fonds de dotation de 688 universités et collèges américains participants (à la fin de l'année fiscale 2023). Source : National Association of College and University Business Officers (NACUBO) - 2023 NACUBO-Commonfund Study of Endowments.

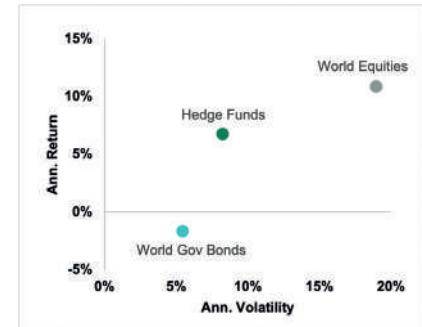
I) 1990-2009 : l'âge d'or



2) 2010-2019 : les années de sous-performances



3) Depuis 2020 : le moment de réinvestir



Sources : UBP, Bloomberg Finance LP, Hedge Fund Research (HFR). Données au 31.07.2024. L'indice HFRI Fund Weighted Composite représente les données relatives aux hedge funds. Le MSCI World Total Return (USD hedged) représente les données relatives aux actions mondiales. Le Citigroup VWGBI (USD hedged) représente les données relatives aux obligations gouvernementales mondiales. Les performances passées ne préjugent pas des résultats actuels ou futurs.

existe des points d'inflexion dans les cycles de performance.

Sur les 30 dernières années, nous pouvons diviser ces cycles en trois grandes périodes pour les hedge funds. L'analyse des performances passées peut ainsi être présentée à travers ces trois périodes (cf. illustrations ci-dessus).

1990-2009 – L'âge d'or : Sur cette période de 20 ans, les hedge funds ont affiché une performance de plus de 12% p.a., surpassant ainsi nettement les obligations et les actions, avec une volatilité attrayante. Cette période a notamment été marquée par la décision des autorités de se retirer des marchés financiers pour permettre aux marchés libres d'allouer des capitaux de manière appropriée entre les différents agents économiques. Les prix de marché reflétant alors les fondamentaux économiques, les hedge funds ont pu générer de l'alpha tant au travers de positions longues que de positions courtes.

2010-2019 – Cette période de 10 ans a été l'une des plus difficiles pour les hedge funds, et ceci s'est traduit par un recul de près de 7% en termes de performance annualisée, alors que, dans le même temps, les actions ont vu leur performance s'envoler. L'attitude des autorités telles que les gouvernements et les banques centrales a considérablement changé dans la mesure où elles ont estimé devoir établir le prix correct des actifs plutôt que de laisser les marchés le faire. Cette compression de la volatilité de marché ainsi que la dispersion réduite entre les bonnes et les mauvaises sociétés ont conduit les investisseurs à étendre la duration pour capturer des primes.

Dès 2020, avec les effets liés à la pandémie de covid, les hedge funds ont connu un point d'inflexion, et nous sommes désormais entrés dans une phase de plusieurs années de performances accrues en termes absolus et relatifs. Ceci tient notamment au retour de l'inflation qui a pour effet de limiter les actions politiques des autorités. Avec l'augmentation du coût du capital pour les sociétés, nous observons une dispersion des performances reflétant les niveaux de qualité des créanciers. En outre, en dehors des actions et du crédit, les stratégies centrées sur les marchés des obligations gouvernementales ainsi que les opportunités sur le marché des changes connaissent un réel essor. De plus, dans le secteur des matières premières, le sous-investissement dans la production a aujourd'hui des incidences notables sur la dynamique de l'offre.

Alpha par unité de coût

L'une des critiques vis-à-vis des hedge funds au fil des années a été leur structure de commission onéreuse. Nous tenons toutefois à faire remarquer que ces coûts ont baissé et que cela n'a pas été suffisamment souligné. Mais il nous paraît important aussi de préciser que, comme pour toute chose, le coût doit refléter la valeur apportée. Or, nous apprécions l'alpha et sommes satisfaits de pouvoir en bénéficier si nous y mettons le prix.

Par ailleurs, il suffit de comparer cette structure de commission à celle d'un investissement «long-only» pour comprendre que cela en vaut vraiment la peine. Dans le tableau ci-après, nous comparons les deux types d'investissement avec différentes hypothèses d'alpha car il est primordial de saisir

la notion de «coût d'une unité d'alphav». Pour une stratégie «long-only» qui vise 1% d'alpha, celle-ci générera, sur une allocation d'USD 100 millions, le même niveau d'alpha d'USD 1 million qu'une stratégie ayant un objectif de 4% d'alpha sur une allocation d'USD 25 millions. Au final, le fonds alternatif affiche un coût par unité d'alpha inférieur à celui d'un fonds «long-only», en termes d'USD, en partant d'une simple hypothèse décrite dans le tableau ci-après.

Ce concept est souvent négligé dans la mesure où les spécialistes en allocation, les conseillers et les clients tendent à calculer le coût par unité de capital alloué, alors que la valeur réelle est le coût de la valeur que l'on peut extraire. L'exemple ci-dessous peut fonctionner avec différentes hypothèses de commission de gestion et de commission de performance.

Les 5 piliers pour un investissement réussi dans les hedge funds

Le moment apparaît désormais propice pour se réorienter vers les hedge funds, et nous présentons ci-après les principaux piliers sur lesquels s'appuyer pour pouvoir investir avec succès sur ce segment.

I. Approche «buy & hold» («achat et détention»)

Sur le court terme, plus la performance d'un actif ou d'un fonds est volatile, plus l'impact du timing d'entrée et de sortie est significatif. L'une des façons d'atténuer cet effet est d'investir dans des gérants de qualité qui viennent d'enregistrer une chute de leurs performances. Toutefois, ceci est souvent difficile

	Fonds «long-only»	Fonds alternatif
Investissement (en USD mio)	100	25
*Objectif d'alpha (hypothèse)	1,00%	4,00%
Montant de l'alpha (en USD mio)	1	1
Commission de gestion	0,85%	1,5%
Commission de performance	0%	15%
**Commissions versées (en USD mio)	0,85	0,71

*La performance totale correspond à la rémunération du cash + l'alpha: 5% + 4%

Source : UBP

à atteindre puisque, généralement, le fonds concerné a dès lors très mauvaise presse. Une autre solution consiste à investir dans un gérant à rendement régulier et à volatilité modérée (tels que les fonds multi-stratégies), car pour lui, le timing d'un seul investissement n'est pas aussi important. La troisième option est de suivre une approche de moyen à long terme du fait que certaines des performances peuvent être cycliques, et dans ce cas, la période de détention la plus propice devrait être de 3 ans au minimum. Cela peut permettre au spécialiste en allocation d'être moins dépendant du timing d'entrée et de sortie.

2. Prévision des performances

Nous cherchons à décomposer la performance des stratégies alternatives de la même façon que nous pouvons le faire pour les actions. La valorisation des actions peut ainsi se répartir entre variation des multiples, croissance des bénéfices attendue, et rendement du dividende. De même, les stratégies alternatives peuvent être scindées entre plusieurs types d'approches, notamment celle dite «Pure Alpha», caractérisée par des barrières élevées à l'entrée, celle dite «Strategy Alpha», qui inclut des modèles et des solutions



Source : UBP

apportant de la valeur ajoutée, ou encore celle qui se compose de «bêta de marché» («Market Beta») en fonction de l'exposition aux actions ou aux obligations fournie par la stratégie. Les gérants «Pure Alpha», soumis généralement à des contraintes de volumes de gestion, mériteraient d'être récompensés par des commissions supérieures, tandis que les deux autres catégories peuvent être accessibles au travers de solutions plus avantageuses en termes de coûts.

3. Allocation d'actifs

L'allocation d'actifs doit prendre en compte l'impact d'une exposition aux hedge funds sur le portefeuille dans sa globalité, et ne pas considérer ceux-ci de manière isolée, à l'instar de l'approche du modèle des fonds de dotation. Une fois que l'allocation d'actifs stratégique aux hedge funds a été déterminée (entre 15% et 30%), il est primordial pour pouvoir examiner la composition de la poche de hedge funds, d'évaluer quelles stratégies sont adaptées à l'environnement de marché actuel et futur. A ce titre, il faut identifier les éléments favorables et les obstacles pour chacune des stratégies envisagées. L'allocation d'actifs dépend aussi largement



des objectifs, notamment de performance et de risque, des principes directeurs, et des contraintes des investisseurs, comme la sensibilité aux autres classes d'actifs et les exigences en termes de liquidité. Etant donné que les stratégies en hedge funds se caractérisent généralement par une durée de détention à long terme, des décisions d'allocation d'actifs seront prises en cas de changement de régime de marché.

4. Sélection de gérants

Pour qu'un processus de sélection de gérants soit efficient, il convient tout d'abord d'avoir accès aux données et de cartographier l'univers d'investissement de façon à appliquer un premier niveau de filtrage («screening») quantitatif. Des métriques telles que la taille et l'expérience de l'équipe, la longueur de l'historique de performance («track record»), et les actifs sous gestion constituent de bons filtres initiaux. Ensuite, pour garantir le succès de l'approche, il est déterminant de procéder à une vérification rigoureuse («due diligence») sur le plan qualitatif, quantitatif et opérationnel. Enfin, rappelons qu'il est aussi fondamental de disposer d'une équipe expérimentée.

5. Construction de portefeuille : créer de la valeur ajoutée dans un portefeuille client

L'une des conséquences du changement de régime mentionné ci-dessus est que la corrélation entre les obligations et les actions, qui était négative depuis le début du siècle, est devenue positive, et l'est restée, depuis la fin 2021. Ce revirement a eu une incidence importante sur les portefeuilles traditionnels 60/40, et en particulier en 2022, lorsque les deux classes d'actifs ont souffert simultanément, ce qui s'est traduit par de lourdes pertes pour les investisseurs. Cette nouvelle situation, conjuguée aux incertitudes du marché, a conduit les investisseurs à repenser leur allocation d'actifs. Les investissements alternatifs peuvent dégager des performances attrayantes et apporter de la valeur ajoutée à un portefeuille traditionnel en donnant accès à des sources de performance diversifiées.

L'essentiel pour parvenir à une diversification de portefeuille réussie est de comprendre les facteurs de risque auxquels celui-ci est exposé. Une fois ces facteurs déterminés, la deuxième étape consiste à identifier les stratégies

qui permettront à l'investisseur d'atteindre ses objectifs de performance, tout en ajoutant différentes sources de performance. L'analyse des facteurs de risque d'un portefeuille, si elle est effectuée au moyen des méthodes statistiques les plus récentes, peut mettre en lumière des risques inattendus ou cachés. Comme le montre l'illustration ci-contre, une allocation d'actifs stratégique composée de 50% d'actions, 30% d'obligations, 15% de crédit et 5% d'instruments alternatifs est exposée de manière disproportionnée au facteur de risque des actions, soit 85%, tandis que moins de 10% peut être imputable à des facteurs relatifs aux obligations.

L'ajout de stratégies alternatives qui n'ont aucune corrélation avec les obligations ou les actions peut contribuer à apporter d'autres sources de performance, à limiter le risque lié aux actions, et à réduire la volatilité globale du portefeuille.

Où se situent aujourd'hui les opportunités au sein des hedge funds ?

Le régime de marché actuel, dans lequel nous nous trouvons depuis 2020, se caractérise par un champ d'opportunités plus vaste, ce qui devrait aider les hedge funds à générer des performances attrayantes à l'avenir. Les divers types d'opportunités offerts peuvent être classés selon le style d'investissement des différents hedge funds, comme suit:

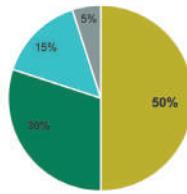
«Equity long/short»

Sur le segment «equity long/short», la dispersion entre les prix des actions de différentes sociétés est cruciale pour que les gérants actifs puissent générer un surcroît de rendement (autrement dit l'alpha) par rapport au rendement du marché (à savoir le bêta). L'approche «equity long/short» constitue un niveau supérieur de la gestion active car elle donne la possibilité de générer un supplément de rendement aussi bien au travers des positions longues que des positions courtes. Avec la fin des taux d'intérêt nuls, les prix des actions devraient refléter la santé relative des entreprises concurrentes.

Crédit

Sur le segment obligataire, alors que les courbes de rendement des marchés des obligations gouvernementales commencent

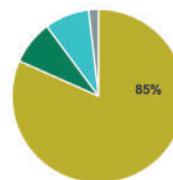
Allocation d'actifs stratégique



■ Equity ■ Bond ■ Credit ■ Alternatives

Source : UBP

Contribution au risque (en %)



■ Equity ■ Bond ■ Credit ■ Alternatives

à se pentifier; l'une des stratégies d'investissement les plus attractives est celle centrée sur la valeur relative et l'arbitrage. Cette approche, plus technique, vise notamment à détecter et capturer les écarts de prix minimes («mispricing») entre des instruments liquides similaires. Par ailleurs, dans le domaine du crédit, les taux de défaut ne devraient pas nécessairement augmenter de manière substantielle, mais la dispersion, l'élargissement des spreads, et la volatilité se traduisent par un ensemble d'opportunités attrayantes, en particulier l'arbitrage d'obligations convertibles, qui recèle de multiples caractéristiques pour générer à la fois des revenus et des gains en capital.

Stratégies de diversification

Les stratégies de diversification centrées sur l'évolution de la situation macroéconomique et sur les matières premières devraient continuer à présenter des opportunités nettement supérieures à la moyenne. L'augmentation de la volatilité sur l'ensemble des classes d'actifs ainsi que les incertitudes politiques constituent des facteurs favorables. Les stratégies génèrent de la performance en adoptant une position contraire au consensus, qui finit par être reconnue par le marché dans son ensemble. Cela peut se produire progressivement, avec notamment une stratégie axée sur les tendances ou le momentum, ou plus violemment, lors d'une crise du marché.

Conclusion

Les stratégies alternatives existent depuis de nombreuses décennies, et ce segment, qui a connu divers cycles, a nettement évolué et gagné en maturité. Les investisseurs disposent désormais d'un large éventail de stratégies et de formats d'investissement, lesquels peuvent jouer différents rôles au sein d'un portefeuille client.

Le modèle des fonds de dotation américains a généralement surperformé les portefeuilles institutionnels européens et suisses, et ce même après ajustement des coûts de couverture dans leurs devises respectives. L'une des raisons à cela est la proportion plus élevée d'investissements alternatifs dans leur allocation d'actifs. A noter que les institutions européennes et suisses pourraient tirer parti d'une approche similaire à celle des fonds de dotation américains. Au lieu de se concentrer uniquement sur le coût, le fait de prendre en compte le coût par unité d'alpha permet une mesure plus objective de la valeur ajoutée d'un investissement.

L'économie et les marchés financiers mondiaux apparaissent aujourd'hui confrontés à un environnement durablement plus complexe. En conséquence, les investisseurs devraient se préparer à ce que les performances provenant des actifs traditionnels tels que les actions et les obligations renouent avec leurs niveaux historiques ajustés du risque sur le long terme. Pour compenser cette compression des performances et l'augmentation de la volatilité, les stratégies alternatives devraient constituer une allocation stratégique au sein d'un portefeuille.

Enfin, les éléments clés pour construire une allocation adéquate aux stratégies alternatives se résument ainsi : a) un processus de «due diligence» rigoureux en matière d'investissement et sur le plan opérationnel afin de sélectionner les bons gérants, b) une compréhension approfondie des facteurs de risque au sein du portefeuille, et c) une définition précise des objectifs à atteindre, tels que le niveau de performance, le risque et les corrélations, ainsi que les lignes directrices, comme notamment la liquidité et les diverses expositions aux classes d'actifs.

UN PLACEMENT EN OR

dédié aux institutionnels



© peterschreiber.media - fotolia

Une solution d'investissement innovante pour faire travailler votre or par la mise à disposition de l'industrie.

Taux de rémunération nominal annuel (octobre 2024) 1.805%

CONINCO 

Explorers in finance



www.coninco.ch

coninco@coninco.ch

DISCLAIMER

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

Supervisé par
la FINMA
depuis 2012



Die Anlagechance in Infrastructure Debt



Pieter Welman
Head of Global Infrastructure

Barings

Viele institutionelle Anleger setzen auf Infrastrukturanleihen – sie wollen von ihren potenziellen Vorteilen profitieren, die von einer Illiquiditätsprämie gegenüber den öffentlich gehandelten Märkten bis hin zu einem besseren Asset-Liability-Matching reichen. Die Definitionen für Infrastructure Debt können unterschiedlich ausfallen. Wir stützen sie auf die Art des Vermögenswerts, der den Cashflow generiert. Dabei liegt der Schwerpunkt auf wesentlichen Objekten, die wichtige soziale oder wirtschaftliche Bedürfnisse erfüllen und das Potenzial haben, stabile, langfristige Cashflows zu erwirtschaften.

Unserer Ansicht nach umfasst das Infrastrukturuniversum heute sechs große Kategorien:

- Wirtschaftliche Infrastruktur und transportbezogene Vermögenswerte, einschließlich Mautstraßen und Flughäfen
- Versorgungsbetriebe und Pipelines, die in der Regel Wasser, Abwasser, Strom, Erdgas und sonstige Brennstoffe transportieren
- Infrastruktur für die Stromerzeugung wie Anlagen auf Basis erneuerbarer Energien
- Soziale Infrastruktur wie staatlich geförderte öffentlich-private Partnerschaften, sozialer Wohnungsbau, Krankenhäuser und Schulen
- Midstream- (Transport und Aufbereitung) und Speicheranlagen für Rohstoffe,

- Energie- und nicht auf Energie bezogene Anlagen
- Digitale Infrastruktur wie Masten, Glasfaserkabel und Rechenzentren.

Warum in Infrastructure Debt investieren?

Anlagen in Unternehmen und Einrichtungen im Bereich Infrastruktur können über verschiedene öffentliche und direkt originierte Aktien- und Renteninstrumente getätigert werden. Im Rentenbereich bieten sowohl das etablierte Investment-Grade-Segment des Marktes als auch der rasch wachsende High-Yield-Sektor potenzielle Vorteile für langfristige Anleger.

Zu den wichtigsten Merkmalen von Infrastrukturanleihen zählen ihre defensiven Eigenschaften. Infrastrukturanlagen erzielen in der Regel starke Cashflows und weisen hohe Eintrittsbarrieren auf. Da es sich um grundlegende Wirtschaftsgüter handelt, schneiden sie in Rezessionszeiten normalerweise gut ab. Darüber hinaus sind Schuldtitle in der Regel besichert, stehen in der Kapitalstruktur an vorrangiger Stelle und profitieren von Schutzklauseln, die an den Verschuldungsgrad oder die Zinsdeckung gebunden sind. Aufgrund der hohen Qualität von Infrastrukturanleihen und des wesentlichen Cha-

rakters der erbrachten Dienstleistungen wurden in der Vergangenheit zudem nur geringe Verluste verzeichnet – in Verbindung mit hohen Rückgewinnungsquoten und einer niedrigen Ratingvolatilität.

Schuldtitle, die direkt begeben werden, sind tendenziell weniger liquide als ihre Pendants auf den öffentlichen Märkten. Daher bieten Infrastrukturanleihen seit jeher höhere Renditen, um diese Illiquidität zu kompensieren. Über die Jahre haben langfristige Anleger eine Illiquiditätsprämie von deutlich mehr als 50 Basispunkten (Bp.) für Investment-Grade-Kredite und von weit über 100 Bp. für Kredite unterhalb von Investment-Grade erhalten!. Die Anlageklasse kann auch ein wirksames Mittel zur Diversifikation in einem Portfolio sein, das traditionelle, langfristige Rentenwerte wie Staatsanleihen und öffentliche Investment-Grade-Unternehmensanleihen sowie Direktkredite enthält. Infrastrukturprojekte erstrecken sich auf öffentliche und direkt originierte Schuldtitle mit und ohne Rating sowie auf Regionen und eine breite Palette von Branchen, die alle ein einzigartiges Renditeprofil aufweisen.

Schließlich ist Infrastructure Debt aufgrund der Langfristigkeit vieler direkter Infrastrukturinvestitionen (in der Regel fünf bis 30 Jahre) und der sehr gut vorhersehbaren Cashflows, die durch die finanzierten Anlagen erwirtschaftet werden, für Versicherungsunternehmen besonders attraktiv – vor allem zur Abstimmung von langfristigen Forderungen und Verbindlichkeiten und als Ergänzung oder Ersatz für Immobilienallokationen.

Neue Impulsgeber für Chancen bei Infrastructure Debt

Angesichts des weltweiten Bedarfs zur Erneuerung von veralteter Infrastruktur und zur Schaffung neuer Formen, um veränderten Bedürfnissen gerecht zu werden, dürften noch auf lange Sicht Anlagechancen bei Infrastrukturanleihen bestehen. Vier

Dieser Artikel dient nur der Verwendung durch Anlageexperten zu Informationszwecken und stellt daher kein Angebot für ein Wertpapier, ein Produkt, eine Dienstleistung oder einen Fonds dar, einschließlich eines von Barings, LLC (Barings) oder einem verbundenen Unternehmen aufgelegten Anlageprodukts oder Fonds. Die vom Verfasser dargestellten Informationen geben die Meinung des Verfassers zum angegebenen Datum wieder und spiegeln möglicherweise nicht die tatsächlichen Informationen eines von Barings oder einem verbundenen Unternehmen verwalteten Anlageprodukts oder Fonds wider. Weder Barings noch eines seiner verbundenen Unternehmen garantieren die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen und übernehmen keine Verantwortung für direkte oder Folgeschäden, die sich aus deren Verwendung ergeben. DIE WERTENTWICKLUNG DER VERGANGENHEIT IST NICHT UNBEDINGT EIN HINWEIS AUF ZUKÜNTIGE ERGEBNISSE. Eine Investition birgt stets das Risiko eines Verlusts. 24/3883717.

wichtige, miteinander verknüpfte Trends beeinflussen diese starke und anhaltende Nachfrage:

1. Übergang zu saubereren, erneuerbaren Energiequellen wie Solar- und Windkraft, Biomasse, Wasserstoff und Wasserkraft
2. Zunehmende Elektrifizierung, da die Bemühungen um eine Dekarbonisierung mit der Umstellung auf eine rein elektrische Wirtschaft zusammenfallen und Nachfrage nach Ladestationen, Speichermöglichkeiten und der Modernisierung von Verteilernetzen schaffen
3. US- und EU-Regierungspolitik zur Förderung von Infrastrukturausgaben
4. Das beschleunigte Tempo der Digitalisierung, das die Nachfrage nach Rechenzentren, Mobilfunkmasten, Glasfaserkabeln und anderen Bausteinen der digitalen Infrastruktur antreibt.

Da staatliche Stellen allein diese Nachfrage nicht bedienen können, sind zunehmend private Investitionen – oft in Verbindung mit Regierungsausgaben – erforderlich. Infrastrukturgeschäfte werden bereits vermehrt direkt originiert und privat ausgehandelt. Manager mit starken Originierungsplattformen und langfristigen Beziehungen zu großen, angesehenen Eigenkapitalsponsoren sind besonders gut aufgestellt, um Zugang zu den attraktivsten Transaktionen zu erhalten und die besten Gelegenheiten für Anleger ausfindig zu machen. ■

I - Quelle: Barings. Stand: September 2024.



Schweizer Aktien: die Stärke von Swiss Made



Bruce Crochat
Leiter institutionellen PM

BCGE

Trotz der Qualität der Unternehmen, die den Schweizer SPI bilden, hat sich der Schweizer Aktienmarkt über ein Jahr, drei Jahre und fünf Jahre schlechter entwickelt als seine europäischen und US-amerikanischen Pendants¹. Dies lässt sich durch mehrere Faktoren erklären:

Insbesondere die sektorale Allokation und der defensive Ansatz des Schweizer Marktes sind für diese Underperformance verantwortlich. Der SPI besteht zu 53% aus defensiven Sektoren, im Vergleich zu 29% in Europa und 35% in den USA. In Aufwärtsphasen, wie sie in den in dieser Analyse betrachteten Zeiträumen zu beobachten waren, hat die Gewichtung dieser Sektoren die relative Performance stark beeinträchtigt. Namentlich der Gesundheitssektor hatte einen negativen Einfluss auf die relative Performance, da er in der Schweiz 32 % des Marktes ausmacht. In Europa sind es

lediglich 7% und in den USA 12%.

Ein weiterer wesentlicher Grund für die Underperformance ist die starke Untergewichtung des IT-Sektors, der nur 2% des Schweizer Marktes ausmacht, gegenüber 15% in Europa und 32% in den USA.

Eine weitere Erklärung für die Underperformance in Lokalwährung findet sich, wenn man die Performance in drei Quellen aufschlüsselt: die Wiederanlage der Dividenden, die Entwicklung der Bewertungskennzahlen und das Gewinnwachstum.

Während die Wiederanlage der Dividenden bei Schweizer Unternehmen den grössten Beitrag leistete und die Hälfte der Performance über fünf Jahre ausmachte, stiegen die Bewertungskennzahlen nur um 5 %. Das ist zwar mehr als in Europa, aber weit weniger

als das in den USA verzeichnete Wachstum von 27%. Das wichtigste Unterscheidungsmerkmal ist jedoch das Gewinnwachstum. In der Schweiz beträgt es lediglich 13%, während es in Europa bei 36% und in den USA bei beeindruckenden 65% liegt (was insbesondere dem Informationstechnologie-Sektor zu verdanken ist).

Das Gewinnwachstum in der Schweiz mag auf Indexebene enttäuschend erscheinen, allerdings bringt es die Leistung der Unternehmen, aus denen sich der Index zusammensetzt, aus zwei Gründen nicht voll zum Ausdruck:

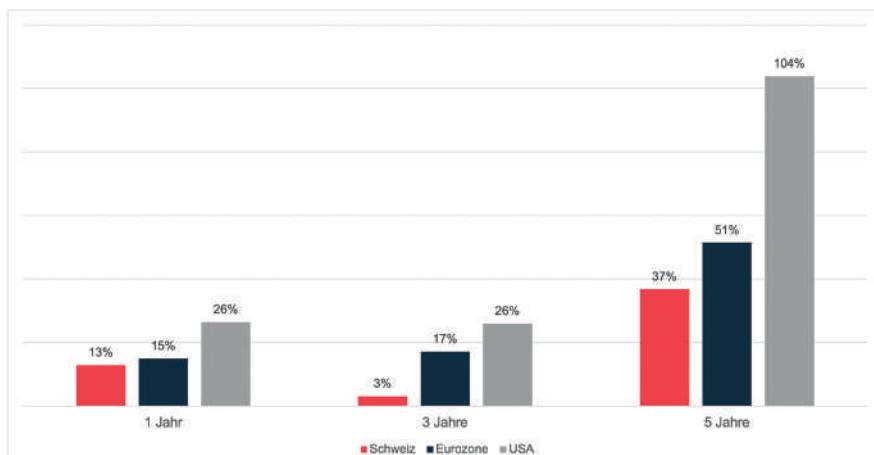
- Erstens wurde es durch die Verteuerung des Frankens um mehr als 23% in diesem Zeitraum negativ beeinflusst², was die internationale Exporttätigkeit in Franken belastete. Die im SPI vertretenen Unternehmen erzielen mehr als 92% ihres Umsatzes im Ausland.³
- Zweitens spielte auch der sektorale Ansatz eine nicht zu unterschätzende Rolle, da das Gewinnwachstum im Gesundheitssektor im Vergleich zu anderen Regionen sowohl absolut als auch relativ gesehen gering war.

All diese Faktoren werfen die Frage auf, ob die Schweizer Unternehmen in der Lage sein werden, sich zu erholen und wieder einen nachhaltigen Wachstumspfad einzuschlagen.

Dennoch sieht die Zukunft alles andere als düster aus. Wir sind gegenüber Schweizer Aktien sehr positiv eingestellt, was sich in einer deutlichen Übergewichtung in unserer Gesamtallokation widerspiegelt (16% im Vergleich zu 2% bei unserer Benchmark).

Unsere Positionierung lässt sich in erster Linie durch die charakteristischen Qualitäten der Schweizer Unternehmen erklären. So spielen sie in ihrem jeweiligen Markt jeweils eine führende Rolle (Nischenplayer), was sich in einer sehr hohen Bruttomarge niederschlägt (48,7%, d. h. 12,4 Prozentpunkte höher als in Europa und vergleichbar mit den USA). Dadurch können Unternehmen entschieden mehr in Forschung und Entwicklung investieren (7,7% des Umsatzes in der Schweiz gegenüber 4,4% in Europa und 9,1% in den USA), was im Vergleich zur europäischen Konkurrenz für einen strukturbedingten Zuwachs an Marktanteilen und somit für Wachstum sorgt. Investitionen in F&E gehören zur DNS von Schweizer Unternehmen und lassen sich auch durch die Aufwertung des Frankens erklären, die einen

Abbildung I - Performance Total Return in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg, BCGE Asset Management, Daten per 30.8.2024

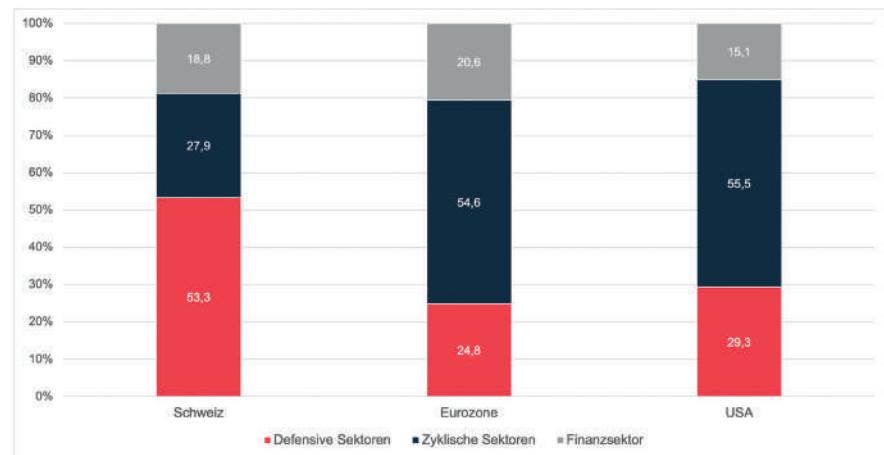
fast schon strukturellen Kostennachteil schafft und die Unternehmen antreibt, sich durch Qualität und Innovation von der Konkurrenz abzuheben. Ausserdem liegt die Rendite von Schweizer Unternehmen auf das Anlagekapital (Verhältnis zwischen freiem Cash Flow und Anlagekapital) bei 11,7%, d. h. 300 Basispunkte höher als bei europäischen Unternehmen. Sie liegt damit aber immer noch weit hinter der in den USA, wobei das Verhältnis dort durch die grossen Technologieunternehmen verzerrt ist, die nur über sehr wenig Anlagekapital verfügen. Wenn man die Magnificent 7 (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia und Tesla) aus der Berechnung herausnimmt, sinkt das Verhältnis von 22,9% auf 12,5%.

Ausserdem sollte auch das ausgezeichnete Risiko-Rendite-Verhältnis des Schweizer Marktes hervorgehoben werden, der eine annualisierte Volatilität über 5 Jahre von 12,9% aufweist, was 29% unter dem europäischen Markt und 30% unter dem amerikanischen Markt liegt. So betrug die Sharpe Ratio (der risikoadjustierte Ertrag) des Schweizer Marktes über fünf Jahre für einen Anleger mit Referenzwährung Schweizer Franken 0.48. Das ist etwas weniger als für den US-Markt (0.53), liegt aber weit über dem europäischen Markt (0.26).

Die sektoralen Ansätze sorgen ausserdem dafür, dass das Beta für den Schweizer Markt im Vergleich zu einem globalen Index lediglich 0.75 beträgt, während Europa ein Beta von 1.05 und die USA von 1.10 aufweisen. Er wird somit nicht komplett vom Anstieg der Aktienmärkte profitieren, den Rückgang aber weitgehend begrenzen können. Ein letztes Mass für den defensiven Aspekt des Schweizer Marktes ist die Berechnung des maximalen Verlusts. Er betrug über fünf Jahre -26,3%, im Vergleich zu -38,1% für Europa und -34,1% für die USA. Die Erholung von diesem maximalen Verlust war in der Schweiz mit 303 Tagen ebenfalls kürzer. In Europa dauerte es 356 Tage, in den USA hingegen lediglich 135 Tage.

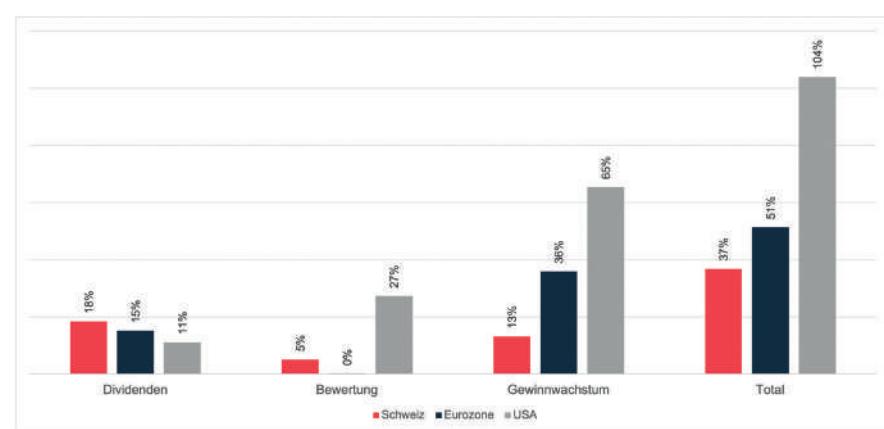
Neben diesen strukturellen Aspekten, die die Stärke von Swiss Made verdeutlichen, spricht auch die kurzfristige Dynamik für Schweizer Aktien, insbesondere aufgrund der Stabilisierung des Frankens (-0,2% von Anfang Jahr bis Ende August), vor allem aber dank einer Gewinndynamik, die sich in der zweiten Jahreshälfte 2024 und 2025 noch beschleunigen

Abbildung 2 - Branchenvergleich



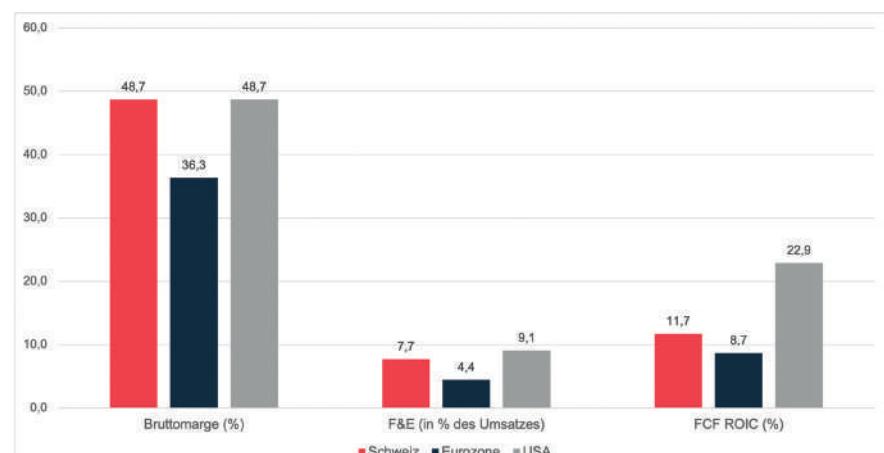
Quelle: BCGE Asset Management, Daten per 30.8.2024

Abbildung 3 - Aufschlüsselung der Performance über 5 Jahre



Quelle: Bloomberg, BCGE Asset Management, Daten per 30.8.2024

Abbildung 4 - Vergleich von Finanzindikatoren

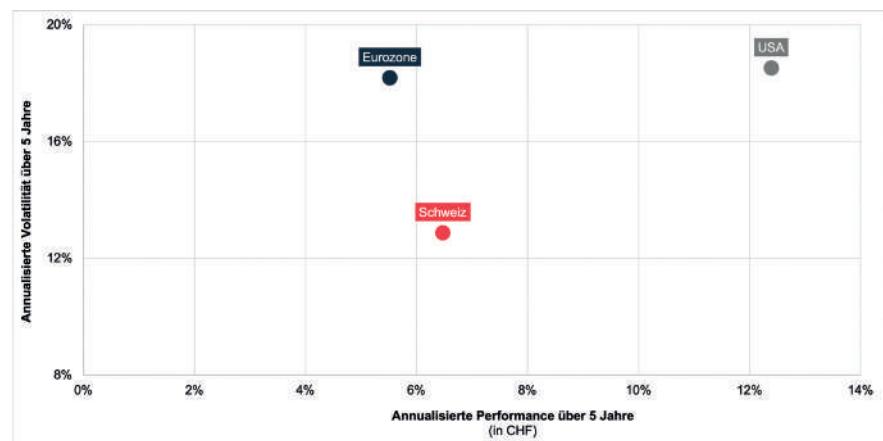


Quelle: Bloomberg, BCGE Asset Management, Daten per 30.8.2024

und deutlich höher als in Europa und ähnlich wie in den USA ausfallen dürfte. Das positive Gewinnmomentum, gekoppelt an eine angemessene relative Bewertung (KGV 16% tiefer als der US-Markt im Vergleich zu einem Durchschnitt von -5%), lässt uns optimistisch auf die Performanceaussichten des Schweizer Aktienmarkts blicken.

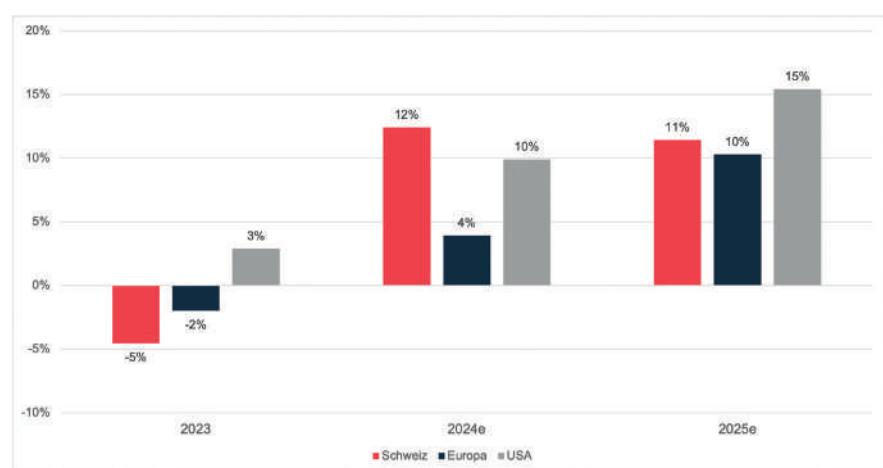
Die Qualität der Schweizer Unternehmen wird zwar allgemein anerkannt. Dennoch zeigen gewisse – vor allem internationale – Investoren zurzeit nur wenig Interesse. Wir halten es jedoch für angebracht, die unseres Erachtens nach wie vor gültige Investitionsthese noch einmal zu unterstreichen. In den Schweizer Markt zu investieren bedeutet, in Unternehmen mit dominanten und oftmals führenden Positionen zu investieren, die stark in Innovationen engagiert sind, welche wiederum für steigende Marktanteile und hohe Preissetzungsmacht sorgen. Die Innovationen sorgen außerdem für eine kontinuierliche Verbesserung des Mixes der verkauften Produkte oder Dienstleistungen, wodurch die Profitabilität gestützt und verbessert wird. Die geringe Verschuldung sowie der hohe generierte freie Cash Flow sprechen ebenfalls für Schweizer Unternehmen. Sie ermöglichen den Unternehmen weitere Investitionen in ihr Geschäft und sorgen dadurch für weiteres Wachstum. In einem solchen Qualitätsmarkt ist Selektivität natürlich von entscheidender Bedeutung, da die Gewinner von morgen nicht allein aufgrund der Marktkapitalisierung ausgewählt werden können, sondern vielmehr nach einer gründlichen Analyse und aufgrund fundierter Kenntnisse der Unternehmen und ihrer Perspektiven.

Abbildung 5 - Risiko-Rendite-Verhältnis über 5 Jahre, in CHF



Quelle: Bloomberg, BCGE Asset Management, Daten per 30.8.2024

Abbildung 6 - Erwartetes Gewinnwachstum



Quelle: I/B/E/S, BCGE Asset Management

1 - Daten per 30.August

2 - Quelle: Citi, basierend auf dem effektiven nominalen Wechselkurs des CHF

3 - Quellen: BCGE Asset Management, Jahresberichte, gewichteter Durchschnitt des SPI

Europäische Senior-Privatverschuldung: Ein attraktives Rendite/Risiko-Paar für Schweizer Pensionskassen?



Charles-Henri Clappier
Partner Head of KSO France
& Business Development

KARTESIA

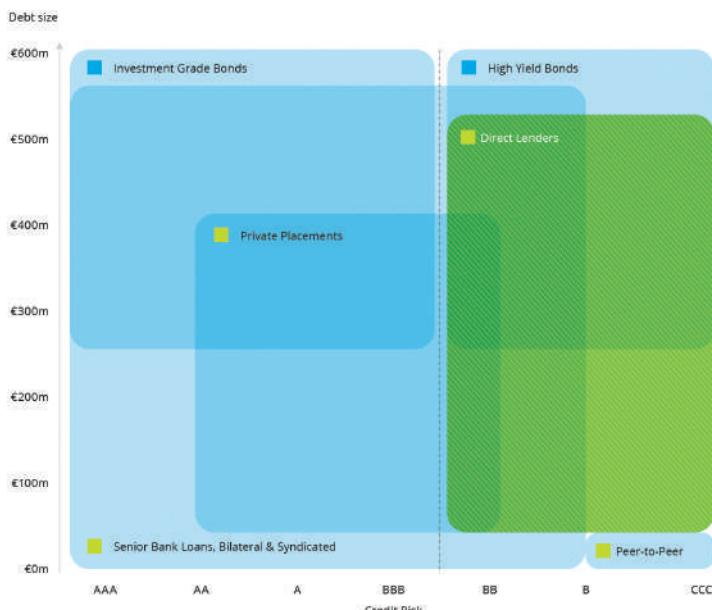
Gauthier de La Rochefoucauld
Senior Client Relationship Manager;
Head of Romandie



CANDRIAM

Der früher von Banken dominierte Private Debt-Sektor in Europa hat insbesondere nach der globalen Finanzkrise einen tiefgreifenden Wandel durchlaufen. Private Debt beschreibt hierbei die Kreditvergabe an private Unternehmen. Während diese Art der Finanzierung früher weitgehend grossen Unternehmen vorbehalten war, hat sie sich erheblich für den Markt mittelständischer Unternehmen geöffnet. Die Krise und ein

damit einhergehender neuer regulatorischer Rahmen (z.B. Basel III), zwangen die Banken, ihre Strategien zu überdenken und das Halten gehobelter Kredite in ihren Bilanzen einzuschränken. Dieser Rückzug der Banken hinterließ eine Lücke, welche schnell von Direktkreditgebern (sogenannten Private Lenders) eingenommen wurde, wodurch sich die Landschaft der Unternehmensfinanzierung in Europa deutlich veränderte.



Quelle: "Direct lenders poised, for action in uncertain market". Deloitte Alternative Lender Deal Tracker, spring 2021

I. Die Entwicklung der Rolle von Direct Lenders in Europa

Die Kreditvergabe innerhalb des Lower Mid Market, in welchem sich mittelständische Unternehmen befinden, wurde historisch von Banken dominiert. Mit den nach der Krise eingeführten Beschränkungen haben die Banken jedoch ihre Exponierung gegenüber gehobelten Krediten verringert, was es den Direct Lenders ermöglichte, als tragfähige Alternative aufzutreten. Direct Lenders bieten flexible, auf die spezifischen Bedürfnisse der Unternehmen zugeschnittene Finanzierungen an – unter oft weniger strengen Bedingungen als die von den Banken angebotenen Lösungen. Zudem sind sie in der Lage, das Unternehmenswachstum mittel- bis langfristig mit einem hohen Maß an Ausführungs Sicherheit zu finanzieren. Der Marktanteil von Direct Lenders hat sich in den letzten Jahren signifikant erhöht, sodass sie inzwischen über 50% der Finanzierungen in diesem Segment vergeben.

Direct Lenders haben sich vor allem als wichtige Partner für Unternehmen etabliert, die von Private Equity Sponsoren unterstützt werden. Um ihre Renditen zu steigern, versuchen diese Sponsoren, welche meistens über erhebliche finanzielle Ressourcen verfügen, den Verschuldungsgrad zu maximieren. Da dieses Vorgehen teilweise zu Lasten des Gläubigerschutzes geht, haben Direct Lenders neue Lösungsansätze entwickelt, welche die Finanzierungsbedürfnisse der Unternehmen mit einem angemessenen Schutzniveau für ihre Investitionen in Einklang bringen.

Einige Direct Lenders, wie zum Beispiel Kartesia, sind auch in Transaktionen ohne Sponsorenbeteiligung sehr aktiv und arbeiten eng mit den geschäftsführenden Anteilseignern zusammen. Diese Geschäfte erfolgen unter konservativeren Bedingungen und bieten dabei einen geringeren Verschuldungsgrad sowie höhere Renditen. Da die Kreditgeber sich hierbei als Partner der Unternehmen positionieren und diese dementsprechend weit über die reine Finanzierung hinaus begleiten, erfordern Transaktionen ohne Sponsorenbeteiligung eine besondere Expertise: Vergeber von direkten Krediten zeichnen sich durch ihre Fähigkeit aus, den Kreditnehmern bereits in den frühen Phasen des Finanzierungsprozesses Sicherheit zu bieten. Weiterhin sind Agilität und eine

schnelle Umsetzung entscheidende Vorteile gegenüber traditionellen Banken, welche in ihren Entscheidungsprozessen langsamer und weniger flexibel sind.

2. Das Private Debt Universum

Das Private Debt Universum umfasst verschiedene nicht börsennotierte Finanzierungsinstrumente wie syndizierte und vorrangige Kredite, die häufig von Banken bereitgestellt werden, sowie Privatplatzierungen und direkte Kredite, die in der Regel nicht über Banken vermittelt werden. Private Debt bezieht sich hauptsächlich auf den Bereich unterhalb des Investment-Grade-Ratings (BB bis CCC), wobei die Transaktionen in der Regel zwischen etwa 10 und 500 Millionen Euro liegen.

Obwohl die Finanzierungslösungen im Bereich Private Debt als besonders flexibel und anpassungsfähig gelten, teilen sie einige gemeinsame Merkmale: In den meisten Fällen sind die Zinsen variabel und die Laufzeit der Kredite beträgt zwischen 5 und 7 Jahren. Der Verschuldungsgrad kann, abhängig von den Investitionsmandaten der Kreditgeber, bis zum Sechsachen der Netto-Verschuldung im Verhältnis zum EBITDA betragen. Die Rückzahlung erfolgt in der Regel endfällig mit einer Schutzklausel für den Ertrag durch eine Vorfalligkeitsentschädigung („non-call period“). Die Kreditbedingungen und Sicherheiten werden je nach Anforderungen der Kreditgeber, den Bedürfnissen des Kreditnehmers und den Marktbedingungen individuell ausgehandelt.

3. Renditepotenzial

Aufgrund einer Illiquiditätsprämie, bietet Private Debt in der Regel höhere Renditen als öffentliche Anleihen bei einem ähnlichen Risikoprofil. Mittelständische Unternehmen, die nicht immer Zugang zu den öffentlichen Märkten haben oder die starren Bedingungen börsennotierter Anleihen umgehen möchten, wenden sich an Direct Lenders. Im Gegenzug für die flexiblen und maßgeschneiderten Finanzierungslösungen, die sie erhalten, sind die Unternehmen bereit, höhere Zinssätze zu zahlen, was das Renditepotenzial für Investoren erhöht. Um sich für diese Art der Finanzierung zu qualifizieren, müssen Kreditnehmer oft umfangreiche Prüfungen durchlaufen und zusätzliche Bedingungen im Kreditvertrag akzeptieren.

4. Risikoprofil

Das Risikoprofil von Private Debt unterscheidet sich von dem traditioneller öffentlicher Schuldeninstrumente. Das Hauptrisiko liegt in der Illiquidität dieser Anlagen. Im Gegensatz zu öffentlichen Anleihen, die leicht auf Sekundärmarkten gehandelt werden können, handelt es sich bei direkten Krediten um langfristige Investitionen mit begrenzter Liquidität, welche jedoch durch höhere Renditen kompensiert wird.

Direktkredite können auch zur Diversifizierung des Zinsrisikos genutzt werden. Die meisten dieser Kredite sind an Referenzzinssätze gekoppelt, wodurch sie weniger

empfindlich auf Zinsschwankungen reagieren als festverzinsliche Anleihen. Dies ermöglicht es Investoren, ihre Portfolios zu diversifizieren und gleichzeitig ihr Risiko gegenüber Zinsschwankungen zu verringern. Darüber hinaus sind viele private Verschuldungen mit einer Zinsuntergrenze, dem sogenannten „interest rate floor“, strukturiert.

5. Geringe Volatilität

Ein weiterer wesentlicher Vorteil von Private Debt ist die geringe Volatilität. Im Gegensatz zu börsennotierten Vermögenswerten, die täglichen Preisschwankungen auf den Finzmärkten ausgesetzt sind, handelt es sich bei Private Debt um eine Investition, die nicht von kurzfristigen Marktbewegungen beeinflusst wird. Es gibt keinen Marktpreis für direkte Kredite, was sie von Natur aus zu einer Anlage mit geringer Schwankungsbreite macht.

Im Gegensatz dazu ist die Volatilität von Anlagen an öffentlichen Märkten oft durch externe Faktoren, wie die Stimmung der Investoren, beeinflusst, die Preisschwankungen verstärken können - insbesondere in Phasen akuter Panik an globalen Märkten. Privatverschuldung ermöglicht es Investoren, in Zeiten wirtschaftlichen Abschwungs ihre Renditen zu bewahren, während sie in Phasen des Wachstums trotzdem vom Expansionspotenzial profitieren können.

Die niedrige Volatilität dieser Anlageklasse ist auch auf ihre geringe Sensibilität gegenüber

Risk Return profile - 3 years to Sept 2023



Quelle: Candriam, ICE BofA, Thomson Reuters, Credit Suisse, Palmer Square, Prequin, MSCI

Zinserhöhungen zurückzuführen und darauf, dass Private Debt nicht nach der „Mark to Market“- Methode bewertet wird. Diese fehlende laufende Neubewertung der Anlagen zum Marktwert trägt zur Stabilität der Renditen bei.

6. Diversifikation

Diversifikation ist für Investoren von großer Bedeutung, insbesondere, da die Korrelationen zwischen verschiedenen traditionellen Anlageklassen in den letzten zehn Jahren zugenommen haben. Da direkte Kredite in der Regel eine geringe Korrelation mit den meisten börsennotierten Vermögenswerten aufweisen und mehrere Dutzend Vermögenswerte aufweisen, ist Private Debt hinsichtlich Portfoliodiversifikation besonders attraktiv.

Zusätzlich zu den traditionelleren, auf Kreditqualität, Zinssätzen, Inflation und Aktienperformance beruhenden Ertragsquellen, können durch Private Debt neue Einkommensmöglichkeiten erschlossen werden, welche aus der Illiquidität und der Kompetenz der Verwalter resultieren. Dies ermöglicht es den Investoren, nicht nur ihre Vermögenswerte, sondern auch ihre Ertragsquellen zu diversifizieren, was das Risiko-Rendite-Profil ihres Portfolios insgesamt verbessern kann.

Da die meisten Private Debt Transaktionen variable Zinssätze aufweisen, tragen sie außerdem dazu bei, das Zinsrisiko festverzinslicher Wertpapiere börsennotierter Unternehmen zu mindern. Dies bietet zusätzlichen Schutz vor Zinsschwankungen, was in einem Marktumfeld, in dem die Zinssätze erheblich schwanken können, besonders wichtig ist.

7. Geografische Entwicklung des Private Debt Markt in Europa

Der Markt für Private Debt in Europa hat sich in den letzten zehn Jahren erheblich weiterentwickelt, wobei insbesondere in Ländern wie Frankreich und dem Vereinigten Königreich ein bemerkenswerter Anstieg in der Anzahl vergebener Direktkredite zu verzeichnen ist. Laut dem „Deloitte Private Debt Deal Tracker“, sind etwa 60% der in den letzten zehn Jahren vorgenommenen strukturierten Transaktionen auf diese beiden Länder zurückzuführen. Allerdings haben auch an-

dere Regionen wie Deutschland, die Benelux-Staaten und Italien eine Zunahme der Aktivitäten verzeichnet, was eine geografische Diversifizierung der Chancen im Bereich der Direktkredite in Europa widerspiegelt.

Diese Diversifizierung ist teilweise auf den Rückzug der Banken zurückzuführen, die früher den Markt für gehobelte Kredite dominierten. Heutzutage konzentrieren sich die Banken hauptsächlich auf die Kreditvergabe und -vermittlung, während die Direct Lenders für die Kreditstrukturierung und -finanzierung zuständig sind.

8. Fazit

Das vielfältige Private Debt Universum, welches unterschiedliche Segmente und individuelle Anpassungsmöglichkeiten bietet, stellt für Investoren eine Reihe von Optionen zur Verfügung, um ihre Anlagestrategie auf ihre spezifischen Ziele abzustimmen. Ob zur

Diversifizierung eines Portfolios, zur Absicherung gegen Volatilität oder zur Maximierung der Renditen – Private Debt bleibt ein effektives Instrument zur Erreichung dieser Ziele im aktuellen Investitionsumfeld.

Durch die Illiquiditätsprämie, die Flexibilität der Finanzierungsstrukturen und die geringe Volatilität hat sich Private Debt als attraktive Anlageklasse für Investoren etabliert, die nach höheren Renditen bei überschaubarem Risiko suchen. Zudem bietet sie eine wertvolle Möglichkeit, Portfolios gegen die zunehmende Korrelation zwischen traditionellen Anlageklassen abzusichern und durch die Expertise spezialisierter Verwalter zusätzliche Wertsteigerungen zu erzielen.

Der europäische Markt für Private Debt zeichnet sich als weiterhin wachstumsstark aus und bietet dementsprechend großes Potenzial für Anleger, welche bereit sind, in diese zwar illiquid aber ertragreiche Anlageklasse zu investieren. ■



Strategisches Engagement in Schwellenländern



Sabahudin Softic
Prokurist
Berater Institutionelle Kunden

CONINCO Explorers in finance SA



Quelle: Pexels.com

Der Anteil der sogenannten Schwellenländer am weltweiten BIP beträgt etwas weniger als 50% (nominale Daten für 2022, Quelle: Weltbank). Ihr Anteil an den Aktienmärkten ist jedoch noch weit davon entfernt, diesen Wert zu erreichen. Wenn man den MSCI World Index (Daten bis Ende August 2024, Quelle: iShares.com) heranzieht, der von den meisten Pensionskassen verwendet wird, liegt der Anteil der Schwellenländer bei 0%. Selbst bei der Verwendung des MSCI World All Countries Index, der insgesamt repräsentativer für die globalen Aktien sein soll, beträgt der Anteil der Schwellenländer insgesamt nur etwa 7%.

China macht isoliert betrachtet nur etwa 2% des „All Countries“ Index aus, dennoch ist es die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt, nach den USA. Letztere machen 64% desselben Index aus, obwohl die US-Wirtschaft nur etwa 25% des weltweiten BIP ausmacht (nominale Daten für 2022, Quelle: Welt-

bank). Interessant ist auch, dass China selbst im Schwellenländer-Index im Vergleich zu seinem wirtschaftlichen Gewicht unterrepräsentiert ist.

Die Anleger, die indexgebunden in internationale Aktien investieren, sind daher in der Regel nicht oder nur in geringem Masse in Aktien aus Schwellenmärkten engagiert. Auch diejenigen, die auf eine Diversifikation über aktive Fondsmanager setzen, sind je nach Strategie der gewählten aktiven Manager nicht zwangsläufig in diesen Märkten beteiligt.

Historische Ergebnisse

In der Vergangenheit wiesen die Schwellenländer im Vergleich zu den Industrieländern eine höhere Volatilität auf. Hinzu kommt, dass die Ergebnisse nicht immer übereinstimmten, da die Aktienmärkte der Schwellenländer in

den letzten Jahren tendenziell stagnierten, während jene der Industrieländer gleichmäßig gestiegen sind.

Dennoch scheint der Einstieg nach vielen schwierigen Jahren aus langfristiger Sicht vielversprechend zu sein. Die Vorwürfe, die in der Vergangenheit den Schwellenmärkte im Allgemeinen gemacht wurden, sind heute weniger relevant, da die Industrieländer unter den gleichen Sorgen leiden. Dazu gehören hohe Inflationsrisiken, Haushaltsdefizite sowie politische Instabilität. All diese Risiken sind in den Schwellenländern tendenziell zurückgegangen und in den Industrieländern gestiegen.

Langfristig wäre es sinnvoll, die internationale Aktienallokationen durch eine stärkere Gewichtung der Schwellenmärkte etwas ausgewogener zu gestalten. Damit soll ihrem wachsenden wirtschaftlichen Gewicht besser Rechnung getragen werden.

Es lässt sich feststellen, dass durch die Einführung von 25% der Schwellenländer (MSCI Emerging Market Index) eine ähnliche historische Volatilität im Vergleich zum MSCI World Net Index aufrechterhalten wird (15,02% vs. 14,89%), allerdings auf Kosten einer leicht geringeren annualisierten Performance (6,4% vs. 6,6%). Zudem ist erkennbar, dass die relative Performance der Schwellenmärkte in den letzten Jahren einen deutlich negativen Trend gezeigt hat. Aus rein quantitativer Sicht erscheint ein solcher Vorschlag daher kontraintuitiv.

Potenziale für die Zukunft

Aus einer zukunftsorientierten Perspektive ist das Potenzial der aufstrebenden Schwellenländer interessant. Ihre Aktienmärkte dürften in den kommenden Jahren wahrscheinlich stärker mit ihrem tatsächlichen wirtschaftlichen Gewicht übereinstimmen.

Lange Zeit war ein direktes Engagement in den Schwellenländern über lokale Unternehmen nicht erforderlich, da die Investitionen in multinationale Unternehmen in Industrieländern ausreichten, um vom globalen Wachstum, einschliesslich dem der Schwellenländer, zu profitieren. Jedoch sehen sich die grossen westlichen multinationalen Unternehmen in diesen Märkten zunehmend mit lokalen Wettbewerbern konfrontiert. Um das Poten-

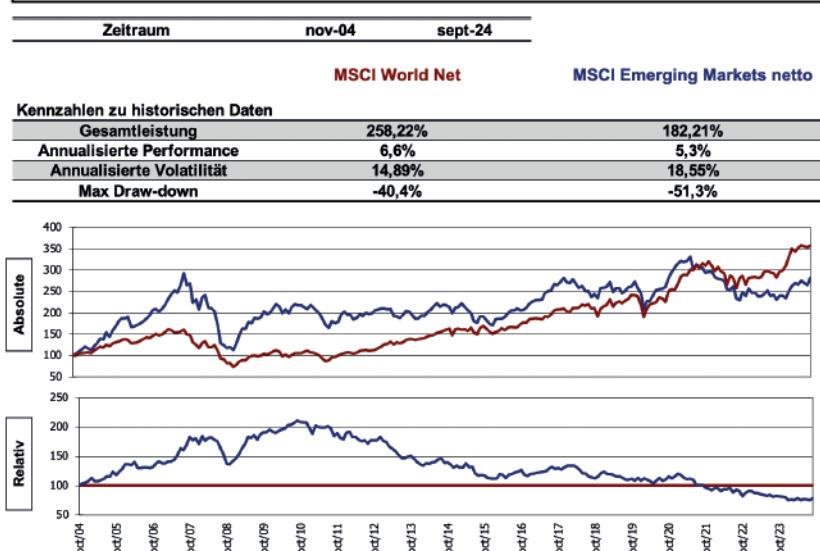
Geographic breakdown (%) - as of August 2024

MSCI World	MSCI World All Countries	MSCI Core Emerging Markets	
Vereinigte Staaten	71,41%	Vereinigte Staaten	64,02%
Japan	5,77%	Japan	5,23%
United Kingdom	3,78%	United Kingdom	3,47%
Kanada	3,05%	Irland	2,75%
Frankreich	2,86%	Kanada	2,73%
Switzerland	2,55%	Frankreich	2,50%
Germany	2,21%	Germany	2,43%
Australien	1,89%	Switzerland	2,29%
Niederlande	1,25%	China	2,06%
Denmark	0,95%	Taiwan	1,84%
Others	4.280000000000282	Others	10,68%
Gesamt	100,00%	100,00%	100,00%

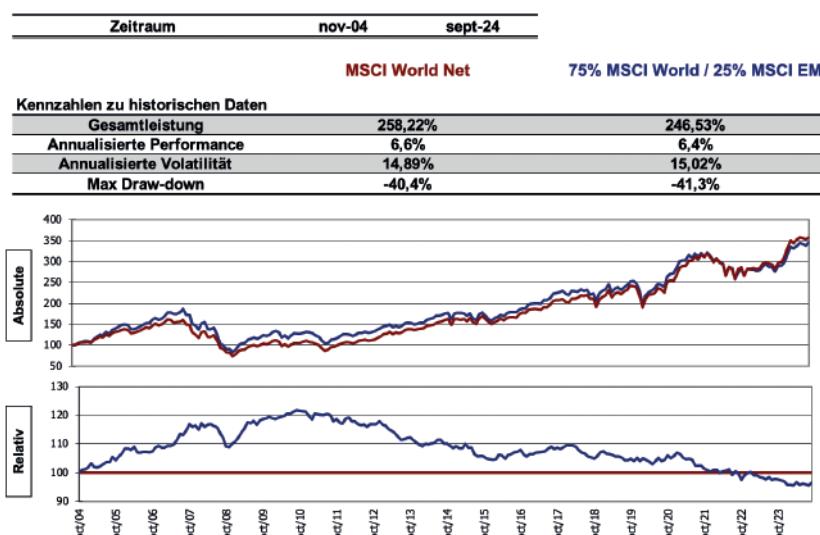
Quelle: CONINCO/Refintiv

zial der Schwellenländer nutzen zu können, ist es unerlässlich geworden, direkt in lokale Akteure in diesen Regionen zu investieren.

Der einfachste Weg ist wahrscheinlich, dies in die strategische Allokation zu integrieren, indem man eine Regel festlegt, die zu befolgen ist. Zum Beispiel, indem ihnen langfristig einen festen Anteil an der Allokation internationaler Aktien zugeteilt wird, ohne dass versucht wird, diese Gewichtung taktisch zu schwanken.

Vergleichende Analyse**MSCI Emerging Markets netto**

Quelle: CONINCO/Refintiv

Vergleichende Analyse**75% MSCI World / 25% MSCI EM**

Quelle: CONINCO/Refintiv

Sollten wir unsere Vermögenswerte absichern mit dem Ende der niedrigen Zinssätze, dem Interventionismus der Zentralbanken und der Rückkehr von Währungsschwankungen und Volatilität?



Benjamin Dubois
Head of Overlay

Edmond de Rothschild (Suisse) SA

Über ein Jahrzehnt, und das bis 2022, kannten die Devisen eine Phase geringerer Volatilität mit sogar eines historischen Tiefs im Jahr 2019. Diese Apathie am Devisenmarkt hatte viele Schweizer Anleger dazu veranlasst, ihre Währungsengagements ungeschützt zu lassen. Sollte man angesichts des Endes des Interventionismus der Zentralbanken, der niedrigen Zinsen und der Rückkehr der Währungsvolatilität sein Währungsengagement dennoch absichern? Auch wenn die Absicherungskosten gestiegen sind und sich der Schweizer Franken auf einem hohen Niveau befindet? Welche Absicherungspolitik sollte man in diesem neuen Umfeld verfolgen und gibt es Lösungen, um seine Absicherungsstrategie zu optimieren?

Absicherung des Währungsrisikos: die ewige Debatte

Die richtige Strategie zur Absicherung des Währungsrisikos war schon immer Gegenstand zahlreicher Debatten und Studien.

Auf der einen Seite stehen die Befürworter einer Politik der Nichtabsicherung, die das Nullsummenspiel des Devisenmarktes oder

die natürliche Absicherung zwischen Währungen und Anlageklassen nach dem Motto, „dass eine schwache Währung die Aktienkurse in die Höhe treibt“, hervorheben.

Auf der anderen Seite stehen die Befürworter einer systematischen, sogenannten pas-

siven Strategie, die die Auswirkungen von Währungsschwankungen auf das Portfolio vollständig ausblendet und es den Fondsmanagern ermöglicht, sich ausschliesslich um die Wertentwicklung der zugrundeliegenden Vermögenswerte zu kümmern.

Das Thema ist für Schweizer Anleger, die historisch gesehen stark in ausländischen Vermögenswerten engagiert sind, besonders heikel und rückt in den letzten Monaten mit der Rückkehr der Volatilität auf den Devisenmärkten und der starken Aufwertung des Schweizer Frankens wieder in den Vordergrund.

Um den gängigen vorgefassten Ideen den Wind aus den Segeln zu nehmen: Devisen haben einen erheblichen Einfluss auf ein Anlageportfolio.

1. Auch wenn man darüber streiten kann, ob es sich bei Währungen langfristig um ein Nullsummenspiel handelt, können die Auswirkungen von Währungsschwankungen erheblich sein, insbesondere in einem Umfeld, in dem die Performance von Pensionskassen oder Unternehmen über kurze Zeiträume (Kalenderjahr, Jahresende oder Quartal) gemonitornt und analysiert wird.

2. Die Korrelation zwischen Währungen und anderen Anlageklassen ist nahezu oder gleich null (siehe Grafik unten). Daher gibt es keine natürliche Absicherung.

Bonds	US Bonds	EU Bonds	UK Bonds	JP Bonds	USDCHF	EURCHF	GBPCHF	JPYCHF
US Bonds	1							
EU Bonds	0,67	1						
UK Bonds	0,65	0,83	1					
JP Bonds	0,36	0,41	0,36	1				
USDCHF	-0,22	-0,04	-0,07	-0,14	1			
EURCHF	-0,13	-0,07	-0,14	-0,06	0,39	1		
GBPCHF	-0,22	-0,05	-0,15	-0,10	0,54	0,56	1	
JPYCHF	0,08	0,18	0,18	0,04	0,49	0,16	0,26	1

Equities	S&P 500	Euro Stoxx 50	Footsie	Nikkei 225	USDCHF	EURCHF	GBPCHF	JPYCHF
S&P 500	1							
Euro Stoxx 50	0,77	1						
Footsie	0,77	0,78	1					
Nikkei 225	0,55	0,55	0,47	1				
USDCHF	-0,02	0,15	0,09	0,03	1			
EURCHF	0,21	0,22	0,17	0,17	0,39	1		
GBPCHF	0,16	0,23	0,04	0,22	0,54	0,56	1	
JPYCHF	-0,06	-0,01	0,02	-0,15	0,49	0,16	0,26	1

Vergangene Renditen und Volatilitäten sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Renditen und Volatilitäten und können im Laufe der Zeit variieren. Quelle: Bloomberg. Daten zum 30.09.2024. N.B.: Das Startdatum 01.01.1987 wurde gewählt, damit mehrere Marktzyklen in die statistische Analyse auf den folgenden Seiten einbezogen werden. Die Schlussfolgerungen würden sich bei anderen Beobachtungszeiträumen nicht wesentlich ändern.

Hier ein aktuelles Beispiel, das diese beiden Prinzipien verdeutlicht: Im Jahr 2022, als der Eurostoxx-Index im Jahresverlauf um 11,7% fiel, verlor der Euro fast 5% an Wert, wodurch sich der Verlust eines Schweizer Anlegers, der in europäischen Aktien engagiert war, um 34% erhöhte.

Allgemeiner ausgedrückt: In einem Portfolio, das 50/50 in ausländische Aktien und Anleihen investiert ist, macht das Wechselkursrisiko je nach Region 25% und 35% des Gesamtrisikos aus (siehe Studie unten) und kann nicht ignoriert werden.

Das Ende des starken Schweizer Franken?

Der starke Schweizer Franken könnte jedoch dazu führen, dass Schweizer Investoren ihre Absicherungen aufgeben, falls es in den kommenden Monaten zu einer Abwertung kommen sollte.

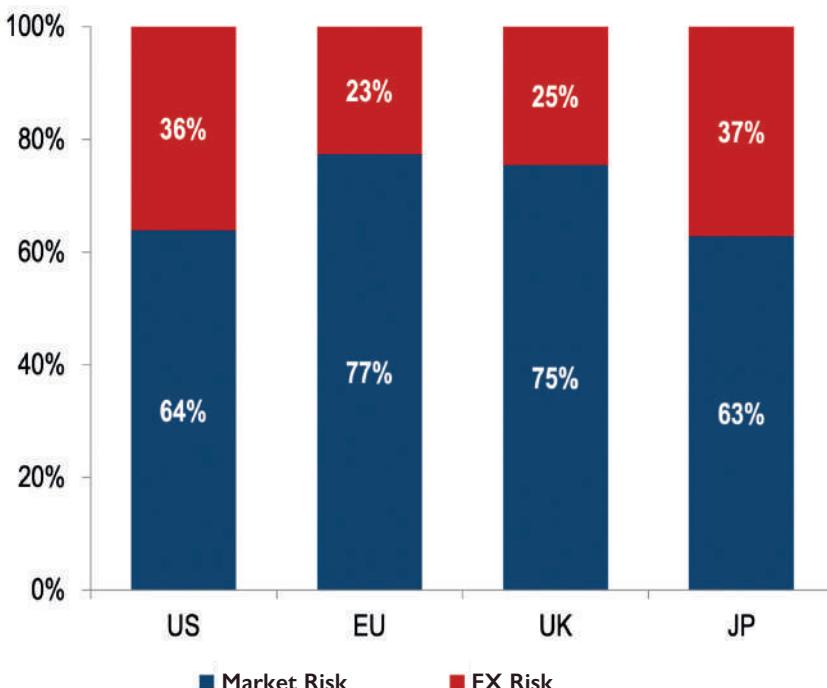
Zwar hatten die zahlreichen geopolitischen Konflikte (Krieg in der Ukraine, Konflikt im Nahen Osten) in den letzten Monaten nur begrenzte Auswirkungen auf die Märkte, doch jede Verschlechterung würde zu einer Aufwertung des Schweizer Franken führen, der seinen Status als Fluchtwährung beibehält.

Darüber hinaus könnte die Schuldenproblematik in den USA und Europa zu einem wichtigen Thema auf den Devisenmärkten werden und zu einer allgemeinen Demonetisierung führen. Der Anstieg des Goldpreises in den letzten Monaten ist vielleicht eine erste Auswirkung davon. In diesem Zusammenhang würde die Schweiz, deren Schulden viel geringer sind als die der anderen G10-Länder, sicherlich eine Stärkung ihrer Währung erfahren.

Eine Strategie ohne Absicherung erscheint daher im aktuellen Umfeld als eine potentielle Wette, die besonders riskant ist.

Absichern ja, aber wie?

Die gängigste Strategie zur Absicherung des Währungsrisikos ist die sogenannte passive Absicherung, die aus dem systematischen Verkauf von Forward/Futures-Kontrakten



Vergangene Wertentwicklungen und Volatilitäten sind kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen und Volatilitäten, die im Laufe der Zeit nicht konstant sind. Aktien: S&P500, Euro Stoxx 50, FTSE100 und Nikkei225 / Anleihen: Index. Citi Bond US, UK und JP. Quelle: Bloomberg - Daten: Januar 1987 bis September 2024. Das Risiko wird als Gesamtvarianz eines Portfolios aus 50% Aktien & 50% Anleihen für jede Region unter Verwendung des S&P500, FTSE 100, Nikkei 225 als Proxy ausgedrückt.

(Terminkontrakten) auf die Beträge des Währungsrisikos besteht.

Diese Strategie ermöglicht es zwar, das Währungsrisiko eines Anlageportfolios vollständig auszuschalten, hat aber zwei wesentliche Nachteile: hohe Kosten für Schweizer Investoren und eine hohe Bindung von Liquidität, um Margin Calls zu erfüllen.

Die Kosten für die Absicherung einer passiven Strategie entsprechen den Kursdifferenzen zwischen zwei Währungen. Für Schweizer Anleger waren diese Kosten bei den historisch niedrigen Zinsen der SNB immer erheblich und in den letzten Monaten, als die wichtigsten Zentralbanken die Zinsen wieder anhoben, sogar noch höher.

Derzeit kostet die passive Absicherung eines Euro-Exposures einen Anleger in Schweizer Franken 2,11% pro Jahr. Für die Absicherung eines US-Dollar-Exposures belaufen sich diese Kosten auf 3,6% pro Jahr.

Langfristig wirken sich diese wiederkehrenden Kosten deutlich auf die Performance der Portfolios aus und können die Angemessenheit dieser Strategie bei bestimmten Währungen berechtigterweise in Frage stellen.

So hätte eine systematische passive USD/CHF-Absicherung seit 2018 18,4% gekostet, was mehr ist als der Rückgang des Dollars im selben Zeitraum (-13,9%).

Es gibt jedoch Lösungen, um die Währungsabsicherungen zu optimieren. Die Erste besteht darin, die Laufzeiten der Forward-Kontrakte zur Absicherung zu optimieren. In Verbindung mit einer strikten Politik der „besten Ausführung“ („Best execution“) - systematischer Wettbewerb zwischen mehreren Banken/Liquiditätsanbietern bei der Ausführung von Absicherungsgeschäften) ermöglicht diese Optimierung eine Senkung der Absicherungskosten um etwa zehn Basispunkte pro Jahr:

Eine alternative Strategie, die als aktive oder dynamische Absicherung bezeichnet wird, besteht darin, das Absicherungsniveau im Laufe der Zeit entsprechend den Währungsbewegungen anzupassen. Ziel ist es, das Absicherungsniveau in Zeiten fallender Währungen zu erhöhen, indem der Betrag der Verkäufe von Forward-Verträgen gesteigert wird.

Umgekehrt wird das Hedging-Verhältnis in Zeiten steigender Währungen gesenkt, indem der Betrag der Forward-Kontrakte verringert wird.

Diese Strategie birgt ein zusätzliches Risiko für den Anleger, kann aber langfristig zu einer erheblichen Senkung der Absicherungskosten und einer Optimierung des Collateral-Managements führen.

Eine letzte Möglichkeit ist der Einsatz von Optionsstrategien. Wenn sich der einfache Kauf von Vanilla-Optionen zur Absicherung als viel zu teuer erweist, können Strategien, die den Kauf von Absicherungen und den Verkauf von Optionen zur Finanzierung kombinieren, eine effiziente Lösung darstellen. Wie eine passive Lösung bieten sie eine Vorhersehbarkeit der Kosten und Deckungsniveaus. Sie können sich jedoch als komplexer und teurer in der Umsetzung erweisen.

Unabhängig von der gewählten Absicherungsstrategie sollte sie Folgendes umfassen:

- Die Definition eines Referenzdeckungsniveaus („Benchmark“): Dieses ist ein Schlüsselement und entspricht dem neu-

tralen Deckungsniveau, um das die Strategie abweichen wird, und definiert das Risikoprofil des Programms.

- Regelmässige Überwachung des zugrundeliegenden Währungsrisikos. Eine Differenz zwischen dem abgesicherten Betrag und dem tatsächlichen Währungsrisiko kann erhebliche Auswirkungen auf die Performance haben. Die Währungsallokation des Anlageportfolios muss regelmässig überwacht werden, damit die Absicherungen im Falle einer erheblichen Veränderung der Währungsallokation angepasst werden können. Besondere Vorsicht ist geboten, wenn in Instrumente wie Fonds oder Zertifikate investiert wird. Die Referenzwährung des Vehikels ermöglicht es nicht, seine Währungsallokation zu bestimmen, denn nur eine detaillierte Analyse (Basiswerte, Absicherungspolitik des Fondsmanagers usw.) ermöglicht es, das tatsächliche Exposure der Anlage zu extrahieren.

- Flexibles Collateral Management: Die Implementierung von Währungssicherungsgeschäften erfordert die Hinterlegung von Collateral bei der ausführenden Einheit, um das Kontrahentenrisiko abzusichern.

Die Hinterlegung von Sicherheiten kann in unterschiedlicher Form erfolgen: Übertragung des Margenausgleichs (Standardverfahren), Einzahlung, Bankgarantie usw. Die Hinterlegung von Sicherheiten kann in der Regel in Form einer Bankgarantie erfolgen. Sie wird anhand verschiedener Faktoren festgelegt: Analyse des Kreditrisikos der Gegenpartei, aufsichtsrechtliche Auflagen etc. Es ist unerlässlich, eine Lösung zu implementieren, die die Beträge der mobilierten Barmittel oder Vermögenswerte, die Kosten und den operativen Aufwand optimiert.

- Regelmässiges und transparentes Reporting: Eine Analyse der Kosten der Strategie ermöglicht es, die Absicherungspolitik im Laufe der Zeit anzupassen.

Massgeschneidert ist der Schlüssel

Die Absicherungspolitik muss auf jeden einzelnen Anleger zugeschnitten sein und anhand folgender Kriterien festgelegt werden:

- Die Risikoaversion
- Die Kosten
- Die verfügbare Liquidität

Jedes Kriterium beeinflusst das andere: Ähnlich wie bei einer Versicherung sind die Kosten umso höher, je grösser die Risikodeckung ist. Ebenso ist die für die Umsetzung gebundene Liquidität umso höher, je grösser die Deckung ist.

Ein weiterer Schlüsselfaktor für die Festlegung der Absicherungsstrategie ist die Analyse der Basiswerte, die dem Währungsrisiko ausgesetzt sind. Je nach Art der Vermögenswerte können die Absicherungslösungen unterschiedlich ausfallen.

Eine Strategie mit einem hohen Referenzabsicherungsniveau könnte beispielsweise für ein Anleihenportfolio empfohlen werden, das naturgemäß eine geringe Volatilität und begrenzttere Renditeaussichten aufweist.

Umgekehrt kann ein niedriges Benchmark-Absicherungsniveau für ein Aktienportfolio aufgesetzt werden, da dieses eine höhere Volatilität aufweist.

Bei illiquiden Vermögenswerten (Private Equity, Immobilien usw.) erschweren die hohen Ertragspotenziale die Bindung von



Liquidität für die Währungsabsicherung, da sie zu hohe Ertragseinbussen mit sich bringt. Lösungen, die das Collateral optimieren, sollten daher bevorzugt werden.

Darüber hinaus spricht die Unsicherheit über die Bewertung von Vermögenswerten für Strategien, die flexibler sind als eine passive Strategie.

Die von einigen Akteuren im Management angebotene „Massarbeit“ ist im Bereich der Währungsabsicherung keine einfache Phrase, sie muss zum Standard werden. ■

Haftungsausschluss

Das vorliegende Paper wird von der Edmond de Rothschild Gruppe herausgegeben. Es hat keinen vertraglichen Wert und dient ausschliesslich zu Informationszwecken.

Dieses Material darf nicht an Personen in Rechtsordnungen weitergegeben werden, in denen es eine Empfehlung, ein Angebot von Produkten oder Dienstleistungen oder eine Aufforderung zur Abgabe von Angeboten darstellen würde und deren Weitergabe daher gegen die geltenden gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen verstossen könnte. Dieses Material wurde von keiner Regulierungsbehörde einer Rechtsordnung überprüft oder genehmigt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Zahlen, Kommentare, Meinungen und/oder Analysen spiegeln die Einschätzung der Edmond de Rothschild Gruppe hinsichtlich der Marktentwicklung unter Berücksichtigung ihres Fachwissens, der Wirtschaftsanalysen und der ihr zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments zur Verfügung stehenden Informationen wider und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Sie können zum Zeitpunkt der Kenntnahme nicht mehr richtig oder relevant sein, insbesondere im Hinblick auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments oder aufgrund von Marktentwicklungen.

Dieses Medium dient ausschliesslich der Bereitstellung von allgemeinen und vorläufigen Informationen für die Personen, die es konsultieren, und darf insbesondere nicht als Grundlage für eine Investitions-, Desinvestitions- oder Halteentscheidung herangezogen werden. In keinem Fall kann die Edmond de Rothschild Gruppe für eine Investitions-, Desinvestitions- oder Halteentscheidung haftbar gemacht werden, die auf der Grundlage dieser Kommentare und Analysen getroffen wird.

Die Edmond de Rothschild Gruppe empfiehlt daher jedem Anleger, sich vor jeder Investition die verschiedenen aufsichtsrechtlichen Beschreibungen jedes Finanzprodukts zu beschaffen, um die damit verbundenen Risiken zu analysieren und sich unabhängig von der Edmond de Rothschild Gruppe eine eigene Meinung zu bilden. Es wird empfohlen, sich vor Abschluss einer Transaktion, die auf den in diesem Material genannten Informationen beruht, von spezialisierten Fachleuten unabhängig beraten zu lassen, um insbesondere die Angemessenheit der Investition für die eigene finanzielle und steuerliche Situation zu überprüfen.

Dieses Medium dient ausschliesslich der Bereitstellung von allgemeinen und vorläufigen Informationen für die Personen, die es konsultieren, und darf insbesondere nicht als Grundlage für eine Investitions-, Desinvestitions- oder Halteentscheidung herangezogen werden. In keinem Fall kann die Edmond de Rothschild Gruppe für eine Investitions-, Desinvestitions- oder Halteentscheidung haftbar gemacht werden, die auf der Grundlage dieser Kommentare und Analysen getroffen wird.

Die Edmond de Rothschild Gruppe empfiehlt daher jedem Anleger, sich vor jeder Investition die verschiedenen aufsichtsrechtlichen Beschreibungen jedes Finanzprodukts zu beschaffen, um die damit verbundenen Risiken zu analysieren und sich unabhängig von der Edmond de Rothschild Gruppe eine eigene Meinung zu bilden. Es wird empfohlen, sich vor Abschluss einer Transaktion, die auf den in diesem Material genannten Informationen beruht, von spezialisierten Fachleuten unabhängig beraten zu lassen, um insbesondere die Angemessenheit der Investition für die eigene finanzielle und steuerliche Situation zu überprüfen.



Risikominderungsstrategien: Diversifikation und Schutz für institutionelle Portfolios



Alexandre Ryo
Leiter der Abteilung Alternative & Overlay Solutions

Ellipsis AM

Die hohen Renditeziele, denen sich die meisten institutionellen Investoren gegenübersehen, bedeuten, dass sie ihre Exponierung gegenüber Wachstumsraten, insbesondere Aktien, nicht drastisch reduzieren können. Darüber hinaus haben die Diversifikationsvorteile traditioneller Anlageklassen abgenommen und sind manchmal sogar verschwunden, was institutionelle Portfolios anfällig für erhebliche Marktstückgänge oder eine Zunahme der Volatilität macht.

Vor diesem Hintergrund zielen Risikominde rungsstrategien darauf ab, defensive Eigen schaften zu bieten, wie etwa einen Schutz vor Verlusten in Krisenzeiten. Da jedes institutio nelle Portfolio unterschiedlich ist, die Renditeziele und Risikobeschränkungen von Investor zu Investor variieren und kein einzelner

Vermögenswert alle Anforderungen erfüllen kann, kann in der Regel nur eine Kombination von Strategien den verschiedenen Zielen gerecht werden.

Die Grenzen der traditionellen Vermögensallokation

Institutionelle Investoren haben die Vermögensallokation seit langem in zwei Haupt kategorien vereinfacht:

- Auf der einen Seite die Wachstumsraten, die als variabel verzinst gelten.
- Auf der anderen Seite die Renditewerte, die als festverzinslich gelten.

Jede Kategorie lässt sich in zwei Gruppen unterteilen: Hauptinvestitionen und sekundäre / satellitengestützte Investitionen. Im Bereich

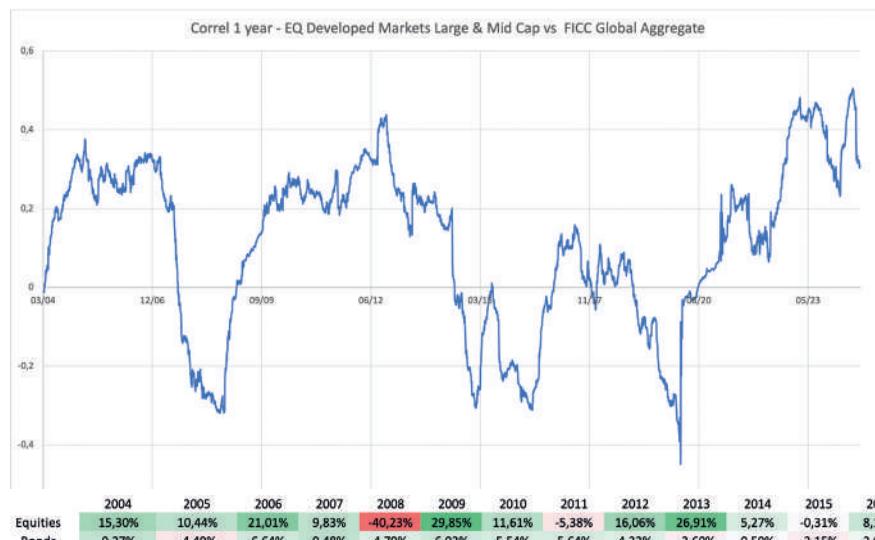
der Wachstumsraten bleibt die Hauptin vestition börsennotierte Aktien, wobei nach geografischer, sektoraler und faktorieller Diversifikation (Qualität/Value) gesucht wird. Zu den sekundären Investitionen, die eben falls eine gewisse Diversifikation ermöglichen, sei es in Bezug auf den Zeithorizont oder das Risikoprofil, gehören vor allem Private Equity, Infrastrukturen und Hedgefonds, die heute einen bedeutenden Anteil in institutionellen Portfolios ausmachen.

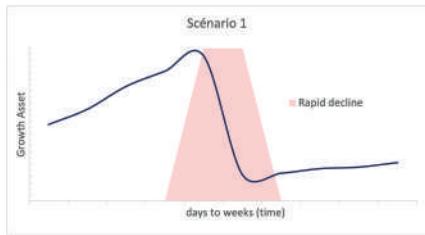
In Bezug auf Renditewerte ist das Schema ähn lich: Die Kernwerte werden durch Liquidi tät, Staatsanleihen und hochwertige Unternehmensanleihen dargestellt. Sekundäre Investitionen haben ebenfalls an Bedeutung gewonnen, insbesondere Immobilien, Hoch zinsanleihen, Wandelanleihen, Hypotheken, Kredite und Privatverschuldung.

Die Aufteilung zwischen diesen beiden Anlageklassen variiert je nach dem gewünsch ten Risiko des Anlegers, von defensiv mit einer Aufteilung von 25 % Wachstumsraten / 75 % Renditewerten bis hin zu einer dynamischen Aufteilung mit mehr als 50 % Wachstumsraten. In den letzten zehn Jahren hat jedoch der Rückgang der realen Zinssätze (nominale Zinssätze unterhalb der Inflation) die meisten Investoren dazu veran lasst, das Risiko in ihren Portfolios zu erhöhen, da die historischen Allokationen nicht mehr ausreichten, um die gewünschten Rendite ziele zu erreichen. Diese Risikosteigerung äußerte sich auf verschiedene Weise:

- Erhöhung des Anteils der Wachstumsraten im Vergleich zu den Ertragswerten.
- Erweiterung der Satellitenbereiche im Vergleich zu den Hauptbereichen (Inves titionen in Infrastrukturen, Private Equity und Immobilien, einhergehend mit einem Rückgang der Investitionen in Staats- und Unternehmensanleihen).

In diesem Zusammenhang ist die ange strebte Diversifikation zwischen den beiden Anlageklassen nicht immer in der gewünsch ten Richtung. Tatsächlich funktioniert diese Aufteilung „Wachstumsraten / Ren ditewerte“ sehr gut, wenn die Korrelation zwischen den beiden Anlageklassen negativ ist. Dies ist jedoch nicht immer der Fall. Das





Jahr 2022 ist ein perfektes Beispiel dafür, da beide Anlageklassen in ihrer Performance zurückgegangen sind.

Dieser Anstieg des Risikos (Wachstumswerte und Korrelation) hat die Investoren daher dazu veranlasst, neue alternative Diversifikationsstrategien einzuführen.

Diversifizierende Risikominderungsstrategien

Die Erhöhung des Risikos in institutionellen Portfolios kann daher durch einfache alternative Strategien begrenzt werden, die den langfristigen Schutz verstärken, ohne die Performance zu beeinträchtigen. Zunächst ist es wichtig, die verschiedenen Risikotypen zu unterscheiden, denen ein Portfolio ausgesetzt sein kann. Wir unterteilen diese in zwei Kategorien:

- Risiken plötzlicher Rückgänge: Liquiditätsstress auf den Märkten, hohe Korrelation aller Anlageklassen.
- Risiken kontinuierlicher Rückgänge: Bewertungsstress auf den Märkten, verursacht durch steigende Zinsen oder Anpassung der Wachstumserwartungen.

Drei Familien alternativer Strategien können diese verschiedenen Risiken abdecken, wobei jede eine unterschiedliche Reaktion je nach Kontext ermöglicht (Inflation, Rezession, Deleveraging usw.):

- Strategien auf Basis von Gold und Edelmetallen (Silber, Platin, Palladium usw.): Kauf von physischem Gold, Kauf von Investmentfonds/ETFs, die in Gold investieren, oder Kauf von Bergbauunternehmen.
- Trendfolgestrategien, wie CTA, Trend Following & Managed Futures: Investmentfonds, die diskretionär oder quantitativ das Trendfolge-Handeln auf verschiedenen Anlageklassen verfolgen, hauptsächlich basierend auf der Nutzung sehr liquider Produkte wie Futures/Forwards.
- Optionsstrategien, Long Volatilität & Tail

Risk Hedging: Investmentfonds, die strukturell Käufer von liquiden Optionen sind, um von steigender Volatilität oder starkem Marktstress durch Out-of-the-Money-Optionen zu profitieren.

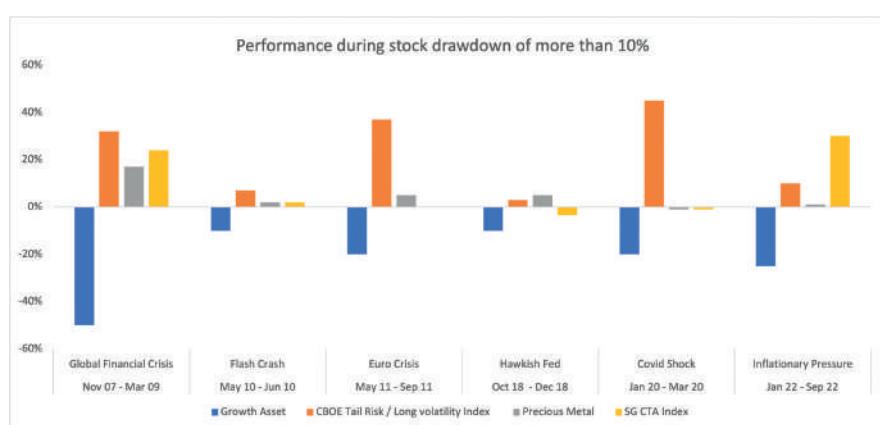
Auch hier hat die Diversifikation Vorrang vor der Selektion. Da man nicht vorhersagen kann, warum das nächste Risiko auf den Märkten auftreten wird, ist es ratsam, Portfolios zu erstellen, die sowohl von steigenden Edelmetallpreisen, von steigender Volatilität und Risikoprämien als auch von langfristigen Wachstums- oder Abschwächungstrends in bestimmten Anlageklassen profitieren können.

Diese verschiedenen Strategien ermöglichen es Investoren, ihre Exponierung gegenüber Wachstumswerten zu erhöhen, ohne das Risiko ihrer Portfolios zu steigern. Auch wenn diese Strategien auf dem Papier einfach erscheinen, bleibt die Umsetzung ein Schlüssellement des Erfolgs. Da jedes institutionelle Portfolio unterschiedlich ist, mit stark variierenden Einschränkungen und Zielen, ist es entscheidend, diese Allokation durch eine Partnerschaft zwischen den Investment-Aktivitäten und den ALM-Management-Aktivitäten zu untersuchen. Die Umsetzung kann dann an mehrere Intermediäre delegiert werden, die jeweils die festgelegten Kriterien in Bezug auf Performance und Diversifikation erfüllen. Die Investition wird auf verschiedene

Weise erfolgen, abhängig von den Anforderungen des Investors: kollektive Investmentfonds, dedizierte Fonds, Managed Account oder durch Overlay-Strategien, die direkt im Aktienportfolio durch eine Verwaltungsdelegation implementiert werden.

Schlussfolgerung

In einem ausgewogenen Portfolio mit 60 % Wachstumswerten und 40 % Ertragswerten wird empfohlen, diversifizierende Vermögenswerte in einer neuen Klasse, der sogenannten „Risk Mitigation Strategy“ oder „Crisis Risk Offset“, zu integrieren. Die neue Aufteilung sieht dann 50 % Wachstumswerte, 30 % Ertragswerte und 20 % für die Risk Mitigation Strategy vor. Diese Weiterentwicklung der Vermögensallokation wird auf der anderen Seite des Atlantiks von den meisten Pensionsfonds (wie CalPERS und anderen) sowie von Stiftungsfonds (wie dem von Harvard und anderen) umgesetzt und hat ihnen in den letzten Jahren hervorragende Leistungen ermöglicht. In der Schweiz und in Europa befinden sich diese Strategien noch in der Entwicklungsphase, obwohl das zunehmende Interesse der Anleger an Edelmetallen bereits spürbar ist. Bei Ellipsis AM, einem anerkannten Akteur im Bereich des Tail Risk Managements und der Absicherung von Volatilität für Schweizer Pensionskassen, beobachten wir einen Anstieg der Nachfrage seitens dieser sowie der Family Offices, die ebenfalls daran interessiert sind, die Implementierung dieser Strategien kurzfristig oder mittelfristig zu erkunden. Die Idee gewinnt somit auch auf dieser Seite des Atlantiks an Bedeutung, und die zunehmenden Risiken in den kommenden Monaten dürften die Attraktivität dieser Strategien weiter steigern.



Immobilienrendite: Chancen ergreifen und Resilienz in einem sich wandelnden Markt stärken



Boris Clivaz
Gründer

Gefiswiss

Immobilien machen 20 bis 25% der Portfolios institutioneller Anleger und Schweizer „Family Offices“ aus und stellen eine Anlageklasse dar, die traditionell für ihre Stabilität und ihre selbst in unsicheren Zeiten soliden Renditen bekannt ist.

Die demografische Entwicklung, die Energiewende und die wachsenden Anforderungen im Bereich Nachhaltigkeit sorgen für neue Herausforderungen.

Ob Immobilienwerb oder Entwicklungs- oder Renovierungsprojekt: Anleger mit direkten oder indirekten Investitionen müssen sicherstellen, dass diese Entwicklungen vorweggenommen und in die strategischen Überlegungen einbezogen werden, um in Zukunft solide Renditen zu garantieren und den Wert ihrer Investitionen langfristig zu sichern.

Alterung der Bevölkerung: Katalysator für die Nachfrage nach geeignetem Wohnraum

Wie viele andere europäische Länder weist auch die Schweiz eine rasch alternde Bevölkerung auf. Bis 2050 werden knapp 30% der Einwohnerinnen und Einwohner über 65 Jahre alt sein und den Immobiliensektor vor neue Herausforderungen stellen. Beim Bau von Wohnungen wurde bislang nicht darauf geachtet, ob sie im Alter den Verbleib in den eigenen vier Wänden ermöglichen. Seniorinnen und Senioren können daher zum Umzug gezwungen sein, um ihren speziellen Bedürfnissen in Sachen Barrierefreiheit und medi-

zinische Versorgung gerecht zu werden. Auf die Forderung der Allgemeinheit sowie von Seniorinnen und Senioren, ihre Eigenständigkeit möglichst lang bewahren zu können, muss reagiert werden.

Angesichts dieser demografischen Entwicklung müssen Immobilieninvestoren die Konzeption ihrer Projekte überdenken – ob bei Neubauten oder Renovierungen. Ein angemessener Anteil flexibler Wohnungen ist einzuplanen, die nicht nur lokale Dienstleistungen, sondern auch generationsübergreifende und die soziale Eingliederung fördernde Wohnumgebungen bieten. Die Anpassungen ermöglichen es, der zunehmenden Nachfrage gerecht zu werden und gleichzeitig – dank des anhaltenden demografischen Trends – langfristig stabile Mieteinnahmen zu sichern.

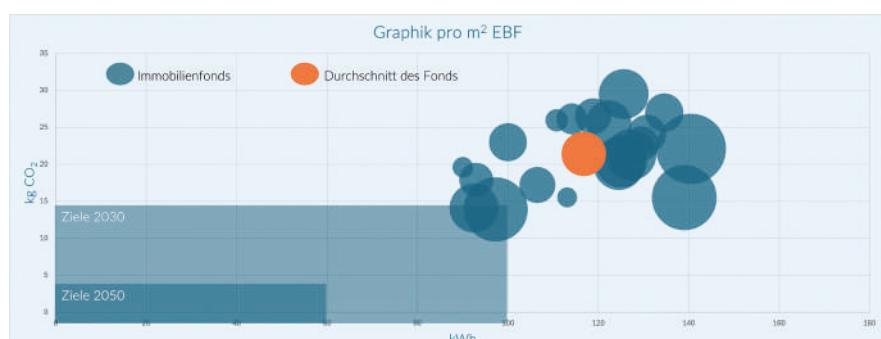
Die Errichtung dieses bedürfnisorientierten Wohnraums erfordert eine proaktive Investitionsstrategie und geht über den simplen

baulichen Aspekt hinaus: Es ist wichtig, Begleitmaßnahmen umzusetzen, den Standort der Projekte sorgfältig auszuwählen sowie der Verwaltung und Steuerung besonderes Augenmerk zu schenken. All diese Aspekte müssen berücksichtigt werden, um Wohnumgebungen zu schaffen, die den aktuellen und künftigen Bedürfnissen aller Altersklassen entsprechen, und gleichzeitig die Tragbarkeit und Rentabilität von Immobilieninvestitionen zu gewährleisten.

Energiewende: Vorbereitung auf neues Zeitalter der Reglementierung

Während der demografische Wandel die Nachfrage im Wohnraumbereich verändert, verändert die Energiewende die technischen und wirtschaftlichen Anforderungen an Immobilien. Mit der Energiestrategie 2050+ des Bundes werden immer strengere Normen für Gebäude festgelegt: mehr Energieeffizienz, weniger Emissionen und die Einbindung erneuerbarer Energiequellen.

So kommen institutionelle Investoren und Eigentümer nicht mehr umhin, sich auf neue Energievorschriften einzustellen. Gebäude, die diese Energiestandards nicht erfüllen, können an Wert verlieren, insbesondere aufgrund der hohen Kosten für die Anpassung an die neuen Normen, aber auch aufgrund des Drucks auf die Mieten oder die Verkaufspreise für energiehungrige Objekte. Im aktuellen Kontext ist die Bewertung des Immobilienbestands mithilfe der Discounted-Cashflow-Methode (DCF) oftmals verzerrt. Die zunehmende Komplexität von Renovierungsprojekten, die ständigen Anpassungen der Regulierung sowie die schwankenden Materialkosten drücken die DCF-Werte logischerweise nach unten. Den-



Quellen: Jahresberichte der börsennotierten Immobilienfonds mit über 70 % Wohngebäuden, GEFISWISS, März 2024

noch werden diese Aspekte oft vernachlässigt und führen zu einer Überbewertung der renovierungsbedürftigen Immobilien. Zudem verringert das Fehlen verlässlicher historischer Daten zu Renovierungen die Genauigkeit dieser Schätzungen. Infolgedessen erfahren Immobilienbestände, die den Anforderungen nicht genügen, eine Wertminderung während normgerechte Immobilien, bei denen keine grösseren Arbeiten ausstehen, im Vergleich unterbewertet werden. Immobilien, die den künftigen Energieanforderungen entsprechen, sollten eine höhere Bewertung bieten, da die Kosten für die Eigentümer langfristig kontrollierbar sind.

Die Herausforderungen Demografie und Energie: doppelter Innovationsbedarf

Die Einbindung der Energiewende und Antworten auf den demografischen Wandel können Investoren einen erheblichen Performanceschub verschaffen. Die Integration sozialer und ökologischer Belange in die Immobilienstrategie der institutionellen Investoren und Eigentümer ist nur möglich, wenn soziale Innovation und Energieeffizienz Hand in Hand gehen. Durch die Entwicklung nachhaltiger Immobilienprojekte, die sowohl die besonderen Bedürfnisse einer alternden Bevölkerung als auch die Umweltanforderungen berücksichtigen, können Investoren eine wachsende Nachfrage nutzen und dabei die Resilienz ihrer Portfolios stärken.

Die Pensionskassen stehen aktuell unter starkem Druck in Bezug auf ihre Nachhaltigkeitskennzahlen. Hinzu kommen weitere Regelungen, wie die der Asset Management Association Switzerland (AMAS), die im Juli 2024 in Kraft getreten ist und Immobilienfonds verpflichtet, bestimmte Indizes wie den CO2-Fussabdruck, die Energieeffizienz und weitere wichtige Umweltkriterien zu veröffentlichen, um die Transparenz gegenüber den Investoren zu stärken. Diese Massnahme ermöglicht, Fonds anhand von Umweltaspekten zu vergleichen und so ihre Leistung im Nachhaltigkeitsbereich zu bewerten. Die Einführung dieser Indizes wird sich unmittelbar auswirken, da die Fonds mit der schlechtesten Umweltleistung abgestraft werden und der Wettbewerb für nachhaltige Fonds gestärkt wird. Diese regulatorischen Veränderungen sollen nicht nur "grünere"

Verfahren fördern, sondern auch dazu führen, dass vermehrt in umweltfreundlichere Anlagegüter investiert wird.

Ein Markt im Wandel bietet Chancen

Demografische und energiepolitische Veränderungen zwingen Eigentümer und Immobilieninvestoren zu neuen strategischen Überlegungen. Um langfristig stabile Renditen zu garantieren, müssen insbesondere diese beiden Entwicklungen in der Vermögensverwaltung Berücksichtigung finden. Portfolios mit Ausrichtung auf Projekte, die die neuen Energienormen erfüllen und gleichzeitig die Bedürfnisse einer alternden Bevölkerung berücksichtigen, werden am ehesten in der Lage sein, die Chancen dieses sich wandelnden Marktes zu nutzen.

Angesichts dieser strukturellen Entwicklungen sind einst als sicherer Hafen geltende Immobilien nunmehr an einem Wendepunkt angelangt. Investoren, die gesetzliche Änderungen vorwegnehmen, Anreize im Energiebereich nutzen und demografische Bedürfnisse verstehen, werden ihre Portfolios widerstandsfähiger machen und gleichzeitig ein stetiges und nachhaltiges Wachstum ihrer Vermögenswerte sicherstellen.

Eine notwendige Überprüfung der Investitionskriterien

Dass Immobilienbestände altern, liegt auf der Hand. Der einstige Leitsatz "Lage, Lage, Lage" weicht mehr und mehr dem neuen Kriterium der Alterswertminderung. Auch wenn zahlreiche Fonds einen Nachhaltigkeitsanteil in ihre Portfolios einbinden, ist dieser Anteil häufig geringfügig und täuscht über zahlreiche veraltete Objekte hinweg, die für viel Geld saniert werden müssen.

Angesichts dieser neuen Herausforderungen müssen die Investoren die Kriterien und Vorgaben für ihre Investitionen neu ausrichten. Vor dem Hintergrund dieser neuen Paradigmen sollten Faktoren wie Grösse und Liquidität eine geringere Rolle spielen als die Qualität des Portfolios und die Schlüssigkeit der Strategie. Denn Erstere sorgen dafür, dass der Markt die am schlechtesten vorbereiteten Fonds auf natürliche Weise abstrafft. ■

Internationale Anleihen für Schweizer Pensionsfonds: Weshalb ein flexibles und dynamisches Management entscheidend ist, um sich an stetig verändernde Märkte anzupassen



Andrew Lake
Head of Fixed Income

Mirabaud Asset Management

Wenn Ihre Allokation in inländischen Anleihen nicht genügend Rendite generiert, um Ihr Renditeziel zu erreichen, ist eine Ausweitung des Engagements auf ausländische Anleihen der naheliegende Schritt zur Renditesteigerung sowie zur wichtigen Diversifizierung in der Anlageklasse, die in den Portfolios der Pensionskassen mitunter hohe Allokationen aufweist. Aber das ist leichter gesagt als getan. Die Suche nach der optimalen Allokation, um die Rendite zu maximieren, ist ein komplexer Prozess.

Ob man nun in US-Treasuries investiert mit dem Ziel einer „Renditeaufstockung“ (yield pick-up), oder in Schwellenländeranleihen, um höhere Renditen zu erzielen, die Anlagestrategie muss der jeweiligen Situation angepasst werden: Sich zu stark auf die Fähigkeit zu verlassen, Marktbewegungen richtig zu antizipieren und eine Allokation in internationale Anleihen auf der Grundlage spezifischer Anlagestrategien vom Typ Monostrategie aufzubauen, ist ein sehr direktonaler Ansatz, der ein gewisses Risiko mit sich bringen und möglicherweise nicht die erwarteten Renditen erwirtschaften kann.

Warum? Das hat mit der Breite, Vielfalt und Volatilität der globalen Anleihemärkte zu tun. Mit einem Gesamtvolumen von bei-

nahe USD 100 Billionen, sind letztere äußerst vielschichtig und zeigen eine immense, regionenübergreifende Volatilität auf. Wie in den Grafiken 1a–1c dargestellt, zeichnet sich jede Unteranlageklasse durch ihre eigenen makroökonomischen Faktoren und Performancemerkmale aus: Erholungsphasen und ein starkes Wachstum führen gewöhnlich zu hohen Renditen für Hochzinsanleihen und Schuldtitel aus Schwellenländern. In Phasen des wirtschaftlichen Abschwungs schneiden risikoreiche Anlagen hingegen eher schlechter ab, da die Kreditqualität nachlässt, während Staatsanleihen im Wert steigen, wenn Zen-

tralbanken die Zinsen senken, um wirtschaftliche Anreize zu schaffen. Auf ähnliche Weise entwickeln sich die Unteranlageklassen in den einzelnen Regionen unterschiedlich, bedingt durch die lokale makroökonomische Dynamik.

Als Pensionsfondsmanager ist es eine immense Aufgabe, festzustellen, welche regionale Unteranlageklasse zu einem bestimmten Zeitpunkt eine überdurchschnittliche Performance generieren wird. Abgesehen davon ist es eine arbeitsintensive und facettenreiche Aufgabe an sich, einen externen Manager auszuwählen, der in diesem Bereich eine dem Index entsprechende oder darüber hinausgehende Performance erzielen wird. Schlussendlich gilt es, die nächste Marktbewegung zeitlich abzustimmen und den Allokationsprozess wieder von vorne zu beginnen, und all dies unter Umständen in Abständen von drei Monaten, sechs Monaten oder zwei Jahren. Den genauen Zeitpunkt zu bestimmen, ist jedoch sehr schwierig.

Anleiheninvestoren stehen aktuell vor vielen Herausforderungen

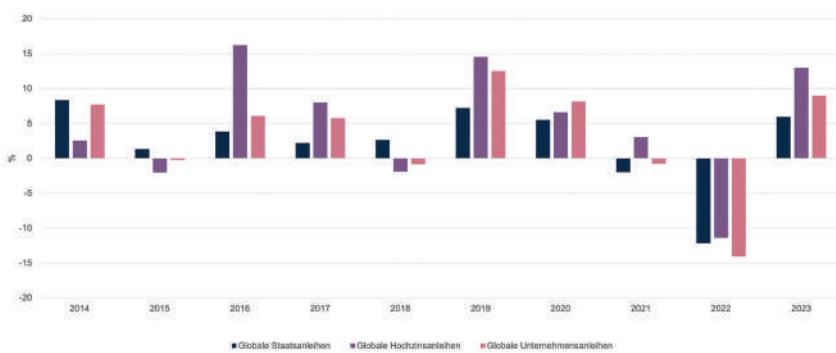
Generierung von Renditen in einem unsicheren Zinsumfeld

Komplexe, schnell wechselnde Märkte

Ressourcen für erfolgreichen Marktzugang und Market-Timing

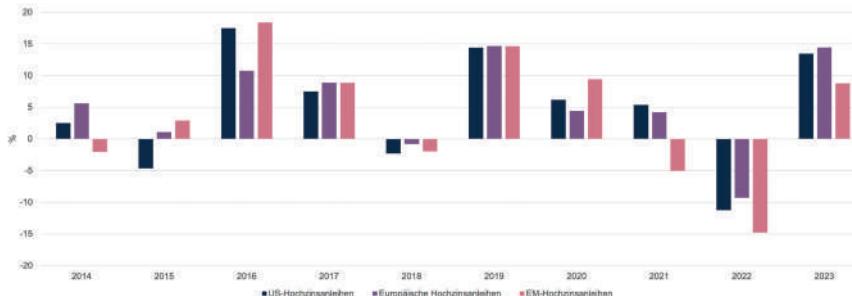
Mittlerweile geringere Marktliquidität – Direktinvestitionen können für kleinere Anleger schwierig sein

Grafik 1a: Jährliche Renditen globaler Anleihen nach Unteranlageklassen in US-Dollar



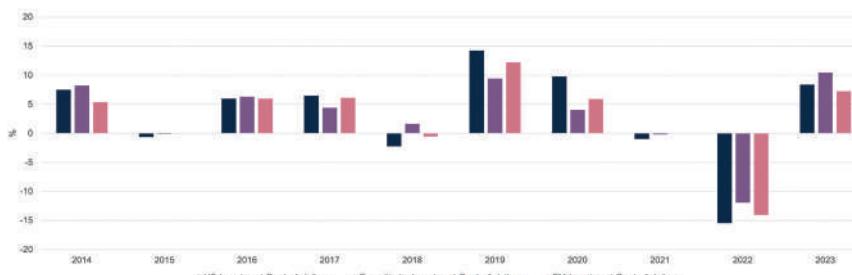
Die frühere Wertentwicklung liefert keine Prognose über zukünftige Renditen. Quelle: Bloomberg, Mirabaud Asset Management

Grafik I b: Jährliche Renditen von Hochzinsanleihen in US-Dollar nach Regionen



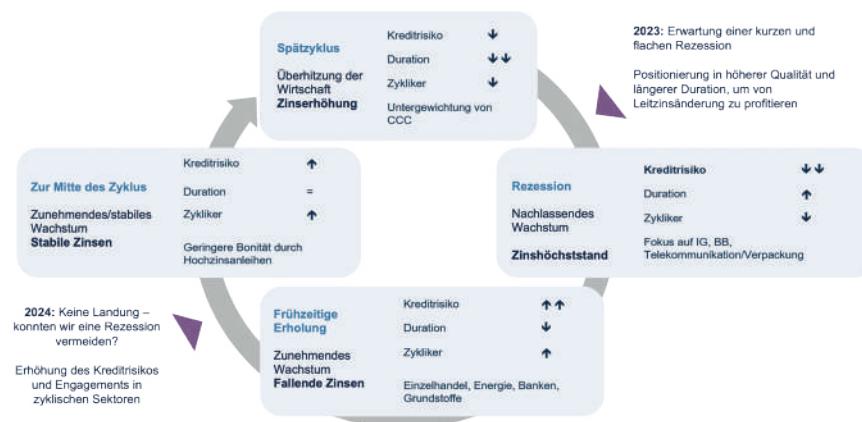
Die frühere Wertentwicklung liefert keine Prognose über zukünftige Renditen. Quelle: Bloomberg, Mirabaud Asset Management

Grafik I c: Jährliche Renditen von Investment-Grade-Anleihen in US-Dollar nach Regionen



Die frühere Wertentwicklung liefert keine Prognose über zukünftige Renditen. Quelle: Bloomberg, Mirabaud Asset Management

Positionierung während des Konjunkturzyklus



Quelle: Mirabaud Asset Management, 2024

Angesichts des Zeitaufwands, der erforderlichen Ressourcen und des benötigten Fachwissens handelt es sich hier um einen nur schwer zu bewältigenden und kostspieligen Prozess. Realistisch betrachtet ist es eher unwahrscheinlich, dass die internen Prozesse der Zuweisung zu bestimmten Managern es ermöglichen, mit den Märkten Schritt zu halten, die sich immer schneller verändern. Die Strategie, eine segmentierte Anleihenallokation festzulegen und diese dann nicht mehr zu verändern, ist aufgrund der Volatilität aller Unterklassen von Anleihen wenig geeignet und nicht zufriedenstellend.

Tatsächlich scheinen sich die Konjunkturzyklen selbst grundlegend verändert zu haben und sie sind in den letzten Jahren komplexer und weniger vorhersehbar geworden.

Anpassung an die neue Normalität

Ein möglicherweise verunsicherndes Merkmal des heutigen wirtschaftlichen Umfelds ist, dass nicht immer offensichtlich ist, wo wir uns gerade im wirtschaftlichen Zyklus befinden. Im Januar 2024 lautete der Konsens, dass wir im Verlauf des Jahres sechs oder gar mehr Zinssenkungen in den USA sehen würden. Danach wurden diese Erwartungen auf lediglich eine Zinssenkung zurückgeschraubt. Vorübergehend kam es im Mai sogar zu Spekulationen über Zinserhöhungen. Gegen Ende des Sommers war dann wieder die Rede von vier Zinssenkungen. Und wer weiß schon, welche Prognosen vorherrschen werden, wenn Sie diese Publikation in Händen halten. Jede Veränderung im Narrativ geht jedoch mit beträchtlichen Kursbewegungen einher.

Wenn man die Abbildung zum Konjunkturzyklus betrachtet, dann liesse sich an jedem beliebigen Punkt der letzten zwei Jahre ein Pfeil auf dem Diagramm positionieren, um zu markieren, wo man sich im Zyklus zu befinden glaubte, und man hatte wahrscheinlich eine 50/50-Chance, den richtigen Punkt zu treffen.

Positionierung während des Konjunkturzyklus

Da jedes Stadium des Zyklus von einer sehr eigenen Dynamik getrieben wird und es

daher einer massgeschneiderten Anleihenallokation bedarf, um das risikobereinigte Renditepotenzial zu maximieren, kommt es bei direktionalen Anlagen infolge dieser Unwägbarkeiten immer wieder zu enttäuschenden Ergebnissen. Abgesehen davon gilt es zu berücksichtigen, dass nicht nur Rendiziele erreicht, sondern im US-Dollar oder im Euro generierte Renditen zudem im Schweizer Franken abgesichert werden müssen.

Welche Lösung bietet sich angesichts dieser zahlreichen Herausforderungen an?

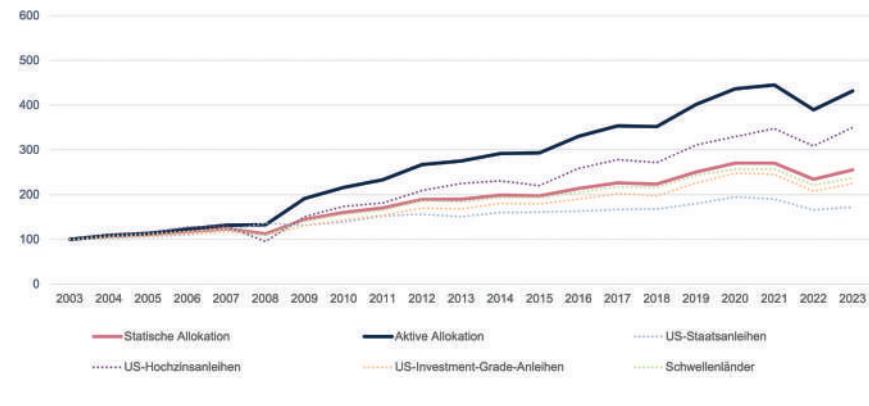
Unseres Erachtens besteht der beste Ansatz zur Renditeoptimierung durch Allokationen in Anleihen darin, eine dynamische, flexible und globale Anleihenstrategie zu verfolgen, die das gesamte Spektrum des Marktes abdeckt.

Ein strategisches Anleihenportfolio fungiert als Kernkomponente in Ihrer Anleihenallokation. Das bedeutet, dass Sie über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg in verschiedene Unterklassen globaler Anleihen investieren. Somit werden die Antizipation von Marktbewegungen, die Ausführung von Transaktionen und die laufende Verwaltung Ihres internationalen Anleiheengagements von Experten übernommen, die sich ausschliesslich dieser Anlageklasse und Aufgabe widmen. Es gibt eine Vielzahl von Strategien, die auf unterschiedliche Renditeziele, Risikotoleranzen und Anlagestile zugeschnitten sind.

Die Fähigkeit eines Fondsmanagers, die zugrunde liegenden Engagements zu kombinieren und an Marktbewegungen anzupassen, bestimmt das Outperformance-Potenzial jedes Ansatzes. Ein statischer, ausgewogener Ansatz mit einfachen Allokationen in Kategorien einer Hand voll Unteranlageklassen könnte mittelmässige Renditen erzielen, die zwar besser sind als die niedrigsten Renditen am Markt, aber selten einer Outperformance entsprechen. Ein aktiver, strategischer Anleihenansatz, bei dem die richtigen Allokationsentscheidungen getroffen und in einer perfekten Welt die besten Titel übergewichtet und die schlechtesten untergewichtet werden, wird hingegen eine optimierte Performance liefern.

Wie sehen die Daten dazu aus?

Grafik 2: Simulation der kumulierten Renditen einer aktiven Allokation gegenüber einer statischen Allokation



Die frühere Wertentwicklung liefert keine Prognose über zukünftige Renditen. Quelle: Bloomberg, ICE BofA, Mirabaud Asset Management. Stand der Daten: 31. Dezember 2023. Statische Allokation = jeweils 25 % in US-Staatsanleihen (ICE BofA US Treasury Index), US-Hochzinsanleihen (ICE BofA US High Yield Index), US-Investment-Grade-Anleihen (ICE BofA US Corporate Index) und Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern (ICE BofA High Grade Emerging Markets Corp Plus Index).

Grafik 3: Ausgewogenheit von Top-down- und Bottom-up-Faktoren bei der Anleihenallokation

Simulation zu Portfolio mit Hochzinsanleihen



Quelle: Bloomberg, Mirabaud Asset Management, Stand der Daten: 31. Mai 2024. «Index» bezieht sich auf den ICE BofAML Global High Yield Index USD Hedged. Die monatlichen Bewertungen und Makro Scores stellen interne Analysen und Berechnungen dar, die von Mirabaud Asset Management durchgeführt wurden.

Wie in Grafik 2 dargestellt, würde eine statische Allokation über diesen 20-Jahres-Zeitraum (jeweils 25% in Staatsanleihen / Investment-Grade-Anleihen / Hochzinsanleihen / Schwellenländeranleihen) eine annualisierte Rendite von 4,8%, gemessen in US-Dollar, generieren. Bei einer aktiven Allokation – d. h. 50% für den besten Performer, 0% für

den schlechtesten Performer und 25% für die beiden anderen Unteranlageklassen – belief sich die annualisierte Rendite auf 7,6%. Um eine Rendite dieser Grössenordnung zu generieren, wäre in der Praxis natürlich eine fehlerfreie Prognosefähigkeit erforderlich. Trotzdem veranschaulicht die Simulation, dass die aktive Allokation durchaus eine Rolle zu spielen hat.

Ein erfahrener Manager kann ferner den Einfluss von Top-down-Faktoren (makroökonomisch) gegenüber Bottom-up-Faktoren (titelspezifisch) auf ein Portfolio entsprechend den Veränderungen im Zyklus steuern. Während der jüngsten Phase steigender Zinsen waren die Märkte so sehr auf die Inflation und den Zeitpunkt der nächsten Zinserhöhung fokussiert, dass solide Fundamentaldaten auf Titellebene an sich nicht mehr ausreichten. Dadurch wurde der Top-down-Ansatz zur dominierenden Kraft. Detaillierte Bottom-up-Analysen gewinnen nun aber wieder an Bedeutung, da sich die Auswirkungen einer schwächeren Konjunktur allmählich in den Unternehmensgewinnen niederschlagen. Außerdem bringen die «auf längere Zeit höheren» Finanzierungskosten die Emittenten zunehmend in Bedrängnis und es droht eine «Maturity Wall», also ein sprunghafter Anstieg von zu refinanzierenden Schuldtiteln. Wir befinden uns wieder näher an einem 50/50-Verhältnis von Top-down- zu Bottom-up-Faktoren, verglichen mit dem Verhältnis von in etwa 70/30 der letzten Jahre.

Grafik 3 (vorherige Seite) zeigt, wie ein aktiver, flexibler und dynamischer Manager die Kreditqualität innerhalb eines Portfolios je nach Bewegungen im Hinblick auf die Top-down-Sicht (orange Linie) anpassen kann.

Flexible Anleiheninvestitionen erleichtern die Auswahl und Verwaltung der zugrunde liegenden Allokationen und mindern den Zeitdruck. Ein spezialisierter Manager nimmt die Anpassung innerhalb der Anlageklasse der ausländischen Anleihen für Sie vor, sodass Sie nicht ständig Kapital umschichten, neue Manager auswählen und beurteilen müssen, wo Sie sich nun im Konjunkturzyklus befinden. Aus diesen Gründen sind wir der festen Überzeugung, dass eine Allokation in internationale Anleihen über einen flexiblen und dynamischen Manager, der das gesamte Spektrum der Anleihenuntersegmente abdeckt, der beste Weg ist, um eine konsistente Rendite zu erzielen, die Volatilität zu kontrollieren und den Anlageprozess zu vereinfachen.

I - Global Debt Report 2024 der OECD

WICHTIGE INFORMATIONEN

Dieses Marketingdokument ist ausschliesslich für Ihre Verwendung und nicht für Personen bestimmt, die Staatsbürger eines Landes sind oder ihren Wohnsitz in einem Land haben, in dem die Veröffentlichung, Verteilung oder Verwendung der hierin enthaltenen Informationen irgendwelchen Beschränkungen unterliegen würde. Es darf zudem weder vervielfältigt noch weitergegeben werden.

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zur Zeichnung, zum Halten oder zur Veräußerung von Fondsanteilen oder Aktien, Anlageprodukten oder -strategien dar. Potenziellen Anlegern wird empfohlen, vorab eine professionelle Finanz-, Rechts- und Steuerberatung einzuholen. Die Quellen für die in diesem Dokument enthaltenen Angaben werden als zuverlässig erachtet. Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen können jedoch nicht garantiert werden, und einige Zahlen sind lediglich Schätzungen. Darüber hinaus können alle geäusserten Meinungen ohne Vorankündigung geändert werden.

Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, die Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen sowohl fallen als auch steigen, und die Verluste von Anlegern können den ursprünglich investierten Betrag erreichen oder übersteigen. Die frühere Wertentwicklung ist weder ein Indikator noch eine Garantie für künftige Erträge.

Diese Mitteilung darf nur an geeignete Gegenparteien und professionelle Anleger weitergegeben werden und sollte nicht an Kleinanleger weitergegeben werden, für die sie nicht geeignet ist.
Veröffentlicht von: im Vereinigten Königreich: Mirabaud Asset Management Limited, zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. In der Schweiz: Mirabaud Asset Management (Suisse) SA, 29, boulevard Georges-Favon, 1204 Genf. In Frankreich: Mirabaud Asset Management (France) SAS, Spaces 54-56, avenue Hoche, 75008 Paris. In Luxemburg, in Italien und in Spanien: Mirabaud Asset Management (Europe) SA, 6B, rue du Fort Niedergruenewald, 2226 Luxembourg.



Der Schweizer Industrieimmobilienmarkt: Diversifizierung und attraktive Renditen



Hugo Debreczeny
Portfolio Manager

Realstone SA

In der Schweiz hat der Immobilienmarkt seit 2020-2021 erhebliche Veränderungen erlebt. Nach Jahren des Anstiegs der Immobilienwerte, bedingt durch negative Zinssätze, wurde diese Dynamik durch die Rückkehr der Inflation gebremst. Das starke Wachstum der Bewertungen von Wohn- und Büroimmobilien liegt nun hinter uns. Die Cashflow-Rendite von Immobilienanlagen, die lange Zeit rückläufig war und in einem Bullenmarkt unter der Kapitalrendite lag, rückt wieder in den Fokus der Investoren. In diesem sich verändernden Umfeld zeigt eine Anlageklasse hervorragende Leistungen und sticht deutlich hervor: Industrieimmobilien.

Seit drei Jahren übertrifft dieses Segment alle anderen Schweizer Immobilienklassen in Bezug auf die Gesamtperformance und schafft einzigartige Chancen für die Investoren, die in diesem Sektor engagiert sind. Industrieimmobilien bieten die höchsten Cashflow-Renditen auf dem Markt und ihre stabilen Bewertungen ziehen immer mehr Kapitalanleger an. Ein Blick auf eine noch wenig bekannte und unterinvestierte Anlageklasse, die jedoch vielversprechende Perspektiven auf dem aktuellen Immobilienmarkt bietet.

Schweizer Industrieimmobilien: Definition und Merkmale

Industrieimmobilien umfassen alle Grundstücke und Gebäude, die für industrielle

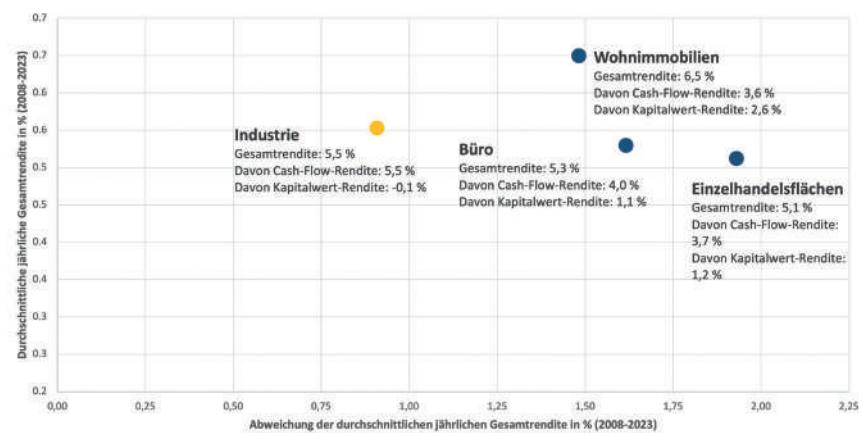
Tätigkeiten genutzt werden, wie Produktion, Fertigung, Montage, Lagerung, Forschung und Vertrieb. Im Gegensatz zu Wohnimmobilien und in geringerem Masse zu Büroimmobilien bietet dieser Sektor eine stark diversifizierte Typologie von Anlagen. In einem Portfolio von Industrieimmobilien finden sich üblicherweise so unterschiedliche Anlagen wie Logistikzentren, Produktionshallen, Handwerksräume, Rechenzentren und Labore.

Diese Anlagen haben eines gemeinsam: Die primäre Flächennutzung entspricht einem Bedarf, der mit einer industriellen Tätigkeit verbunden ist, die häufig kapitalintensiv (z. B. für Maschinen oder grosse Lagerbestände)

und wenig personalintensiv ist. Dadurch ist die gesamte Anlageklasse von vornherein gegen die Trends des Büroimmobilienmarktes abgeschirmt, auf dem die Zunahme von Homeoffice derzeit zu einer Reduzierung der Flächennutzung führt. Außerdem ist die Mobilität der Unternehmen eingeschränkt: Die Installations- und Umzugskosten sind oft hoch. In diesem Sektor beobachten wir daher eine lange durchschnittliche Mietvertragsdauer (WAULT), oft über 10 Jahre, was eine hohe Sichtbarkeit der zukünftigen Cashflows bietet.

Das zweite gemeinsame Merkmal der Schweizer Industrieimmobilien ist ihre Fülle. Die Schweiz, die oft mit ihren Finanzdienstleistungen und ihrem Bankensektor in Verbindung gebracht wird, ist in Wirklichkeit ein Industrieland. Das Land hat eine hohe Konzentration an innovativen Industrie-KMU, die fast 95% der in der verarbeitenden Industrie tätigen Unternehmen ausmachen (im Jahr 2021 fast 40.000 in der Schweiz)¹. Im Jahr 2021 machte der Industriesektor 25,57% des Schweizer BIP aus, was fast so viel ist wie in Deutschland (27,03%) und deutlich mehr als in Frankreich (16,40%), dem Vereinigten Königreich (16,61%) oder den USA (17,67%)². Die Schweizer Industrie basiert auf besonders soliden Grundlagen, die auf einer hochmodernen Infrastruktur, einem günstigen Steuerumfeld sowie einem flexiblen und hochqualifizierten Arbeitsmarkt beruhen. Im Jahr 2024 belegt die Schweiz im World Competitiveness Ranking der IMD Business School den zweiten

Abbildung I: Industrieanlagen weisen ein attraktives Risiko-Rendite-Verhältnis innerhalb der Immobilienanlagen auf.



Quelle: MSCI, Wüest Partner

Platz, direkt hinter Singapur und vor Dänemark³. Der hauptsächlich auf die Deutschschweiz konzentrierte Schweizer Industriimmobilienbestand erstreckt sich über fast 142,5 Millionen m² Bruttogeschossfläche, was 13% des Schweizer Immobilienbestands entspricht⁴.

Das dritte Merkmal der Schweizer Industrieanlagen ist die geringe Marktdurchdringung durch traditionelle Immobilieninvestoren. Industrieanlagen machen nur 4% des Verkehrswerts aller Immobilienanlagen in Schweizer Immobilienfonds (SXI Real Estate, oder SWIIT) aus. Diese Situation ist eine Folge des traditionell hohen Anteils an eigengenutzten Flächen, der bei 80% für Gewerbeflächen liegt⁵, sowie der geringen Anzahl von Anlageprodukten, die sich auf diese Anlageklasse in der Schweiz konzentrieren. Diese Situation steht im starken Kontrast zu der grossen Menge an Flächen, die diese Art von Anlagen darstellt.

In Regionen wie den USA und der Europäischen Union erlebte der Industriimmobilienmarkt während der COVID-19-Pandemie einen Anstieg der Investitionsströme und wurde zu einem bevorzugten Sektor für institutionelle Investoren. Diese Entwicklung wurde durch das Wachstum des E-Commerce und die Anpassungen der globalen Lieferketten unterstützt⁶. Im Gegensatz dazu ist die Schweiz von diesen Trends relativ unberührt geblieben, und die Industriimmobilien sind in unserem Land nach wie vor unterinvestiert, was eine

Reihe von Chancen mit sich bringt.

Eine attraktive und diversifizierende Anlageklasse für Investoren

Die Attraktivität von Industriimmobilien für ausländische Investoren liegt in den einzigartigen Möglichkeiten und den stark differenzierten Merkmalen des Sektors begründet.

Der Hauptanreiz liegt in einem besonders günstigen Risiko-Rendite-Verhältnis. Industriimmobilien bieten mit einer durchschnittlichen Rendite von 5,5% pro Jahr in der Zeit von 2008 bis 2023 die höchsten Cashflow-Renditen aller Schweizer Immobilienanlagen. Zum Vergleich: Wohnimmobilien weisen eine durchschnittliche Cashflow-Rendite von 3,6% und Büroimmobilien eine durchschnittliche Cashflow-Rendite von 4,0%⁷ auf.

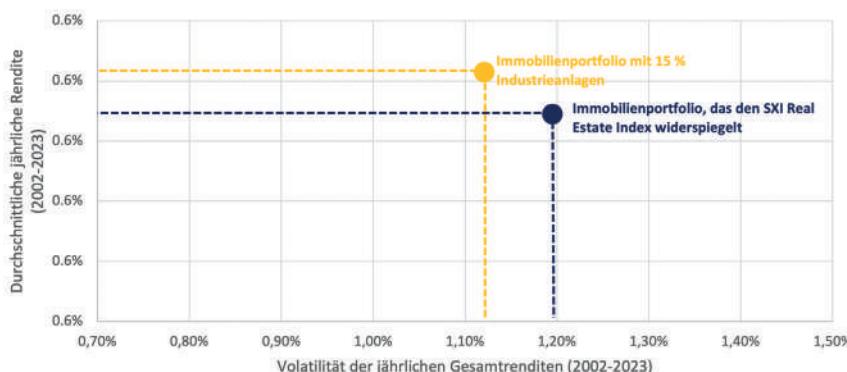
Bemerkenswert ist, dass diese Renditeprämie nicht mit einer Risikoprämie einhergeht. Schweizer Industrieanlagen zeichnen sich durch eine relativ geringe Volatilität aus, die zwischen 2008 und 2023 bei 0,9% lag, verglichen mit 1,6% bei Büroimmobilien. Diese geringe Volatilität ist das Ergebnis eines Sektors, der im Laufe der Zeit eine hohe Stabilität der Mieteinnahmen aufweist, insbesondere dank langfristiger Mietverträge und der Solidität des Schweizer Industriesektors. Wohnimmobilien, die in Bezug auf die Gesamtrendite führend sind, haben in den letzten 15 Jahren von einer besonders hohen Kapitalrendite

profitiert - ein Sondereffekt, der mit der Situation der Negativzinsen zusammenhängt und sich ohne eine ähnlich akkommodierende Geldpolitik nicht wiederholen dürfte.

Im Vergleich zu den Nachbarländern weisen Schweizer Industriimmobilien regelmässigere und konstantere Renditen auf, was die Anlageklasse für Investoren noch attraktiver macht. In der Zeit von 2008 bis 2022 war die Schweiz das einzige Land mit einer Volatilität der Industriimmobilienrenditen von weniger als 1%. Zum Vergleich: Frankreich und Deutschland weisen eine Volatilität von mehr als 7% auf, und in den USA liegt sie bei über 12%. Dies ist eine Folge der Struktur der Schweizer Industrie, die von innovativen KMU und einer stabilen und prosperierenden Wirtschaft dominiert wird.

Die Schweiz zeichnet sich auch durch nach wie vor hohe Cashflow-Renditen im internationalen Vergleich aus. Während in Frankreich, Deutschland und den USA die Cashflow-Renditen aufgrund der steigenden Investitionsströme in Industrieanlagen zwischen 2016 und 2022 um etwa 2 Prozentpunkte gesunken sind, haben sie sich in der Schweiz im selben Zeitraum kaum verändert. Die starke Wertsteigerung von Industrieanlagen wurde in einigen Märkten wie Deutschland, dem Vereinigten Königreich und den USA als „Blase“ bezeichnet. Im Jahr 2023 beträgt die durchschnittliche Cashflow-Rendite von Industrieanlagen in Genf 4,6% und in Basel 5,2%, verglichen mit 4,5% in Paris und 4,7% in Berlin, Hamburg und München. Dies steht im deutlichen Kontrast zum Wohnimmobilienmarkt, wo die Cashflow-Renditen in der Schweiz (3,08%) deutlich unter dem europäischen Durchschnitt (3,90% im Jahr 2023)⁸ liegen.

Abbildung 2: Volatilität und CAGR für Schweizer Immobilienportfolios mit und ohne Industrieanlagen (2002-2023).



Diese Merkmale machen die Schweiz zu einem besonders attraktiven Investitionsmarkt für eine auf Industriimmobilien basierende Strategie, die hohe Ausschüttungen mit geringem Risiko verbindet.

Aus Investorensicht ermöglicht diese Strategie die Diversifizierung des Immobilienportfolios und die Optimierung der Renditen. Wenn man beispielsweise ein Anlageportfolio betrachtet, das die aktuelle Zusammensetzung des SXI Real Estate Index (SWIIT) widerspiegelt (59% Wohnimmobilien, 18% Büros, 18% Verkaufsflächen und

4% Industrieimmobilien), und den Anteil der Industrieanlagen auf 15% erhöht, verbessert sich das Risiko-Rendite-Verhältnis für Investoren. Industrieanlagen haben also ein hohes Diversifizierungspotenzial und ergänzen effektiv ein Portfolio, das bereits in Schweizer Immobilien investiert ist.

Viele Wertschöpfungspotenziale

Neben diesen Beobachtungen, die sich auf die vergangene Performance der Anlagen stützen, bietet der Schweizer Industrieimmobilienmarkt auch zahlreiche Wertschöpfungsmöglichkeiten für Investoren.

Die erste Chance liegt im Beschäftigungswachstum und der Dynamik des Industriesektors. Der verarbeitende Sektor verzeichnete im zweiten Halbjahr 2023 ein Beschäftigungswachstum von mehr als 2,4% pro Jahr, was über dem Durchschnitt der Schweizer Wirtschaft liegt. Einige Sektoren wie die Präzisionsmechanik, Elektronik, Uhrenindustrie und Transport verzeichnen ein starkes Beschäftigungswachstum, und diese Dynamik setzt sich auch 2024 fort⁹. Die Leerstandsquote von Industrieimmobilien sinkt daher kontinuierlich und lag 2023 mit etwa 6% auf dem niedrigsten Stand seit fünf Jahren (im Vergleich zu etwa 8% im Jahr 2020)¹⁰.

Die zweite Chance liegt in den Umwandlungsmöglichkeiten von Industrieanlagen. Der Schweizer Immobilienbestand ist mit einem Durchschnittsalter von 30 Jahren überaltert, was auf die begrenzte Anzahl von Mietobjekten und die Knappheit an verfügbarem Bauland für die Entwicklung zurückzuführen ist¹¹. Diese Situation unterstreicht ein erhebliches Potenzial für Sanierungen und Neubauten, insbesondere in einem Umfeld, in dem moderne, an die aktuellen Anforderungen angepasste Einrichtungen selten sind. Darüber hinaus bieten die stadtnahe gelegenen Industriegebiete Chancen zur Umnutzung und Umwandlung in Büros oder Wohnimmobilien. Diese Standorte stellen Baulandreserven dar, die der Schweiz helfen könnten, den Wohnungsmangel und das Bevölkerungswachstum zu bewältigen. Dementsprechend mehren sich die Wiederentwicklungsprojekte, wie zum Beispiel das Quartier Ecoparc in Neuchâtel, die Halle 118 in Winterthur sowie die

zukünftigen Projekte Bella Vista in Neuchâtel und die Halle de Sébeillon in Lausanne.

Als Folge dieser Dynamik ist seit etwa zehn Jahren eine steigende Investitionstätigkeit in Schweizer Industrieanlagen zu beobachten. Das Transaktionsvolumen im Schweizer Industriesektor ist ab 2013 deutlich gestiegen und erreichte 2022 einen Rekordwert¹². Auch die Investitionen in den Bau von Industrieflächen sind dynamisch und beliefen sich 2019 auf insgesamt 2.700 Millionen CHF, was seit 2011 einen Anstieg darstellt¹³.

Erfolgreich in Schweizer Industrieimmobilien investieren: Ein Sektor, der umfassende Expertise erfordert

Die Merkmale des Sektors unterstützen eine Strategie, die auf den Kauf und langfristigen Besitz von Industrieanlagen abzielt, mit einer Value-Add-Komponente, dies es ermöglicht, Wertschöpfungsmöglichkeiten zu erfassen.

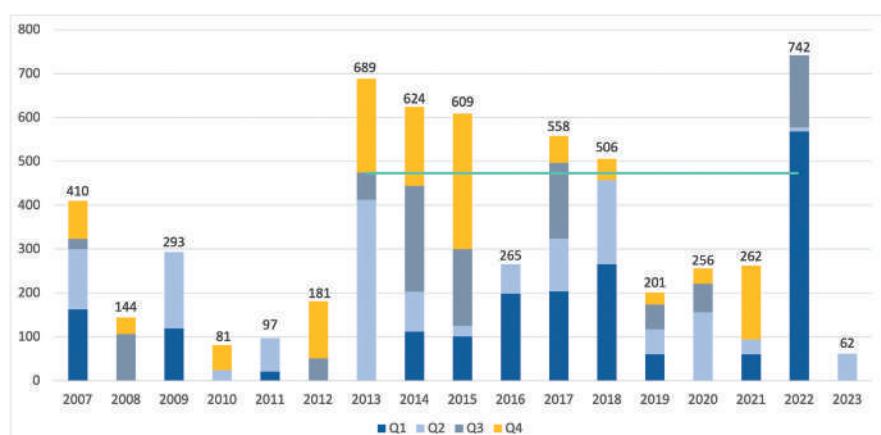
Das Investieren in Industrieanlagen erfordert jedoch einzigartige Fähigkeiten, die sich oft von denen im Wohn- oder Büroimmobilienbereich unterscheiden. Drei zentrale Grundsätze müssen beachtet werden, um erfolgreich in Industrieanlagen zu investieren.

Der erste Grundsatz betrifft die korrekte Bewertung von Industrieimmobilien. Der Wert einer Industrieimmobilie ist oft schwieriger zu bestimmen als der Wert von Wohn-

oder Büroimmobilien, da Industrieanlagen wenig standardisiert sind und viele spezifische Ausstattungen oder Merkmale aufweisen. In diesem Sektor stützen sich die Bewertungsmethoden häufig auf die Methode des intrinsischen Wertes, bei der die Kosten für den Ersatz des Gebäudes durch die Summe des Grundstückswerts und der Neubaukosten ermittelt und der Einfluss der Abnutzung des Vermögenswerts abgezogen wird. Methoden, die auf zukünftigen Mieteinnahmen basieren, insbesondere die Discounted-Cashflow-Methode (DCF), werden ebenfalls verwendet, sollten aber immer mit dem Substanzwert verglichen werden, da sie die Besonderheiten der Gebäudekonstruktion weniger gut widerspiegeln.

Der zweite Grundsatz betrifft das proaktive Management des Leerstandsriskos. Eine Investition in eine Industriehalle mit einem langfristigen Mietvertrag sollte wie ein Hypothekarkredit betrachtet werden. Sie erfordert daher eine gründliche Prüfung der Finanzen des Mieters und seiner langfristigen Fähigkeit, die vereinbarte Miete zu zahlen. Trotz dieser Due-Diligence-Prüfung kann das Risiko einer Insolvenz oder eines Auszugs des Mieters nicht ausgeschlossen werden. Aus diesem Grund erfordert eine solche Investition eine langfristige Perspektive für die Umnutzung der Vermögenswerte. Zum Zeitpunkt des Erwerbs gilt es festzustellen, welche Unternehmen an den Räumlichkeiten interessiert sein könnten und welche Umnutzungskosten anfallen würden. Stark spezialisierte Industriegebäude, wie z. B. mit Kühlhallen oder

Abbildung 3: Transaktionsvolumen von Industrieimmobilien in der Schweiz (2007-2023); Einzelimmobilien und Portfolios ab 10 Millionen EUR.



Quellen: GARBE Research, Real Capital Analytics, Stand Oktober 2023

Hochöfen, sollten mit einem Abschlag gekauft werden, um das erhöhte Vermarktungsrisiko zu berücksichtigen.

Schliesslich betrifft der dritte Grundsatz die Kenntnis der spezifischen Risiken dieser Vermögensklasse, die sich stark von Wohn- oder Büroimmobilien unterscheiden. Industrieanlagen sind oft mit Umweltproblemen wie Verschmutzungen konfrontiert, deren Sanierung sehr kostspielig ist und die die Renditen stark beeinflussen können. Auch die Einhaltung von Vorschriften, insbesondere in Bezug auf Brandschutz oder Sicherheit, muss berücksichtigt werden und kann zu Mehrkosten führen. Um diese Risiken angemessen zu identifizieren, zu budgetieren und zu bewältigen, ist ein Team von Fachleuten aus der Praxis erforderlich, die über umfassende Kenntnisse dieser Art von Vermögenswerten verfügen.

- 1 - Wüest Partner. (2024). Immo-Monitoring 2024 | I: Herbstausgabe. Wüest Partner.
- 2 - Weltbank. (2024). Wertschöpfung in der Industrie (% des BIP). Abgerufen am 10. September 2024 von <https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NV.IND.TOTL.ZS?end=2023&start=2023&view=map>.
- 3 - Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO). (2024). Die Schweiz bleibt in den Top 3 der globalen Wettbewerbsfähigkeit KMU-Portal. Abgerufen am 11. September 2024 von https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/actuel/news/2024/la_suisse_reste_dans_le_top_3_de_la_competitivite_mondiale.html.
- 4 - Bundesamt für Wohnungswesen (BWO). (2024). Die Bedeutung des Schweizer Immobilienmarkts für die Volkswirtschaft. Abgerufen am 3. September 2024 von https://www.bwo.admin.ch/bwo/fr/home/Wohnungsmarkt/studien-und-publikationen/volkswirtschaftliche_bedeutung_immobilienwirtschaft.html.
- 5 - CBRE. (2021). Logistikimmobilien und Gewerbeblächen in der Schweiz 2021. Abgerufen am 3. September 2024 von <https://www.cbre.ch/fr-ch/insights/figures/immobilier-logistique-et-locaux-dactivites-suisse-2021>.
- 6 - Clarion Partners. (2024). Das Potenzial von Industriimmobilien in den USA und der EU. Abgerufen am 11. September 2024 von <https://www.clarionpartners.com/insights/case-for-us-eu-industrial-real-estate>.
- 7 - Wüest Partner. (2024). MSCI/Wüest Partner Switzerland Annual Property Index.
- 8 - Savills. (2023). Europäische Investitionen: Market in Minutes - Q2 2023. Abgerufen am 11. September 2024 von https://www.savills.com/research_articles/255800/349712-0.
- 9 - Wüest Partner. (2024). Immo-Monitoring 2024 | I: Herbstausgabe. Wüest Partner.
- 10 - Wüest Partner. (2024). Immo-Monitoring 2024 | I: Herbstausgabe. Wüest Partner.
- 11 - GARBE Research. (2024). Warum in der Schweiz investieren?. Abgerufen am 3. September 2024 von <https://www.garbe-industrial.de/en/why-invest-in-switzerland/>.
- 12 - GARBE Research. (2024). Warum in der Schweiz investieren?. Abgerufen am 3. September 2024 von <https://www.garbe-industrial.de/en/why-invest-in-switzerland/>.
- 13 - CBRE. (2021). Logistikimmobilien und Gewerbeblächen in der Schweiz 2021. Abgerufen am 3. September 2024 von <https://www.cbre.ch/fr-ch/insights/figures/immobilier-logistique-et-locaux-dactivites-suisse-2021>.

Fazit

Der Schweizer Industriimmobilienmarkt bietet Investoren zahlreiche Vorteile. Die Beherrschung der Besonderheiten der Vermögenswerte ermöglicht den Anlegern den Zugang zu einem Segment, das ein besonders attraktives Risiko-Rendite-Verhältnis in einem Sektor bietet, der noch abseits der grossen Investitionsströme liegt und ein hohes Diversifizierungspotenzial aufweist. Die Perspektiven der Wertschöpfung sind vielfältig. Der Aufwärtstrend bei den Investitionen in Industriimmobilien dürfte sich deshalb in der Schweiz in den nächsten Jahren fortsetzen. ■



Ein einheitliches Ökosystem für Kryptowährungen: Wie kann die Kluft zwischen zentralisierten und dezentralisierten Finanzsystemen überbrückt werden?



Ivan Garcia Triana
Chief Data Officer
and Head of Growth

SwissBorg

Nach der Finanzkrise von 2008 entstand ein allgemeines Bewusstsein dafür, dass zentralisierte Institutionen oft schlechte Entscheidungen mit weitreichenden Folgen treffen. Als Reaktion darauf schlug Satoshi Nakamoto die Blockchain-Technologie vor, die es Finanzsystemen ermöglicht, ohne zentralisierte Vermittler zu funktionieren und so vollständige Transparenz zu bieten und die Privatsphäre der Teilnehmer zu wahren. Blockchains machen Zentralbanken oder Finanzinstitutionen überflüssig und adressieren damit die Probleme der zentralen Kontrolle, die zur Krise geführt haben. Da alle Transaktionen in einem öffentlichen Register erfasst werden, bietet die Blockchain die Transparenz, die bei den undurchsichtigen Praktiken, die zum Finanzkollaps beigetragen haben, fehlte. Sobald Daten hinzugefügt wurden, können sie nicht mehr verändert werden, wodurch es für jede Einheit extrem schwierig wird, Finanzregister zu manipulieren oder einseitige Entscheidungen zu treffen, die den Wohlstand beeinflussen. Darüber hinaus gibt die Blockchain den Menschen die volle Verwahrung und Kontrolle über ihre Gelder, wodurch das Risiko von Bankpleiten und Kontosperrungen, das während der Krise erlebt wurde, verringert wird. Obwohl diese Technologie eine Lösung für vergangene Finanzprobleme bot, ist die Branche wieder in die gleichen Fallen getappt. Hier ist eine Alternative, die einige der Probleme in diesem Bereich lösen wird.

Die Herausforderung der dezentralisierten Kryptobörsen

Obwohl es Blockchains gelungen ist, die Notwendigkeit zentralisierter Institutionen zu beseitigen, hat sich ihre Einführung relativ langsam vollzogen, und sie werden immer noch nicht weitgehend im täglichen Handel eingesetzt. Das Paradigma der dezentralen Finanzwirtschaft (DeFi), insbesondere das der dezentralen Kryptobörsen (DEXs), hat unter einer schlechten Nutzererfahrung gelitten. DEXs haben oft eine steile Lernkurve und sind für Neulinge nicht benutzerfreundlich und leicht zugänglich. Neben vielen anderen Problemen ist eines der größten die Integration von Fiat-Währungen, d.h. wie die Nutzer Fiat-Währungen (auch Fiat genannt) auf die DEX einzahlen. Der aktuelle Stand der Fiat-Krypto-Integration kämpft mit einem komplexen Geflecht aus Bankvorschriften und Compliance-Verfahren, die von den DEXs nicht ausreichend angegangen wurden, was zu einem Mangel an reibungsloser Integration von Fiat-Währungen führt.

Für Projekte erfordert die Listung auf einer DEX eine erhebliche Liquidität, um den Handel zu erleichtern. Diese Liquidität kommt häufig von DeFi-Nutzern über Liquiditäts-pools. Um ausreichende Liquidität zu erhalten, müssen Projekte hohe jährliche Erträge als Belohnung für die Liquiditätsanbieter bieten, was zu einer deutlichen Erhöhung des Ange-

bots an Projekt-Tokens führt. Darüber hinaus sind DeFi Farmer, die diese Liquidität bereitstellen, oft nicht bereit, sich langfristig zu binden, da sie dazu neigen, ihre Vermögenswerte in Pools mit höheren Erträgen zu verlagern. Dieses Verhalten stellt ein Risiko für das Projekt dar, da es zu einem plötzlichen Abzug der Liquidität führen könnte, wenn diese Farmer anderswo attraktivere Möglichkeiten finden. Darüber hinaus können in Zeiten hoher Nachfrage die Transaktionskosten für DEXs erheblich steigen, was das Handelsvolumen des Tokens eines Projekts stark beeinträchtigt.

Zentralisierte Kryptobörsen (CEXs)

Paradoxe Weise haben zentralisierte Institutionen viele der Herausforderungen, mit denen die DeFi konfrontiert ist, effektiv gelöst. Zentralisierte Kryptobörsen (CEXs) haben die notwendige Infrastruktur aufgebaut und sich durch komplexe regulatorische Umgebungen bewegt, um Fiat-Krypto-Handelspaare anzubieten, die neuen Nutzern den Einstieg in traditionelle Währungen erleichtern. Ihre Plattformen konzentrieren sich auf die Benutzererfahrung und bieten intuitive und benutzerfreundliche Schnittstellen, die für Anfänger und nicht technisch versierte Benutzer geeignet sind. CEXs haben aufgrund ihrer breiteren Nutzerbasis und ihres Zugangs zu Market Makern in der Regel eine höhere Liquidität und können Transaktionen sofort bearbeiten, ohne auf die Blockchain angewiesen zu sein. Sie bieten stabile und oft niedrigere Transaktionsgebühren, unabhängig vom Datenverkehr, was sie für Vieltrader rentabel macht. Außerdem erleichtern sie den Handel zwischen verschiedenen Blockchain-Netzwerken, was in der DeFi ein komplexerer und riskanterer Prozess ist. CEXs bieten in der Regel Kundensupport an, der für die Unterstützung von weniger technisch versierten Nutzern unerlässlich ist. Insgesamt haben die Benutzerfreundlichkeit, die Liquidität und die zusätzlichen Funktionen von CEXs sie zur bevorzugten Wahl vieler Nutzer von Kryptowährungen gemacht, vor allem von Neueinsteigern.

Doch all diese Vorteile haben ihren Preis. CEXs bieten in der Regel Custody-Wallets (Verwahrung) an, was bedeutet, dass die Plattform die privaten Schlüssel hält und kontrolliert, und zwar auf Kosten der Nutzer.

Die Transaktionen werden innerhalb ihrer eigenen Infrastruktur ausgeführt, wodurch die Transparenz geopfert wird und einer möglichen Marktmanipulation und Vorzugsbehandlung ohne öffentliche Kontrolle Tür und Tor geöffnet wird. Die Nutzer sind von der Infrastruktur der Kryptobörse abhängig und riskieren Dienstunterbrechungen, Ausfallzeiten und technische Probleme, die den Zugang zu Vermögenswerten beeinträchtigen können. Darüber hinaus sind CEXs, die große Mengen an Kryptowährungen halten, anfällig für Sicherheitsverletzungen, Cyberangriffe, Diebstahl von Nutzergeldern und interne Bedrohungen durch Angestellte oder Auftragnehmer.

investieren, was zu Interessenkonflikten und einer bevorzugten Behandlung ihrer Investitionen führt. CEXs sind auch in Bezug auf ihre Transaktionskosten nicht transparent und verstecken die Kosten oft durch Trading Spreads, ähnlich wie die versteckten Kosten in der traditionellen Finanzwirtschaft. Medienwirksame Fehlschläge wie die von FTX, Three Arrows Capital und Celsius haben ein unzureichendes Risikomanagement und undurchsichtige Praktiken innerhalb der CEXs aufgedeckt, die die systemischen Risiken widerspiegeln, die bei traditionellen Finanzinstitutionen zu beobachten sind, und zu großen Verlusten für Investoren und Nutzer geführt haben.

tives Finanzökosystem zu schaffen, wird für die Zukunft des globalen Finanzwesens von entscheidender Bedeutung sein.

Börsenaggregatoren spielen eine entscheidende Rolle bei der Entwicklung von MEXs, indem sie den Nutzern einen nahtlosen Zugang zu mehreren CEXs und DEXs über eine einzige Schnittstelle bieten. Ihr Ziel ist es, den Zugang zu allen Token zu demokratisieren, indem sie mehrere Kryptobörsen in Echtzeit scannen und die Transaktionen zum besten Preis ausführen. Dieser Ansatz verbessert die Handelerfahrung, unterstützt ein inklusiveres und effizienteres Finanzökosystem und ermöglicht es den Nutzern, auf Vermögenswerte zuzugreifen, ohne mehrere Accounts einzurichten. Indem sie die Liquidität erhöhen und Slippage reduzieren, bieten Börsenaggregatoren eine reibungslose Handelerfahrung, selbst bei großen Transaktionen. Letztendlich beseitigt dieses Modell die Gatekeeper-Rolle der einzelnen Kryptobörsen und drängt sie dazu, sich auf die Unterstützung, die Aufrechterhaltung der Liquidität und das Angebot wettbewerbsfähiger Preise zu konzentrieren.

Rückbesinnung auf die Hegemonie zentralisierter Institutionen

Auf dem Markt für Kryptowährungen werden derzeit mehr CEXs als DEXs eingesetzt. Als die CEXs an Macht gewannen, begannen ihre Anreize von den ursprünglichen Prinzipien der Dezentralisierung abzuweichen, die den öffentlichen Betrieb und die vollständige Transparenz betonten. Ähnlich wie traditionelle Finanzinstitutionen fungieren CEXs oft als Guardians, verlangen hohe Gebühren für Projektanmeldungen und errichten Barrieren für kleinere Projekte. Viele CEXs haben Risikokapitalzweige, die in Blockchain-Projekte

Der Traum: eine Meta-Exchange

Der ultimative Traum wäre also, die Off-Chain-Welt (CEXs) und die On-Chain-Welt (DEXs) zu einem Meta-Exchange (MEX) zu verschmelzen. Dies ist eine Herausforderung, die in naher Zukunft sehr ernst genommen werden muss. Die Barrieren zwischen dem traditionellen und dem dezentralisierten Finanzwesen zu durchbrechen, um ein benutzerfreundliches, transparentes, vertrauenswürdiges, sicheres, datenschutzorientiertes, eigentumsorientiertes, interoperables, zensurresistente, integratives, von der Community gesteuertes und innova-

Idealerweise sollte ein MEX sowohl Custody- als auch Non-Custodial-Portfolios anbieten, um den Nutzern Flexibilität in Bezug auf Kontrolle und Sicherheit zu ermöglichen. Custody-Portfolios, die von der Kryptobörse 



verwaltet werden, bieten Bequemlichkeit und Benutzerfreundlichkeit, vor allem für Neueinsteiger. Non-Custodial-Wallets geben den Nutzern die volle Kontrolle über ihre Vermögenswerte, was der Ethik der Dezentralisierung entspricht. Indem sie beide Optionen anbieten, können MEXs ein breiteres Publikum ansprechen und so eine größere Akzeptanz und ein größeres Vertrauen in das Ökosystem der Kryptowährungen fördern. Dieser duale Ansatz verbessert die Nutzererfahrung und unterstützt die unterschiedlichen Präferenzen innerhalb der Krypto-Community, was eine integrativeren und widerstandsfähigeren Finanzlandschaft fördert.

Partnerschaften zwischen MEX und Projekten, um eine gute Liquidität zu gewährleisten, sind entscheidend für das reibungslose Funktionieren von Kryptowährungen. Projekte profitieren von einem breiteren Engagement, einem erhöhten Handelsvolumen und potenzieller Preisstabilität. Für den MEX führt eine höhere Liquidität zu einem höheren Handelsvolumen, einer besseren Nutzererfahrung und einer größeren Zufriedenheit. Da MEX die Liquidität nicht direkt verwaltet, sorgt dieser Ansatz für faire und transparente Partnerschaften, gleicht die Bedürfnisse mehrerer Projekte aus und hält die Einhaltung der Vorschriften aufrecht. Letztendlich wirkt sich dies positiv auf das Ökosystem aus, indem die Markteffizienz verbessert, die Glaubwürdig-

keit legitimer Projekte gestärkt und Manipulationen in kleinen Märkten potenziell reduziert werden.

Das MEX-Paradigma bringt Chancen sowohl für die Nutzer als auch für die Projekte mit sich, indem es die Zugänglichkeit betont und Wahlfreiheit bietet. Die Nutzer können entscheiden, ob sie den Custody ihrer Vermögenswerte behalten oder sich auf den MEX verlassen wollen, und so ihre Unabhängigkeit von den Entscheidungen einer einzelnen Institution sicherstellen. Darüber hinaus profitieren die Nutzer von einer höheren Liquidität und weniger Slippage, was ihre Handelerfahrung verbessert. Die Projekte profitieren von der Freiheit zu entscheiden, wann, wo und wie sie gelistet werden, mit gleichen Möglichkeiten, Zugang zu potenziellen Händlern zu erhalten. Dieser integrative Ansatz fördert ein spannendes und dynamisches Krypto-Ökosystem, in dem jeder die Chance hat, zu gedeihen.

Wir sind fest davon überzeugt, dass dies der nächste Schritt auf unserem Web3-Pfad zu einer breiten Akzeptanz ist, und wir arbeiten mit voller Hingabe an diesem Ziel. Wir haben bereits große Fortschritte in diese Richtung gemacht. ■

Referenzen

- SwissBorg's Smarter Engine and the New Crypto Landscape. <https://swissborg.com>. November 2023.
- SwissBorg x Pyth: Providing our MEX data to DeFi. <https://swissborg.com>. Januar 2024
- SwissBorg Integrates with Solana to Launch World's First Meta-Exchange. <https://cointelegraph.com/press-releases/swissborg-integrates-with-solana-to-launch-worlds-first-meta-exchange>. November 2023.
- The promises of web3: decentralized finance & NFTs - implying the future of internet. <https://www.venionaire.com/the-promises-of-web3-decentralized-finance-nfts-exploring-the-future-of-internet/>. März 2023.
- The UX of decentralized finance in 2022. <https://uxdesign.cc/the-ux-of-decentralized-finance-2022-42b9fa00df4a>. März 2022.



Das Comeback von Hedgefonds als strategischer Bestandteil von Portfolios



John Argi
Co-Leiter UBP Alternative
Investment Solutions

Union Bancaire privée

In den vergangenen zehn Jahren erzielten Stiftungsfonds von amerikanischen Colleges wie Princeton und Yale mit verwalteten Vermögen von USD 34 Mrd. bzw. USD 40 Mrd. jährliche Erträge von 10,8% bzw. 10,9%. Traditionelle 60/40 Portfolios lieferten dagegen 6,3% pro Jahr.

Zwei Umstände waren dabei ausschlaggebend: ein konsistenter Portfoliomix und ein breiter Einsatz von alternativen Anlagen inklusive Hedgefonds als strategischen Bestandteil. Während Vorsorgeeinrichtungen in der EU und der Schweiz auf den TER-Kostenansatz (Gesamtkostenquote) setzen, verwenden vorgenannte Stiftungen das Konzept der Kosten pro Alpha-Einheit.

Gegenwärtig siedeln sich die von Hedgefonds weltweit verwalteten Vermögen bei 5'000 Mrd. US-Dollar (USD) an. Wie für Investitionen in andere Finanzwerte erfordern auch Hedgefondsanlagen Richtlinien, das Erkennen von zyklischen Schwankungen von Wertentwicklung und Ertragsfaktoren. Diese Vorgehensweise dürfte den mit Hedgefonds erzielten Ertrag verbessern.

Amerikanische College-Stiftungsfonds

David Swensen gilt als der Erfinder des Endowment-Ansatzes, der auf der Kombination von illiquiden Werten mit höheren Renditen mit einer Diversifikation in deutlich weniger korrelierte Anlageklassen basiert. Das Yale-Modell wurde zum Standard der

Stiftungsfonds von amerikanischen Colleges (siehe Abb. I.).

Innerhalb einer breiten Diversifikation nach Anlageklassen treten einige übergeordnete Themen hervor (Abb. I).

Zwar weist das Portfolio noch etwa 60% Aktien auf (sowohl öffentlich notierte als Private Equity). Die ehemals festverzinslichen Werten vorbehaltene Gewichtung von 40% beträgt nun 11%, der Rest wird auf andere Instrumente aufgeteilt, wobei Hedgefonds

fast 16% ausmachen und für höhere Erträge sorgen sollten. Dank der Fokussierung auf Nettoerträge oder auf die Kosten pro Mehrwert-Einheit verfügen die Manager über grösseren Spielraum, um ihre Anlageziele zu verwirklichen. Diese Vorgaben dienen auch nordamerikanischen Pensionskassen als Anleitung und können ebenfalls den Einrichtungen der beruflichen Vorsorge in Europa und der Schweiz als Inspiration dienen.

Anlagezyklen

Alternative Anlagestrategien weisen generell eine begrenzte Korrelation zu den traditionellen Aktien- oder Anleihenmärkten auf. Sie entwickeln sich besonders gut, wenn die Märkte von den Fundamentaldaten gesteuert werden, echte Preisunterschiede zwischen Wertschriften, Unternehmen und Sektoren ersichtlich sind und die Volatilität begrenzt ausfällt. Über einen längeren Zeitraum verzeichnen die erzielten Erträge dennoch Baisse- und Expansionsphasen. Diese Performanceausschläge werden von den gleichen Faktoren beeinflusst, die sich auch auf Strategy Alpha sowie reine Alpha-Manager auswirken. In einigen Phasen können diese Faktoren Treiber oder Hindernisse darstellen. Eine der interessantesten Phasen für Anleger ist der Wendepunkt innerhalb eines Performancezyklus.

Abbildung I: Durchschnittliche Vermögensallokation von amerikanischen College- und Universitätsstiftungen

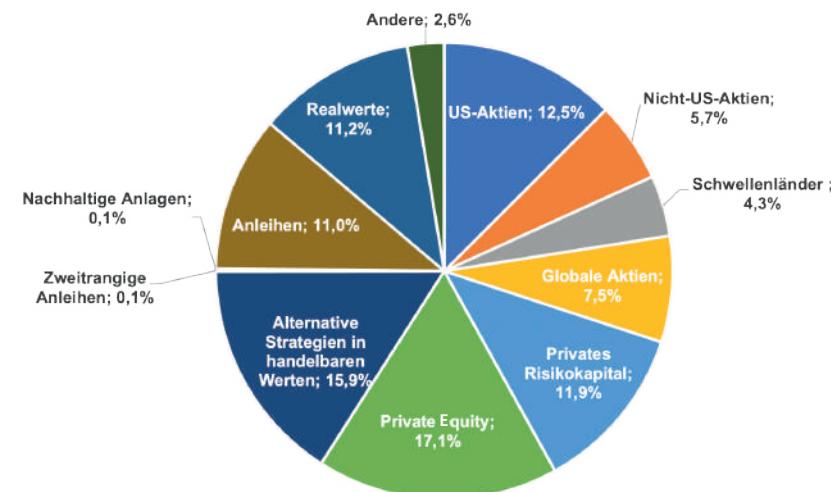
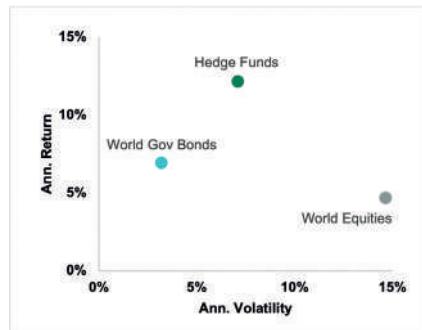


Abbildung I zeigt die durchschnittliche Vermögensallokation von 688 US-Colleges und Universitäten (Zahlen per Ende 2023). Quelle: National Association of College and University Business Officers (NACUBO) – 2023 NACUBO-Commonfund Study of Endowments.

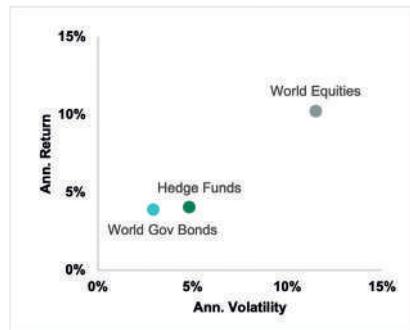


Abbildung 2

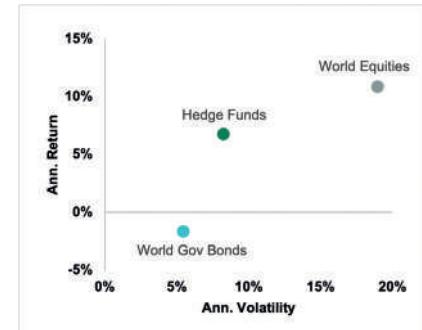
I) 1990-2009: Die goldenen Jahre



2) 2010-2019: Die verlustreichen Jahre



3) Ab 2020: Das Comeback



Quelle: UBP

Für die vergangenen dreissig Jahre sehen wir drei verschiedene Zyklen für Hedgefonds und ihre Wertentwicklung (Abb. 2).

In den 20 goldenen Jahren generierten Hedgefonds einen Ertrag von über 12% jährlich und übertrafen damit sowohl Anleihen als auch Aktien bei interessanter Volatilität. Diese Zeit war vom Rückzug der Behörden aus den Finanzmärkten geprägt, um den freien Markt und die Zuteilung von Kapital unter den verschiedenen Wirtschaftsakteuren zu fördern. Während die Marktpreise die wirtschaftlichen Fundamentaldaten widerspiegeln, nutzten Hedgefonds die Möglichkeit, sowohl mit Long- als auch mit Short-Positionen Mehrwert zu generieren, was ihre Wertentwicklung beflogelte.

Die zehn Jahre zwischen 2010 und 2019 waren die schwierigsten für Hedgefonds, deren jährlicher Ertrag um fast 7% einbrach, während die Aktienmärkte stark anzogen. Nun änderten Regierungen und Zentralbanken ihr Verhalten radikal, sie beschlossen, dass es ihre und nicht die Aufgabe der Märkte sei, den fairen Preis von Vermögenswerten festzulegen. Dadurch drosselten sie die Volatilität an den Märkten, reduzierten die Unterschiede zwischen gut und schlecht geführten Unternehmen und zwangen die Anleger zu einer Verlängerung der Duration um Renditeprämien zu nutzen.

Mit dem Ende der Pandemie kam ab dem Jahr 2020 auch die Wende für Hedgefonds. Wir sind der Ansicht, dass uns eine mehrjährige Hause der absoluten und relativen Erträge bevorsteht. Der Grund dafür ist die Rückkehr der Inflation, die den Handlungsspielraum für die Behörden einschränkt. Angesichts der gestiegenen Kapitalkosten weiten sich

auch die Renditeunterschiede in Abhängigkeit der Kreditwürdigkeit der Unternehmen aus. Jenseits einer zentralen Aktien- und festverzinslichen Gewichtung, gewinnen Strategien an den Staatsanleihenmärkten an Bedeutung und mehren sich die Gelegenheiten an den Devisenmärkten. In der Rohstoffbranche haben fehlende Investitionsgelder in der Produktionskette einen starken Einfluss auf die Angebotsbildung. Und schliesslich steigt auch die Unsicherheit in vielen Sektoren.

von 0,85% für den Long-Only-Fonds, für den alternativen Fonds eine Managementgebühr von 1,5% sowie eine Performancegebühr von 15%.

Dieses Konzept wird oft übersehen, da die für die Vermögensallokation zuständigen Personen, Berater und Kunden die Kosten pro Kapitaleinheit statt pro Alpha-Einheit berechnen. Das nachstehende Beispiel kann mit unterschiedlichen Ansätzen für Management- und Performancegebühren funktionieren.

Kosten pro Alpha-Einheit (Mehrwert)

Über die Jahre mussten sich Hedgefonds immer wieder einem Vorwurf stellen – ihren teuren Gebühren. Es wurde unseres Erachtens nicht genug betont, dass diese Kosten mittlerweile gesunken sind. Auch möchten wir betonen, dass die Kosten den gelieferten (Mehr)Wert widerspiegeln müssen und man bereit sein sollte, für Mehrwert gebührend zu zahlen.

Vergleichen wir nun die Gebührenstruktur eines Alpha-Fonds mit den Kosten einer Long-Only-Strategie, um besser zu verstehen, wofür es sich zu zahlen lohnt. In der nachstehenden Tabelle vergleichen wir zwei Anlagestrategien mit unterschiedlichem Alpha-Ansatz. Zentral ist dabei ein besseres Verständnis der Kosten pro Alpha-Einheit. Eine Long-Only-Strategie, die auf 1% Mehrwert (Alpha) abzielt, wird mit einem Betrag von USD 100 Mio. die gleiche Million USD an Mehrwert generieren wie eine Strategie, die 4% Alpha mit USD 25 Millionen anstrebt. Letztendlich weist ein alternativer Fonds pro Alpha-Einheit niedrigere Kosten als ein Long-Only-Fonds in USD auf. Als Ansatz dient uns eine Pauschalgebühr

Die fünf Säulen erfolgreicher Hedgefonds-Anlagen

Wir sind der Auffassung, dass die Zeichen für Hedgefonds-Anlagen gut stehen, und werden im Weiteren näher auf eine erfolgreiche Vorgehensweise eingehen.

I. Kaufen und Halten

Je volatiler die Wertentwicklung eines Vermögenswerts, desto grösseren Einfluss hat auf kurze Sicht der Zeitpunkt des Kaufs und Verkaufs bzw. des Ein- und Ausstiegs. Dieser Umstand kann abgeschwächt werden, indem unmittelbar nach einer Performancekorrektur in einen Hedgefonds mit gutem Management investiert wird. Aufgrund negativer Schlagzeilen kann dies mit Schwierigkeiten verbunden sein. Außerdem sollte man auf einen Manager mit niedriger Volatilität und konstantem Ertrag setzen (Plattform-Fonds eignen sich gut dazu), bei denen das richtige Timing nicht so wichtig ist. Und schliesslich sollte man über einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont verfügen, da einige Erträgezyklisch ausfallen könnten. Generell sollte die Haltedauer mindestens 3 Jahre betragen. Auf diese Weise kann man sich vom richtigen

	Long- Only- Fonds	Alternative Fonds
Anlage (in USD Mio.)	100	25
*Angestrebtes Alpha	1,00%	4,00%
Alpha-Betrag (in USD Mio.)	1	1
Managementgebühr	0,85%	1,5%
Performancegebühr	0%	15%
**Gebührenbetrag (in USD Mio.)	0,85	0,71

*Gesamtperformance: Verzinsung von Liquiditäten (Cash) + Alpha: 5% + 4%

** $(25 \times 1,5\%) + 25 \times (5\% + 4\%) \times 15\%$

Quelle: UBP

Ein- oder Ausstiegspunkt abkoppeln. Nach 10 Jahren wird sich die langfristige Ertragsentwicklung des Fonds ungeachtet des Einstiegszeitpunkts wieder ausgeglichen haben.

2. Prognosen erstellen

Wir gliedern die Wertentwicklung alternativer Strategien auf eine ähnliche Weise wie jene von Aktienrenditen. So lassen sich Aktienbewertungen auf Veränderungen von Kennzahlen, Gewinnprognosen und Dividendenrenditen zurückführen. Auf ähnliche Weise können alternative Ansätze in Pure Alpha-Strategien mit hohen Eintrittshürden und Strategy Alpha-Manager mit Modellen mit hoher Wertschöpfung unterteilt werden. Die letzte Komponente bildet der Beta-Faktor, der sich aus dem jeweiligen Exposure am Aktien- oder Anleihenmarkt ergibt. Wir sind der Auffassung, dass Pure Alpha-Manager, die in der Regel eher begrenzte Kapazitäten und hohe Eintrittshürden aufweisen, mit höheren Gebühren belohnt werden sollten. Arbeitet man sich auf der Gebührenskala nach unten, wird ersichtlich, dass andere Anlagestile kosteneffizientere Lösungen bereithalten.

3. Vermögensallokation

Bei der Vermögensallokation sollten die Hedgefonds nicht einzeln betrachtet, sondern ihr Einfluss auf das Gesamtportfolio berücksichtigt werden. Genauso gehen auch die eingangs erwähnten Stiftungsfonds vor. Sobald die strategische Hedgefonds-Gewichtung festgelegt ist (15% bis 30%), sollte man sich für ihre Zusammensetzung einen Überblick darüber verschaffen, welche Strategien für das aktuelle und künftige Marktumfeld geeignet sind. Deshalb ist es wichtig, für jede Strategie die möglichen Treiber und Hindernisse zu identifizieren. Die Vermögensallokation hängt auch zu einem grossen Grad von den Zielsetzungen und Restriktionen der Anleger wie Ertragsziel und Risikoneigung, Sensitivität gegenüber anderen Anlageklassen und Liquiditätsbedarf ab. Da Hedgefonds in der Regel einen langfristigen Anlagehorizont aufweisen, ist im Hinblick auf die Vermögensallokation zu entscheiden, ob eine Strategie möglicherweise von einem Wechsel im Marktregime beeinflusst würde und daher nicht mehr geeignet wäre.

4. Managerauswahl

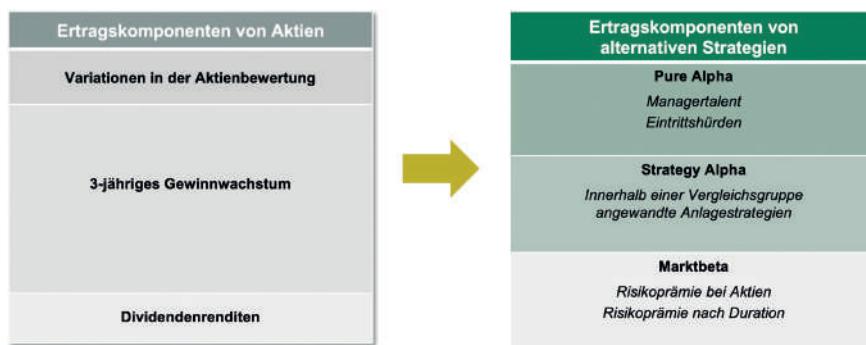
Die Voraussetzung für eine erfolgreiche Managerauswahl ist der Zugang zu den erforderlichen Daten und die Bestimmung des Anlageuniversums, um ein erstes quantitatives Screening vorzunehmen. Kennzahlen wie breites Know-how und Erfahrung der Teammitglieder, Dauer des Leistungsausweises und der dabei verwalteten Vermögen sind geeignete Filter. Anschliessend ist ein striktes qualitatives, quantitatives und operatives Due Diligence-Verfahren anzuwenden. Jede Investmentfirma entwickelt ihren eigenen Auswahlprozess, doch die Erfahrung des Teams bleibt ein zentraler Bestandteil.

5. Portfoliokonstruktion:

Mehrwertschöpfung für Kundenportfolios

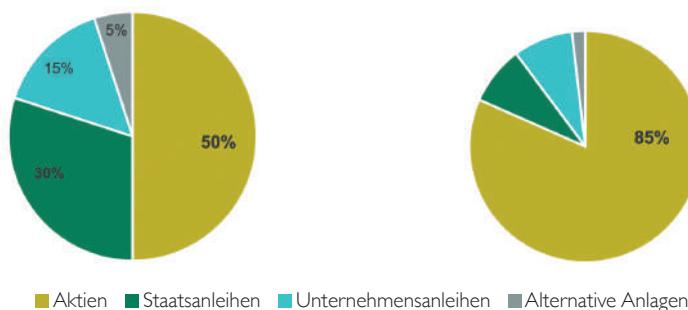
Der oben erwähnte Marktregimewechsel führte dazu, dass die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, die seit Beginn des 20. Jahrhunderts negativ war, ab Ende 2021 positiv wurde und seither positiv blieb. Diese disruptive Entwicklung hatte grosse Auswirkungen für traditionell aufgebaute Portfolios mit 60% Aktien und 40% Anleihen, besonders im Jahr 2022, als beide Anlageklassen gleichzeitig fielen und hohe Verluste für die Anleger verursachten. Angesichts dieser Situation und der an den Märkten dominierenden Unsicherheit waren die Anleger gezwungen, ihre Vermögensallokation zu überdenken. Alternative Anlagen können attraktive Renditen und Mehrwert für traditionelle Portfolios erbringen, da sie andere Ertragsquellen erschliessen.

Im Mittelpunkt der Diversifikation eines Portfolios steht das Verständnis der Risikofaktoren, denen es ausgesetzt ist. Sind diese Faktoren identifiziert, gilt es in einem zweiten Schritt die Strategien zu erkennen, mit denen das Renditeziel des Anlegers verwirklicht werden kann. Dabei sollten entweder verschiedene Ertragsquellen miteinbezogen oder das Portfolio möglichst wenig bestehenden Risiken ausgesetzt werden. Eine mithilfe modernster statistischer Methoden vorgenommene Risikofaktoranalyse kann unerwartete oder versteckte Risiken aufdecken. Nehmen wir das Beispiel einer strategischen Vermögensallokation aus 50% Aktien, 30% Anleihen, 15% Unternehmenspapieren und 5% alternativen Strategien. Diese Allokation ist dem Risikofaktor «Aktien» überdurchschnittlich stark ausgesetzt. Wie nachstehende Abbildung zeigt, können 85%



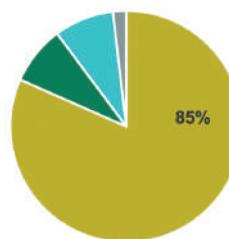
Quelle: UBP

Strategische Vermögensallokation



Quelle: UBP

Prozentualer Risikobeitrag



des Portfoliorisikos aktienbezogenen Risiken zugeschrieben werden, während anleihenbezogene Risiken nur 2% ausmachen.

Die Beimischung von alternativen Anlagen wie systematische Fonds führt zur Erschließung anderer Ertragsquellen, begrenzt das Aktienrisiko und senkt ganz allgemein die Volatilität des gesamten Portfolios.

Wo liegen zurzeit die Gelegenheiten für Hedgefonds?

Seit 2020 befinden wir uns in einem neuen Marktregime, das von einem höheren Zins- und Inflationsniveau, einer unkonventionellen Wirtschaftspolitik in den USA und einer De-globalisierung geprägt ist. Es entstanden neue Bedingungen, die künftig attraktive Erträge liefern könnten. Je nach Bereich kann ein anderer Hedgefonds-Stil zum Einsatz kommen.

Equity Long/Short

Für aktive Manager ist eine breite Streuung der Aktienkurse eine wichtige Voraussetzung, um Überrenditen (Alpha) zu erzielen und den Markt (Beta) zu schlagen. Equity Long/Short beinhaltet einen verstärkt aktiven Managementansatz, da diese Strategie Überschussrenditen sowohl mit Long- als auch mit Short-Positionen verzeichnen kann. Die Unterschiede in der Gewinnentwicklung und/oder der Bewertung der Unternehmen sind auch für die Streuung der Aktienkurse verantwortlich. Die Beendigung des Nullzinsumfelds sollte dazu führen, dass sich im Aktienkurs die Gesundheit der Firmen widerspiegelt.

Credit-Strategien

Im festverzinslichen Segment sind angesichts der beginnenden Versteilerung der Ren-

ditekurven besonders Relative Value- und Arbitrage-Strategien interessant. Sie sind technischer orientiert und zielen darauf ab, Fehlbewertungen zu nutzen, die zu niedrigen Preisunterschieden zwischen ähnlich liquiden Instrumenten führen. In anderen Segmente dürften Zahlungsausfälle nicht unbedingt stark zunehmen, aber Kursdifferenzen, eine Ausweitung der Renditeaufschläge und Volatilität schaffen gute Voraussetzungen. Dies gilt besonders für Convertible-Bond-Arbitrage-Strategien, die sowohl Kapitalerträge als auch Kapitalgewinne generieren können.

Diversifikationsstrategien

Für Diversifikationsstrategien sollten makroökonomische Entwicklungen und Rohstoffe überdurchschnittlich gute Chancen bereithalten. Sie profitieren von vielen Treibern, u.a. von höheren Zinsen am kurzen Ende, politischer Unsicherheit, die sich auf die Devisenentwicklung auswirkt, von Rohstoffpreisen, die von Angebotsengpässen beeinflusst werden, von höherer Volatilität und Gerüchten am Aktienmarkt. Diese Strategien investieren gegen den Marktkonsens und werden zeitversetzt vom breiten Markt erkannt. Dies kann schrittweise stattfinden, wenn die Manager in Trends oder das Markt-Momentum investieren, oder plötzlich und heftig bei Marktkrisen. Zollkriege, geldpolitische Trendwenden oder Markteinbrüche können sich für diese Strategien als rentabel erweisen.

Schlussfolgerungen

Alternative Strategien existieren seit vielen Jahrzehnten; die Branche hat mehrere Zyklen und Entwicklungen durchlaufen und nun ihr Reifestadium erreicht. Sie bietet den Anlegern ein breites Spektrum an Strategien und Formaten, die in einem Kundenportfolio verschiedenen Zwecken dienen können.

Das amerikanische Stiftungsfonds-Modell hat generell eine bessere Wertentwicklung erzielt als institutionelle Portfolios in Europa und der Schweiz, selbst nach Abzug der Absicherungskosten für die jeweiligen Währungen. Einer der Gründe dafür ist ihr höherer Anteil an alternativen Anlagen. Vorsorgeeinrichtungen in Europa und der Schweiz könnten ebenfalls von einem solchen Ansatz profitieren. Statt sich allein auf die Gesamtkosten zu konzentrieren, sollten sie die Kosten pro Mehrwertseinheit betrachten, anhand der eine objektivere Messung ermöglicht wird.

Wir glauben, dass Weltwirtschaft und Finanzmärkte mit dauerhaft anspruchsvollen Bedingungen konfrontiert sein werden. Deshalb sollten sich die Anleger darauf einstellen, dass die Erträge traditioneller Anlageklassen wie Aktien und Anleihen wieder auf ihre langfristig risikobereinigte Bandbreite zurückkehren. Alternative Anlagen können diesen niedrigeren Erträgen und der erhöhten Volatilität entgegenwirken, weshalb sie eine zentrale Position in einem Portfolio einnehmen sollten.

Die Bildung eines angemessenen Engagements in alternativen Anlagen basiert auf folgenden Kriterien: a) ein striktes Due Diligence-Verfahren, sowohl auf Anleger- als auch auf operativer Seite zur Auswahl der richtigen Manager; b) detaillierte Analyse der Risikofaktoren, c) Festlegung von Zielwerten für Ertrag, Risiko und Korrelation sowie von Richtlinien, z.B. in Bezug auf Liquiditäten und Exposure auf Anlageklassen.



Portraits de sociétés / Gesellschaftsporträts

Page / Seite



71



72



73



74



75



76



77



78



79



80

BARINGS

Société de gestion d'actifs d'envergure mondiale comptant plus de 409 milliards de dollars* d'actifs sous gestion, Barings travaille en partenariat avec des clients institutionnels, des compagnies d'assurance et des intermédiaires et soutient des entreprises de premier plan grâce à des solutions de financement flexibles. L'entreprise, filiale de MassMutual, s'efforce de générer des rendements excédentaires en tirant parti de son envergure et de ses capacités mondiales sur les marchés publics et privés dans les domaines de l'obligataire, des actifs réels et des solutions de capital.

Barings

Rue du Marché 28
1204 Genève

Benjamin Boyer

Senior Director | Global Business Development Group Switzerland
T : +41 22 591 11 01

benjamin.boyer@barings.com
www.barings.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

BARINGS

Barings ist ein globaler Investmentmanager mit einem verwalteten Vermögen von über 409 Milliarden US-Dollar*, der Partnerschaften mit institutionellen, Versicherungs- und Intermediärmärkten unterhält und führende Unternehmen mit flexiblen Finanzierungslösungen unterstützt. Die Tochtergesellschaft von MassMutual zielt darauf ab, Überrenditen zu erwirtschaften, und stützt sich dabei auf globale Größenvorteile und Kompetenzen auf den öffentlichen und privaten Märkten für Fixed Income, Real Assets und Capital Solutions.

Barings

Rue du Marché 28
1204 Genf

Benjamin Boyer

Senior Director | Global Business Development Group Switzerland
T : +41 22 591 11 01

benjamin.boyer@barings.com
www.barings.com



Banque universelle depuis 1816, la Banque Cantonale de Genève (BCGE) propose aux particuliers, aux entreprises et aux institutionnels des prestations bancaires de grande qualité. La BCGE développe les métiers suivants: les services bancaires quotidiens, le private banking, l'asset management, les fonds de placement, le conseil en prévoyance, les financements hypothécaires et les crédits aux entreprises et collectivités publiques. Elle exploite une salle des marchés et offre des services d'ingénierie financière, d'évaluation et de transmission d'entreprises, de private equity et de trade finance. Le groupe BCGE comprend 21 agences à Genève et exerce certains de ses métiers à Zurich, Lausanne, Bâle, Paris, Lyon et Annecy. Il dispose de Bureaux de représentation à Dubaï et Hong Kong. Banque bien capitalisée et sûre, cotée à la bourse suisse SIX Swiss Exchange (n° de valeur 35 049 471), la BCGE allie diversifi-

cation de ses métiers, dynamique d'innovation et transparence afin d'être le partenaire de confiance de ses clients.

BCGE

Quai de l'Ile 17
CP 2251
1211 Genève 2
Olivier Christe
Conseiller institutionnel
Pierre Weiss
Conseiller institutionnel
T : +41 58 211 21 00
info@bcge.ch
www.bcge.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Die Banque Cantonale de Genève (BCGE) ist eine seit 1816 bestehende Universalbank, die Privatpersonen, Unternehmen und Institutionen qualitativ hochwertige Dienstleistungen im Bankwesen anbietet. Die BCGE ist in den folgenden Bereichen tätig: Tägliche Bankgeschäfte, Private Banking, Asset Management, Anlagefonds, Vorsorgeberatung, Finanzierung von Hypotheken sowie Kredite an Unternehmen und öffentliche Körperschaften. Sie betreibt einen Handelsraum und bietet Serviceleistungen in den Bereichen Financial Engineering, Unternehmensbewertung und -übertragung sowie Private Equity und Trade Finance an. Die BCGE-Gruppe umfasst 21 Filialen in Genf und unterhält einige ihrer Geschäftsbereiche in Lausanne, Zürich, Basel, Lyon, Annecy und Paris. Zudem verfügt die Gruppe über Vertretungen in Dubai und Hongkong. Die BCGE ist eine gut kapitalisierte und sichere Bank, die an

der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert ist (Valorennummer 35 049 471). Ihre breit gefächerten Geschäftsfelder, ihre Innovationskraft und ihre Transparenz machen sie zu einer zuverlässigen Partnerin für alle ihre Kundinnen und Kunden.

BCGE

Quai de l'Ile 17
CP 2251
1211 Genf 2
Olivier Christe
Institutioneller Berater
Pierre Weiss
Institutioneller Berater
T : +41 58 211 21 00
info@bcge.ch
www.bcge.ch



Kartesia, plateforme de dette privée européenne, créée en 2013, gère aujourd'hui près de 7 milliards d'euros d'actifs. Spécialisée dans le financement des entreprises européennes de petite et moyenne capitalisation («Lower Mid Market»), Kartesia s'appuie sur un vaste réseau d'experts pour identifier, sélectionner et gérer ses investissements.

Grâce à une connaissance approfondie du marché et un haut niveau de professionnalisme, l'équipe de Kartesia parvient à conclure plus de 75 % de ses transactions, sans recourir à des intermédiaires.

Avec 8 bureaux en Europe et une équipe de 110 collaborateurs, Kartesia analyse annuellement plus de 500 opportunités, ne sélectionnant que celles qui répondent aux exigences de ses investisseurs. Kartesia propose 4 stratégies distinctes, chacune offrant des rendements potentiels variés.

Candriam est un gestionnaire d'actifs multi-spécialiste avec une expérience réussie de 25 ans dans la création de valeur à long terme pour ses clients. Filiale de New York Life Investments, l'un des plus grands gestionnaires d'actifs mondiaux avec plus de 725 milliards de dollars d'actifs sous gestion à fin mars 2024, Candriam bénéficie de la solidité de sa maison mère, notée triple A selon Moody's & Fitch.

Avec plus de 600 employés, Candriam gère ses stratégies depuis ses centres à Bruxelles, Paris, Luxembourg et Londres, avec des représentants présents localement à l'international. Au 30 juin 2024, Candriam gérait 148,7 milliards d'euros d'actifs via ses fonds et mandats de gestion. La société emploie ses processus d'investissement depuis plus de 20 ans pour répondre aux besoins sur mesure des investisseurs institutionnels et distributeurs suisses.

Candriam Suisse

Rue du 31 Décembre 40-42

1207 Genève

Gauthier de La Roche Foucauld

Head of Romandie / Switzerland
Senior Client Relationship Manager

T : +41 22 707 90 01

M : +41 79 889 45 21

gauthier.delarochefoucauld@candriam.com

www.candriam.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

Die europäische Private Debt Plattform Kartesia wurde 2013 gegründet und verwaltet heute ein Vermögen von rund 7 Milliarden Euro. Das Unternehmen ist auf die Finanzierung von kleinen und mittelständischen europäischen Unternehmen im Lower Mid Market (das untere Ende des mittleren Marktsegments, gemessen am Jahresumsatz der Unternehmen) spezialisiert. Ein umfangreiches Expertennetzwerk ermöglicht es Kartesia, attraktive Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren, sorgfältig zu analysieren und erfolgreich zu verwalten.

Über 75% der Transaktionen schliesst das Kartesia-Team aufgrund seiner tiefgreifenden Marktkenntnis und hohen Professionalität direkt, ohne Vermittler, ab. Mit acht Büros in Europa und einem Team von 110 Mitarbeitern analysiert Kartesia jährlich über 500 potenzielle Investitionsmöglichkeiten und wählt nur jene aus, die den Anforderungen der Investoren gerecht werden. Dabei

bietet Kartesia vier verschiedene Strategien an, die jeweils unterschiedliche Renditepotenziale aufweisen.

Candriam ist ein vielseitig spezialisierter Vermögensverwalter mit einer 25-jährigen Erfolgsbilanz in der langfristigen Wertschöpfung für seine Kunden. Als Tochterunternehmen von New York Life Investments, welche ein Vermögen von über 725 Milliarden US-Dollar verwaltet (Stand: März 2024), profitiert Candriam von der Stabilität und finanziellen Stärke seiner Muttergesellschaft, die von Moody's und Fitch mit einem Triple-A-Rating bewertet wurde.

Mit mehr als 600 Mitarbeitern verwaltet Candriam seine Strategien von Brüssel, Paris, Luxemburg und London aus, unterstützt durch ein internationales Netzwerk lokaler Vertreter. Per 30. Juni 2024 verwaltete Candriam ein Vermögen von 148,7 Milliarden Euro über die Fonds und Verwaltungsmandate. Seit über 20 Jahren setzt das

Unternehmen seine Investmentprozesse erfolgreich ein, um die massgeschneiderten Bedürfnisse Schweizer institutioneller Anleger und Vertriebspartner zu erfüllen.

Candriam Suisse

Rue du 31 Décembre 40-42

1207 Genf

Gauthier de La Roche Foucauld

Head of Romandie / Switzerland
Senior Client Relationship Manager

T : +41 22 707 90 01

M : +41 79 889 45 21

gauthier.delarochefoucauld@candriam.com

www.candriam.com

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 ou 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'investment manager.

Nous sommes également le gestionnaire depuis 2007 de la société d'investissement suisse ONE CREATION Impact finance (www.onecreation.org) qui renforce l'essort 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

Adrien Koehli, co-CEO

Sabine Giamarresi-Mabillard, co-CEO

Elisa Benito, Responsable durabilité

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

Adrien Koehli, co-CEO

Sabine Giamarresi-Mabillard, co-CEO

Elisa Benito, Nachhaltigkeitsmanager

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.

Au 31 décembre 2023, le Groupe comptait 163 milliards CHF d'actifs sous gestion, 2 600 collaborateurs et 28 implantations 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.

Am 31. Dezember 2023 hatte die Gruppe ein Vermögen von 163 Milliarden CHF unter Verwaltung, 2.600 Mitarbeiter und 28 Niederlassungen auf der ganzen Welt.

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



Avec plus de 20 ans d'historique de gestion et 3,9 milliards d'euros gérés (au 28/06/2024), ELLIPSIS AM est une société de gestion d'actifs reconnue, spécialisée sur les obligations convertibles, le crédit ainsi que sur les dérivés. Le groupe concentre ainsi son expertise sur des classes d'actifs à forte valeur ajoutée à travers 3 pôles de gestion spécialisés :

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

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

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

Ellipsis AM Suisse

Av. Perdtemps 23
1260 Nyon
Olivier Machet
Managing Director
Country Head Switzerland & Italy
T +41 22 994 11 02
olivier.machet@ellipsis-am.com
www.ellipsis-am.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Mit über 20 Jahren Erfahrung in der Vermögensverwaltung und einem verwalteten Vermögen von 3,9 Milliarden Euro (Stand 28.06.2024) ist ELLIPSIS AM eine anerkannte Vermögensverwaltungsgesellschaft, die sich auf Wandelanleihen, Kreditprodukte sowie Derivate spezialisiert hat. Die Gruppe konzentriert ihr Fachwissen auf Anlageklassen mit hoher Wertschöpfung in drei spezialisierten Managementbereichen.

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

tutionelle Investoren und Unternehmen richten.

Als Unterzeichner der Prinzipien für verantwortungsvolles Investieren (UN PRI) integriert Ellipsis AM einen ESG-Ansatz in das diskretionäre Management.

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

Ellipsis AM Schweiz

Av. Perdtemps 23
1260 Nyon
Olivier Machet
Managing Director
Country Head Schweiz & Italien
T +41 22 994 11 02
olivier.machet@ellipsis-am.com
www.ellipsis-am.com



GEFISWISS est un gestionnaire d'actifs indépendant, spécialisé dans l'immobilier durable et la transition énergétique. Nous accompagnons nos investisseurs dans la réalisation de projets immobiliers d'envergure en intégrant des critères stricts de durabilité, tout en visant des rendements attractifs. Notre approche repose sur une gestion active qui combine les trois piliers du développement durable : social, environnemental et économique.

Avec plus de 1,2 milliard de francs suisses de projets sous gestion et la création de 1'500 logements. Notre ambition est de contribuer activement à la transition de la suisse vers une économie durable.

GEFISWISS SA gère notamment le groupe de placement PRISMA Previous RRRE, créé conjointement avec PRISMA Foundation, en 2015. Ce fonds se distingue par

son engagement envers la mixité intergénérationnelle, avec au moins 20% de logement adapté pour les seniors.

En parallèle, notre expertise dans la gestion d'infrastructures énergétiques nous a permis de lancer un fonds dédié au financement de projets conformes à la Stratégie énergétique 2050+ de la Confédération. Cela renforce notre position en tant qu'acteur clé de la transition énergétique en Suisse.

Fort de notre savoir-faire dans la gestion de projets immobiliers durables et décarbonés, nous appliquons notre expertise à des projets tiers à travers notre rôle d'Assistance au Maître d'Ouvrage (AMO). Nous accompagnons nos partenaires dans toutes les étapes de leurs projets, qu'il s'agisse de nouvelles constructions ou de rénovations.

Chez GEFISWISS, nous allions indépendance et innovation pour proposer des solutions d'investissement alignées sur les objectifs de durabilité de nos clients. Nos valeurs de transparence, d'engagement et de performance sont au cœur de chaque projet que nous entreprenons, contribuant ainsi à un avenir plus durable pour les générations futures.

Gefiswiss SA

Rue de Bourg 20, Entrée B
1003 Lausanne

César Pidoux, CIIA, SFAMO

Partenaire | Directeur Adjoint Relations Investisseurs
T +41 21 613 80 75
M +41 76 577 15 64
www.gefiswiss.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Der unabhängige Vermögensverwalter GEFISWISS ist spezialisiert auf nachhaltige Immobilien und die Energiewende. Wir begleiten unsere Investoren bei der Realisierung grosser Immobilienprojekte durch Einbindung strikter Nachhaltigkeitskriterien und die Erzielung attraktiver Renditen. Unser Konzept beruht auf einer aktiven Verwaltung unter Kombination der drei Säulen der nachhaltigen Entwicklung: Ökologie, Ökonomie und Soziales.

Wir verwalten Projekte mit einer Gesamthöhe von über 1,2 Milliarden Schweizer Franken und schaffen 1500 Wohnungen. Unser Ziel ist, aktiv zur Umstellung der Schweiz auf eine nachhaltige Wirtschaft beizutragen.

GEFISWISS SA verwaltet unter anderem die Anlagegruppe PRISMA Previous RRRE, die 2015 gemeinsam mit der

PRISMA Anlagestiftung gegründet wurde. Dieser Fonds zeichnet sich durch sein Engagement für Altersvielfalt aus, wobei mindestens 20% auf seniorengerechte Wohnungen entfallen.

Zudem waren wir dank unserer Erfahrung mit der Verwaltung von Energieinfrastrukturen in der Lage, einen speziellen Fonds für die Finanzierung von Projekten aufzulegen, die auf die Energiestrategie 2050+ des Bundes ausgerichtet sind. Dies stärkt unsere Position als Schlüsselakteur der Energiewende in der Schweiz.

Mit unserem Know-how in der Verwaltung nachhaltiger und kohlenstoffneutraler Immobilienprojekte bringen wir unsere Expertise durch die Unterstützung von Bauherren in Drittprojekte ein. Wir begleiten unsere Partner in allen Phasen ihrer Projekte – ob bei Neubauten oder Renovierungen.

Wir von GEFISWISS sind unabhängig und innovativ und entwickeln Investitionslösungen, die im Einklang mit den Nachhaltigkeitszielen unserer Kunden stehen. Unsere Werte Transparenz, Engagement und Performance sind Dreh- und Angelpunkt jedes einzelnen Projekts und tragen so zu einer nachhaltigeren Zukunft für künftige Generationen bei.

Gefiswiss SA

Rue de Bourg 20, Eingang B
1003 Lausanne

César Pidoux, CIIA, SFAMO

Partner | Stellvertretender Direktor Investor Relations
T +41 21 613 80 75
M +41 76 577 15 64
www.gefiswiss.ch

MIRABAUD

ASSET MANAGEMENT

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

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

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

MIRABAUD

ASSET MANAGEMENT

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

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

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

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

Mirabaud Asset Management

Boulevard Georges-Favon 29

1204 Genève

Jérôme Paganini

Head of Sales, Switzerland

T +41 58 200 60 81

jerome.paganini@mirabaud-am.comwww.mirabaud-am.com

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.comwww.mirabaud-am.com



REALSTONE

Realstone SA, issue de la fusion de deux directions de fonds immobiliers lausannoises, est active dans la gestion de placements collectifs de capitaux depuis 1961. Elle est agréée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Realstone propose les fonds cotés Realstone RSF et Solvalor 61, ainsi que le Realstone Industrial Fund réservé aux investisseurs qualifiés et le groupe de placement Realstone Immobilier Résidentiel Suisse (RIRS) destiné exclusivement aux caisses de pension.

Chez Realstone, nous gérons et mettons en valeur plus de CHF 4.2 milliards d'actifs immobiliers selon notre philosophie «Real Impact», qui consiste à agir de manière responsable et durable en donnant du sens à chacune de nos actions. Nos investissements sont rigoureusement planifiés, que

ce soit dans la densification et l'optimisation énergétique des immeubles du parc sous gestion ou dans des projets en développement qui répondent à des exigences élevées de durabilité et de performance énergétique.

Realstone adhère au Pacte mondial des Nations Unies et à ses 17 Objectifs de Développement Durable (ODD). Parmi ceux-ci, nous en avons identifiés 9 sur lesquels nous pouvons avoir un impact réel à travers nos activités. Nous publions chaque année un Rapport de durabilité qui rend compte des mesures mises en place en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG).

L'ambition de Realstone est d'être le gestionnaire d'actifs immobiliers le plus durable, le plus innovant et le plus performant de Suisse, pour les investisseurs et pour les locataires.

Realstone SA

Avenue d'Ouchy 6
1006 Lausanne
Julien Brasey
Investor Relations Manager
T +41 58 262 00 13
M +41 79 608 99 27
julien.brasey@realstone.ch
www.realstone.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



REALSTONE

Realstone SA ist aus der Fusion zweier Fondsleitungen von Immobilienfonds in Lausanne hervorgegangen und seit 1961 in der Verwaltung von kollektiven Kapitalanlagen tätig. Sie ist von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassen.

Realstone bietet die kotierten Fonds Realstone RSF und Solvalor 61 sowie den Realstone Industrial Fund für qualifizierte Anleger und die Anlagegruppe Realstone Wohnimmobilien Schweiz (RIRS) an, die exklusiv für Pensionskassen bestimmt ist.

Bei Realstone verwalten und verwerten wir ein Immobilienvermögen von über CHF 4.2 Milliarden nach unserer Philosophie "Real Impact", die darin besteht, verantwortungsbewusst und nachhaltig zu handeln, indem wir jeder unserer Handlungen einen Sinn verleihen. Unsere Investitionen werden rigoros geplant, sei es in die Verdichtung und

energetische Optimierung der Liegenschaften des verwalteten Bestands oder in Entwicklungsprojekte, die hohen Anforderungen an Nachhaltigkeit und Energieeffizienz genügen.

Realstone bekennt sich zum Global Compact der Vereinten Nationen (UNGCG) und deren 17 Zielen für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, SDGs). Davon haben wir 9 identifiziert, auf die wir durch unsere Aktivitäten einen realen Einfluss haben können. Wir veröffentlichen jedes Jahr einen Nachhaltigkeitsbericht, in dem die umgesetzten Massnahmen in den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance (ESG) berichtet werden.

Realstone verfolgt die Ambition, der nachhaltigste, innovativste und leistungsfähigste Immobilienverwalter der Schweiz zu sein - für Investoren und Mieter.

Realstone SA

Avenue d'Ouchy 6
1006 Lausanne
Julien Brasey
Investor Relations Manager
T +41 58 262 00 13
M +41 79 608 99 27
julien.brasey@realstone.ch
www.realstone.ch



L'Union Bancaire Privée (UBP), fondée en 1969, a toujours eu pour philosophie d'offrir aux investisseurs un service de gestion de fortune avisé et novateur. Nous nous distinguons, aujourd'hui encore, par notre esprit entrepreneurial et notre expertise en matière d'investissement, basée sur de fortes convictions – autant d'atouts qui nous permettent de préserver et faire croître le patrimoine de nos clients sur le long terme.

Au fil des années, nous avons bâti notre réputation sur la force et l'indépendance de notre offre de gestion. Proposant une vaste gamme de stratégies activement gérées, nous nous distinguons par notre capacité à rechercher en permanence des solutions optimales pour investir dans les classes d'actifs traditionnelles, mais également alternatives, tout en veillant à répondre précisément aux objectifs de nos clients et à leur propension à prendre du risque. Ces stratégies s'articulent autour de cinq grandes thématiques: le segment crédit et 'carry',

l'investissement responsable et l'impact investing, les solutions à alpha élevé ('high alpha'), la convexité, et les activités centrées sur les marchés privés ('private markets').

La recherche de nouvelles opportunités guide notre approche au quotidien, et notre engagement pour une gestion active reflète nos convictions. Nous visons sans cesse à compléter notre solide savoir-faire, notamment en investissements alternatifs, au travers de partenariats externes avec des acteurs de premier plan dans des domaines spécifiques. Forts du développement de notre expertise en 'private markets', nous offrons aussi à notre clientèle l'accès à un potentiel de rendements plus élevés.

Au 30 juin 2024, les avoirs sous gestion pour l'Asset Management totalisaient CHF 33,0 milliards. Ce chiffre inclut les CHF 9,8 milliards gérés par l'Asset Management pour le compte de clients du Wealth Management.

Union Bancaire Privée, UBP SA

Rue du Rhône 96-98

1211 Genève 1

Florian Carrel

Responsable Relation clientèle
institutionnelle & distribution
Suisse romande

T +41 58 819 39 45

florian.carrel@ubp.ch

Jean-Pierre Buchs

Clientèle institutionnelle & distribution
Suisse romande
T +41 58 819 29 75
jean-pierre.buchs@ubp.ch
www.ubp.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Die Gründung der Union Bancaire Privée (UBP) im Jahr 1969 entsprang einer Vision – hochwertige und innovative Dienstleistungen im Wealth Management anzubieten. Auch heute noch setzen wir auf diese unternehmerische Einstellung. Wir investieren aus Überzeugung und setzen unsere Expertise auf lange Sicht für den Erhalt und das Wachstum der uns anvertrauten Vermögen ein.

Unser robustes und unabhängiges Angebot im Asset Management hat im Laufe der Jahre unseren Ruf geprägt und gefestigt. Wir unterscheiden uns durch die fortlaufende Suche nach effizienteren Investitionen in traditionellen und alternativen Anlageklassen und legen den Fokus auf selektive, aktiv gemanagte Strategien. Dabei stehen die Anlageziele der Kundinnen und Kunden sowie ihre Risikobereitschaft im Mittelpunkt. Unsere Strategien konzentrieren sich auf fünf zentrale Themen: Credit & Carry, Impact- und veran-

twortungsbewusste Anlagen, High Alpha, Konvexität und Privatmärkte.

Wir sehen Chancen, wo andere Grenzen sehen. Wir schöpfen unser Engagement für aktives Management aus festen Überzeugungen. Im alternativen Bereich ergänzen wir unsere weitläufige Erfahrung über externe Partner, die in ihrem jeweiligen Gebiet herausragendes Know-how einbringen. Dank unserer wachsenden Expertise der Privatmärkte können wir Zugang zu höheren Erträgen bieten.

Per 30. Juni 2024 beliefen sich die verwalteten Kundenvermögen im Asset Management auf CHF 33,0 Milliarden. Davon entfielen CHF 9,8 Milliarden auf unsere Kunden im Wealth Management.

Union Bancaire Privée, UBP SA

Rue du Rhône 96-98

1211 Genf 1

Florian Carrel

Head of Relationship Management –
Institutional & Distribution
French-speaking Switzerland
T +41 58 819 39 45
florian.carrel@ubp.ch

Jean-Pierre Buchs

Institutional & Distribution
French-speaking Switzerland
T +41 58 819 29 75
jean-pierre.buchs@ubp.ch
www.ubp.com

VIAGER SWISS SCmPC

Investissement immobilier performant et social pour institutionnels

LES RAISONS D'INVESTIR

Impact social

En améliorant le pouvoir d'achat et en favorisant le maintien à domicile de personnes âgées, Viager Swiss SCmPC apporte une solution à des besoins sociaux grandissants.

Diversification

Viager Swiss SCmPC offre une exposition unique au segment des biens résidentiels individuels, un segment dynamique représentant 60% de la valeur du marché immobilier suisse. La politique d'acquisition du fonds prend en compte les coûts futurs de rénovation.

Performance

Objectif de performance élevée découlant du viager et du potentiel d'appréciation et de mise en valeur des biens acquis par le fonds.

www.gefiswiss.ch/project/viager-swiss/



GEFISWISS SA

créons l'habitat responsable.

Viager Swiss SCmPC est un véhicule réservé aux investisseurs qualifiés au sens de l'art. 10, al. 3 ou 3ter LPCC et autorisés à détenir des biens immobiliers résidentiels suisses conformément à la LFAIE. Cette communication a été élaboré dans un but exclusivement marketing et ne constitue ni un appel d'offre, ni une offre d'achat ou de vente, ni une recommandation personnalisée d'investissement.



CONSEIL AUX INSTITUTIONNELS

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

CF

Conseil financier

Comment faire mieux ?

MG

Mandat de gestion

Dormez-vous sur vos deux oreilles ?

QG

Qualification gestionnaires

Qui sont les plus efficents ?

DII

Durabilité et impact investing

Quel est votre score en durabilité ?

CONINCO Co
Institutional finance



www.coninco.ch

coninco@coninco.ch

DISCLAIMER

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

Supervisé
par la FINMA
depuis 2012

