

## 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 Einanleger-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 Einanleger-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.

## Placements passifs

# Les pièges de la mise en oeuvre

Plus les formes de placement passives gagnent en importance et plus les responsables de caisses de pensions s'interrogent sur les produits de placement les plus propices à la mise en oeuvre de la partie «cœur» de leur stratégie de placement. Pour faire le bon choix, on doit analyser les caractéristiques des instruments de placement passifs, bien comprendre les risques possibles et soigneusement sélectionner des prestataires appropriés.

Les instruments de placement passifs peuvent diverger grandement au niveau des coûts, de la performance et des risques. Une étude<sup>1</sup> de l'année 2004 qui portait sur six ans montre une différence de performance corrigée des coûts de 2.1% par an entre le fonds indexé le plus cher et le meilleur marché de l'indice S & P 500. Le creux s'est sans doute un peu refermé depuis grâce à la compétition intense et aux produits de placement spécialement développés pour les institutionnels, mais il faut néanmoins rester vigilant et analyser les divers instruments de placement de près.

### Caractéristiques des instruments de placement passifs

Partant de la classe d'actifs et de l'indice référence, il faut commencer à chercher un instrument de placement approprié. En lice: les fonds, les certificats indiciaires, les contrats à terme (futures), les fonds indiciaires cotés en bourse (ETF, ETN et ETC), ainsi que les mandats ségrégués (voir tableau page 50).

L'aperçu ci-après peut fournir quelques repères, mais il n'est pas exhaustif. La décision de placement dépendra notamment des besoins spécifiques d'une caisse de pensions, de considérations fiscales et opérationnelles.

#### Fonds institutionnels de droit suisse

Un fonds institutionnel est un fonds collectif s'adressant aux investisseurs institutionnels et ayant pour but d'effectuer des placements en commun. Il bénéficie de privilèges fiscaux, de coûts bas et de la sécurité de droit. Les droits de vote et d'élection par exemple peuvent être exercés dans le cadre d'un fonds à investisseur unique. Le choix restreint de vendeurs et de produits représente un certain inconvénient, de même que la transparence réduite des prix. Dans le cadre d'un fonds à investisseur unique, on peut choisir un univers à sa guise, comme pour un mandat.

#### Certificats indiciaires

Les certificats indiciaires sont des produits structurés grevés d'un risque d'émetteur. Ils conviennent pour les marchés de niche qui ne disposent pas d'ETF, futures ou fonds institutionnels et où un mandat ségrégué serait trop onéreux. Les certificats indiciaires ne conviennent généralement pas pour les caisses de pensions

parce qu'ils sont coûteux, comportent des risques de contrepartie et sont de durée souvent limitée.

#### Futures

Les futures sont des contrats standardisés négociés en bourse et adossés à une valeur de base déterminée, par exemple un indice d'actions. La partie au contrat est le bureau de clearing d'une bourse, il n'existe pas de risque de contrepartie à proprement parler. Les contrats à terme se caractérisent normalement par une liquidité importante, une grande sécurité et un faible coût. Mais en comparaison avec d'autres instruments passifs, ils exigent un plus grand effort d'administration et de surveillance. Il y a les marges à fournir et des collatéraux à définir et à surveiller. De plus, l'OPP 2 art. 56a, al. 7 exige de la part des caisses de pensions un reporting sur les dérivés dans l'annexe aux comptes annuels.

#### En bref

- > Les investissements passifs sont essentiellement réalisables par le biais de cinq instruments de placement
- > Chaque instrument présente des avantages et des inconvénients spécifiques

#### ETF, ETN et ETC

Les Exchange Traded Funds (ETF), Exchange Traded Notes (ETN) et Exchange Traded Commodities (ETC) appartiennent au groupe des Exchange Traded Products (ETP). Les ETF sont des fonds indiciaires cotés en bourse. Leurs avantages résident dans la grande liquidité et le vaste univers de classes d'actifs et de styles de placement représentés. Il importe cependant de bien saisir la méthode de réplique. Pour les caisses de pensions, les ETF sont utiles pour certains placements alternatifs, sur les marchés de niche, pour les volumes de placement relativement modestes ou pour les mesures tactiques. Mais quand il s'agit de trouver des placements pour la partie cœur de la fortune, la plupart des ETF sont trop onéreux pour les caisses de pensions en comparaison avec les fonds institutionnels ou les futures.

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

**Tableau: Quelques caractéristiques des différentes formes de placements passifs**

	Fonds inst.	Certificats indiciels	Futures	ETF	ETC	ETN	Mandat
Univers	moyen	moyen	très grand	grand	moyen	moyen	à souhait
Commerce	quotidien	permanent <sup>3</sup>	permanent	permanent	permanent	permanent	permanent
Coûts <sup>1</sup>	bas	élevés	bas	moyens	moyens	moyens	bas
Liquidité	grande	faible	grande	grande	moyenne	moyenne	grande
Transparence	élevée	basse	élevée	élevée	moyenne	moyenne	très élevée
Durée	ouverte	ouverte/limitée	limitée	ouverte	ouverte	limitée	ouverte
Risques de contrepartie <sup>2</sup>	selon le fonds	existent	aucun	0-10%	0-100%	100%	pas ou selon indications
Droits de vote/élection	possible	non	non	non	—	non	oui
Travail de surveillance	peu	moyen	grand	peu	moyen	moyen	moyen
Reporting sur dérivés	non	non	oui	non	non	non	non

<sup>1</sup> Appréciation dans l'optique de la caisse de pensions, les coûts effectifs dépendent de la classe d'actifs, de l'instrument et du volume investi

<sup>2</sup> Dans les ETF basés sur un swap, les risques de contrepartie peuvent atteindre jusqu'à 10% du volume investi

<sup>3</sup> hors bourse

Source: ECOFIN Investment Consulting

Selon la méthode de réplification utilisée, les ETF traditionnels détiennent l'intégralité des titres contenus dans l'indice à représenter («full replication») ou seulement une partie («sampling»). La tracking error des ETF passifs n'est cependant pas nulle. Les taxes administratives, coûts de transaction, impositions et dates de versement des dividendes peuvent influencer la tracking error. Les ETF basés sur des swaps ne doivent pas détenir les titres de l'indice sous-jacent. En Europe, les règles UCITS prescrivent que les ETF doivent détenir au moins 90% de la valeur du fonds à titre de collatéral, le risque de contrepartie est donc limité à 10%.<sup>2</sup> Dans les ETF

<sup>2</sup> Ainsi par exemple aucune action africaine n'est contenue dans l'ETF Lyxor Pan Africa qui couvre plusieurs marchés africains. D'après le rapport annuel, il comprend presque exclusivement des actions européennes, le collatéral et un swap. Dans le cadre du swap, le fonds paie le rendement de la corbeille d'actions détenues à SocGen et SocGen celui de l'indice SGI Pan Africa à Lyxor. Il existe donc avec SocGen comme contrepartie un risque de crédit qu'il faudra surveiller.

basés sur des swaps, la tracking error est généralement faible et ils sont un peu plus avantageux que les ETF entièrement répliqués. L'avantage de prix peut notamment être considéré comme une prime de compensation du risque de contrepartie.

Les ETN sont des titres de créance qui comportent un risque débiteur de l'émetteur pour l'ensemble de leur valeur. Si l'émetteur fait faillite, on peut tout perdre. Un investisseur qui s'engage dans les ETN doit bénéficier d'une vue consolidée de l'exposition globale du portefeuille de la banque émettrice concernée. Les ETC sont des Exchange Traded Commodities dont la performance est assurée par une banque qui s'en porte garante. Là encore, la perte peut être totale si la contrepartie fait faillite.

#### Mandat ségrégué

Un mandat ségrégué est un mandat de gestion de fortune convenu entre l'investisseur et un gérant de fortune. Il offre un maximum de flexibilité concernant la spécification du mandat et le benchmark indicatif. De plus, on peut exercer des droits

de vote et d'élection et le reporting est très détaillé. Les inconvénients résident dans les importants volumes minimaux, la charge administrative et les coûts de garde.

#### Conclusions

Comme les placements passifs portent souvent sur la partie cœur de la fortune, ils atteignent un volume significatif. Les moindres écarts de performance peuvent avoir un impact sur le rendement global. Il est donc très important d'analyser et de sélectionner les vendeurs et les instruments de placement avec grand soin. La classe d'actifs, le volume à investir, la durée de l'investissement et le but visé sont des critères déterminants pour le choix de l'instrument de placement passif optimal en termes de risques et de coûts. Enfin, ces placements doivent impérativement faire l'objet d'un controlling et d'une surveillance adéquats. ■

**Beat Zaugg**