

## Passive Anlagen

# Tücken der Umsetzung

Mit der Zunahme an passiven Anlageformen stellt sich Pensionskassenverantwortlichen die Frage, mit welchen Anlageprodukten der Core-Teil der Anlagestrategie optimal umgesetzt werden kann. Die Analyse der Charakteristiken passiver Anlageinstrumente, ein Verständnis für mögliche Risiken und eine sorgfältige Auswahl geeigneter Anbieter ist notwendig.

Zwischen passiven Anlageinstrumenten existieren markante Unterschiede bezüglich Kosten, Performance und Risiken. Eine Studie<sup>1</sup> aus dem Jahr 2004 zeigt, dass die Performancedifferenz nach Kosten zwischen dem teuersten und billigsten Indexfonds auf den S&P-500-Index über eine Sechsjahresperiode 2.1 Prozent pro Jahr betrug. Dank des intensiven Wettbewerbs und speziellen Anlageprodukten für Institutionelle dürfte diese Differenz heute zwar tiefer sein. Eine Kostenanalyse diverser Anlageinstrumente ist aber dennoch von Nutzen.

### Merkmale passiver Anlageinstrumente

Ausgehend von der Anlageklasse und dem Benchmark-Index beginnt die Suche nach dem passenden Anlageinstrument. Grundsätzlich kommen institutionelle Fonds, Indexzertifikate, Terminkontrakte (Futures), börsenkotierte Indexfonds (ETF, ETN und ETC) sowie segregierte Mandate infrage (siehe Tabelle Seite 48).

Die nachfolgende Übersicht dient als erste Orientierung, ist jedoch nicht abschliessend. Namentlich pensionskassenspezifische Bedürfnisse, steuerliche und operationelle Fragen sind im Anlageentscheid ebenfalls zu berücksichtigen. Zudem sind genauere Kosten- und Risikovergleiche nur für konkrete, vergleichbare Anlageprodukte möglich.

### Institutionelle Fonds nach Schweizer Recht

Ein institutioneller Fonds ist ein Sammelvermögen von institutionellen Investoren zum Zweck der gemeinschaftlichen Anlage. Er zeichnet sich durch Steuervorteile, tiefe Kosten und Rechtssicherheit aus. Stimm- und Wahlrechte können zum Beispiel im Rahmen eines Einarleger-Fonds wahrgenommen werden. Ein gewisser Nachteil ist die beschränkte Auswahl an Anbietern beziehungsweise Produkten sowie die reduzierte Preistransparenz. ETFs (siehe unten) decken zum Beispiel wesentlich mehr Märkte und Anlagestile ab und werden laufend gehandelt. Im Rahmen eines Einarleger-Fonds kann aber wie bei einem Mandat ein beliebiges Universum gewählt werden.

### Indexzertifikate

Indexzertifikate sind strukturierte Produkte und tragen ein Emittentenrisiko. Sie eignen sich für Nischenmärkte, die über keine ETFs, Futures oder institutionelle Fonds verfügen und wo ein segregiertes Mandat zu aufwendig ist. Für Pensionskassen sind Indexzertifikate in der Regel aufgrund der hohen Kosten, Gegenparteirisiken und oft begrenzter Laufzeit ungeeignet.

### Futures

Futures sind börsengehandelte standardisierte Verträge auf einen bestimmten Basiswert, wie zum Beispiel einen Aktienindex. Vertragspartei ist die Clearingstelle einer Börse, ein eigentliches Gegenparteirisiko besteht nicht. Termin-

kontrakte zeichnen sich in der Regel durch eine hohe Liquidität, hohe Sicherheit und tiefe Kosten aus. Im Vergleich mit anderen passiven Instrumenten sind sie jedoch in der Verwaltung und Überwachung anspruchsvoller. Einerseits müssen Margen geleistet werden, andererseits ist das Kollateral zu definieren und zu überwachen. Zudem verlangt Art. 56a Abs. 7 BW 2 von den Pensionskassen ein Derivatreporting als Anhang zur Jahresrechnung.

### In Kürze

- > Passive Investitionen lassen sich hauptsächlich über fünf Anlageinstrumente tätigen
- > Jedes Instrument weist unterschiedliche Vor- und Nachteile auf

### ETF, ETN und ETC

Exchange Traded Funds (ETF), Exchange Traded Notes (ETN) und Exchange Traded Commodities (ETC) gehören zur Gruppe der Exchange Traded Products (ETP). ETF sind börsenkotierte Indexfonds. Vorteile sind die hohe Liquidität und das grosse Universum von Anlageklassen und -stilen. Wichtig ist es jedoch, die Replikationsmethode zu verstehen. ETF eignen sich für Pensionskassen bei gewissen alternativen Anlagen, in Nischenmärkten, bei tieferen Anlagevolumina oder für taktische Massnahmen. Im Falle langfristiger Kernanlagen sind die meisten ETF im Vergleich mit institutionellen Fonds oder

### Autor

**Beat Zaugg**  
CFA, Senior Investment  
Consultant bei  
ECOFIN Investment  
Consulting, Zürich



<sup>1</sup> Edwin J. Elton, Martin J. Gruber and Jeffrey A. Busse, «Are Investors Rational? Choices among Index Funds», Journal of Finance (Februar 2004), p. 261–288.

**Tabelle: Ausgewählte Charakteristika verschiedener passiver Anlageformen**

	Inst. Fonds	Indexzertifikate	Futures	ETF	ETC	ETN	Mandat
Universum	mittel	mittel	sehr gross	gross	mittel	mittel	beliebig
Handel	täglich	laufend <sup>3</sup>	laufend	laufend	laufend	laufend	laufend
Kosten <sup>1</sup>	tief	hoch	tief	mittel	mittel	mittel	tief
Liquidität	gross	klein	gross	gross	mittel	mittel	gross
Transparenz	hoch	tief	hoch	hoch	mittel	mittel	sehr hoch
Laufzeit	offen	offen/begrenzt	begrenzt	offen	offen	begrenzt	offen
Gegenparteirisiken <sup>2</sup>	je nach Fonds	vorhanden	keine	0–10%	0–100%	100%	keine bzw. nach Vorgabe
Stimm-/Wahlrechte	möglich	nein	nein	nein	—	nein	ja
Überwachungsaufwand	tief	mittel	hoch	tief	mittel	mittel	mittel
Derivativ-Reporting	nein	nein	ja	nein	nein	nein	nein

<sup>1</sup> Einschätzung aus Sicht Pensionskasse, die effektiven Kosten hängen von der Anlageklasse, dem Instrument und dem Anlagevolumen ab.

<sup>2</sup> Bei Swap-basierten ETF können die Gegenparteirisiken bis zu 10% des Anlagevolumens betragen.

<sup>3</sup> Ausserbörslich.

Quelle: ECOFIN Investment Consulting

Futures für Pensionskassen jedoch zu teuer.

Traditionelle ETF halten die im abzubildenden Index enthaltenen Titel je nach Replikationsmethode vollständig («full replication») oder teilweise («sampling»). Der Tracking Error von passiven ETF ist dennoch nicht null. Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten, Dividendenbesteuerung und -zahlungszeitpunkte können den Tracking Error beeinflussen. Swap-basierte ETF müssen nicht die Titel des unterliegenden Indexes halten. In Europa müssen unter den UCITS-Regeln ETFs mindestens 90 Prozent des Fonds-Wertes als Kollateral halten, das heisst, das Gegenparteirisiko ist auf 10 Prozent beschränkt.<sup>2</sup> Swap-basierte ETF haben in der Regel einen tieferen Tracking Error und sind etwas günstiger als vollreplizierende ETF. Der Preisvorteil kann unter anderem als Entschädigung für das eingegangene Gegenparteirisiko gesehen werden.

ETN sind Schuldverpflichtungen, die über den gesamten Wert ein Schuldnerisiko des Emittenten beinhalten. Geht der Emittent Konkurs, kann der Verlust bis zu 100 Prozent betragen. Wer in ETN investiert, benötigt eine konsolidierte Sicht der

gesamten Exposition des Portfolios bei der jeweiligen emittierenden Bank. ETC sind Exchange Traded Commodities, deren Performance durch eine garantiegewährende Bank gewährleistet wird. Geht diese Gegenpartei Konkurs, kann der Verlust ebenfalls bis zu 100 Prozent betragen.

Je nach Produkt und Haltedauer können die Geld-Brief-Spannen eine bedeutende Kostenquelle darstellen. Diese Spannen sollten sowohl in Normalzeiten wie auch bei erhöhter Marktvolatilität gemessen werden. Zudem sind sie im Vergleich mit dem zu investierenden Kapital zu interpretieren. ETF müssen jedoch nicht zwingend über die Börse gekauft werden, sondern können auch beim Anbieter durch Kreation neuer Anteile erworben werden.

#### Segregiertes Mandat

Ein segregiertes Mandat ist ein Vermögensverwaltungsauftrag zwischen dem Investor und einem Vermögensverwalter. Es bietet höchste Flexibilität bezüglich Mandatsspezifikation und Index-Benchmark. Zudem können Stimm- und Wahlrechte ausgeübt werden, und der Detailgrad des Reportings ist besonders hoch. Nachteilig wirken sich die Mindestvolumina, der administrative Aufwand und die Custody-Kosten aus.

#### Schlussfolgerungen

Da passive Anlagen oft im Core-Teil eingesetzt werden, sind sie volumenmässig von Bedeutung. Bereits kleine Performanceabweichungen können die Gesamtrendite beeinflussen. Eine sorgfältige Analyse und Auswahl der Anbieter beziehungsweise Anlageinstrumente ist des-

halb zwingend. Die Anlageklasse, das zu investierende Volumen, die Investitionsdauer und der Verwendungszweck beeinflussen die Wahl des risiko- und kostenoptimalen passiven Anlageinstrumentes massgeblich. Schliesslich ist ein adäquates Controlling und Monitoring dieser Anlagen unerlässlich. ■

<sup>2</sup> So ist beispielsweise im Lyxor Pan Africa ETF, der mehrere afrikanische Märkte abdeckt, nicht eine einzige afrikanische Aktie enthalten. Gemäss Jahresbericht sind fast ausschliesslich europäische Aktien, das Kollateral, und ein Swap enthalten. Im Rahmen des Swaps zahlt der Fonds die Rendite des gehaltenen Aktienkorbes an SocGen und SocGen jene des SGI Pan Africa Index an Lyxor. Es besteht also mit SocGen als Gegenpartei ein Kreditrisiko, das zu über-wachen ist.