

## Indexieren

# Auch passiv ist aktiv

Diskussionen um die Überlegenheit des passiven versus aktiven Investierens (und umgekehrt) sind bei Licht betrachtet müssig, da auch passive Investitionen auf aktiven Entscheiden basieren.

Eine Auslegeordnung tut not.

Im Gespräch mit Vertretern von Vorsorgeeinrichtungen (VE) fallen vielfach Aussagen wie, «wir investieren passiv», sodass man den Eindruck gewinnen könnte, dass passives Investieren inzwischen beinahe den Normalfall darstelle. Hält man sich aber vor Augen, dass der Anteil von Indexanlagen gemäss Swisscanto lediglich bei rund 25 Prozent<sup>1</sup> liegt, so öffnet sich ein Graben zur Realität. Im Rahmen der weiteren Unterhaltung zeigt sich denn auch oft, dass die Umsetzung der taktischen Allokation in vielen Fällen nur teilweise mittels Indexprodukten erfolgt.

Beschreibt der Gesprächspartner sodann den Prozess zur Festlegung der taktischen Allokation, so wird häufig klar, dass kaum von einem passiven Ansatz im engen Sinn gesprochen werden kann. Passiv investieren im engen Sinn bedeutet, dass die SAA (Strategic Asset Allocation) mittels Indexprodukten exakt (deckungsgleiche Benchmarks von Produkt und SAA, Gewichtung jederzeit gemäss SAA) abgebildet wird. Wie schaut die Praxis aus?

### Wichtige Indexwahl

In der Regel startet der Anlageprozess mit einer SAA, die aus einer vorgängigen ALM-Studie (Asset Liability Management) hervorging. Oft werden im Rahmen der ALM-Studien kapitalisierungsgewichtete Indizes verwendet, wobei aber auch Indizes denkbar wären, die andere Konstruktionsmerkmale aufweisen (zum Beispiel Minimum-Varianz etc.). Hierdurch könnten die Nachteile

kapitalisierungsgewichteter Indizes (zum Beispiel steigendes Gewicht der Titel mit guter Kursentwicklung, Klumpenrisiken) vermieden werden. Die typische SAA<sup>2</sup> einer VE kann der Tabelle auf Seite XX entnommen werden.

Als repräsentativer Index für die einzelnen Anlageklassen werden vielfach die in der Tabelle gezeigten kapitalisierungsgewichteten Indizes verwendet. Die Wahl der spezifischen SAA und ihrer Indizes obliegt den Organen der VE und stellt einen aktiven Entscheid dar. Es ist hierbei der VE dringend zu empfehlen, sich bezüglich der Eigenschaften (zum Beispiel geografische und branchenmässige Zusammensetzung, Duration etc.) der gewählten SAA und ihrer Indizes bewusst zu sein, da diese für das Risiko der VE mitverantwortlich sind.

Basierend auf der Grafik (Kernanlagen, 2. Ebene) geht es nach der Festlegung der SAA im nächsten Schritt um die Umsetzung derselben auf taktischer Ebene (TAA). Darf von den definierten Gewichten der SAA abgewichen werden (aktiv) oder nicht (passiv)?

### Aktiver Entscheid bei Rebalancing

Eine passive Umsetzung auf Stufe «Taktik» bedeutet, dass die VE jederzeit die vorgegebenen Gewichtungen der SAA einhält, das heisst, es ist ein permanentes Rebalancing notwendig. In der Praxis erfolgt das Rebalancing aus Kostenüberlegungen meist nicht permanent, sondern es wird eine maximal tolerierbare Abweichung pro Anlageklasse definiert, bei welcher der Rebalancing-Pro-

### TRAKTANDEN ANLAGEKOMMISSION

Auch wenn passives Investieren im Trend liegt, beträgt der Anteil von Indexanlagen nur 25 Prozent.

<sup>1</sup> Swisscanto Vorsorge AG (2015). Die Schweizer Pensionskassen 2015, Seite 49. Heruntergeladen von <http://www.swisscanto.ch> am 3.1.2016.

<sup>2</sup> Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index 3.Quartal 2015, Seite 7. Heruntergeladen von <http://www.credit-suisse.com> am 3.1.2016.



**Adrian Scherer**  
Lic. oec. publ., CFA,  
Geschäftsführer  
InvestorCoaching GmbH

zess einsetzt. Die Wahl des individuellen Rebalancing-Prozesses stellt somit nebst der Benchmark-Definition einen weiteren aktiven Entscheid dar, wobei hier eine grosse Anzahl an Varianten (permanent, bei Über- oder Unterschreiten gewisser Bandbreiten, taktisch in Abhängigkeit der Marktaussichten) denkbar ist. Der Einsatz von illiquiden Anlagen – man stelle sich beispielsweise Direktanlagen in Immobilien vor – erschwert oder verunmöglicht eine passive TAA, da hier weder ein Aufstocken noch ein Abbau der Position in kurzer Frist möglich ist.

Die Umsetzung der TAA (Grafik Kernanlagen, 3. Ebene) darf als passiv bezeichnet werden, wenn die Anlage einen minimalen Tracking Error (TE) gegenüber dem relevanten Benchmark aufweist. Idealerweise liegt der TE bei null, wobei aber in der Praxis bei Indexfonds Werte von fünf bis zehn Basispunkten zu beobachten sind. Bei «exotischen» Märkten kann der TE gegen 50 Basispunkte betragen.

### Aktive Satelliten

Die bisherigen Ausführungen haben sich auf den linken Teil der Grafik, also die «Core» oder Kernanlagen bezogen. Während den vergangenen Jahren hat sich der Begriff von Satelliten respektive eines Core-Satellite-Systems eingebürgert (Grafik, rechter Teil). Mittels Satelliten soll in der Regel die Rendite erhöht und/oder das Risiko des Portfolios reduziert werden. Da sich Kernanlagen über ihre Zugehörigkeit zur Benchmark definieren, handelt es sich bei Satelliten um Anlagen ausserhalb der individuellen Benchmark der VE. Daraus folgt, dass eine Anlage je nach VE einen Satelliten darstellen kann oder eben den Kernanlagen zuzurechnen ist: Entscheidet sich eine VE mit SAA gemäss Tabelle, in Schwellenländeraktien (Benchmark «MSCI Emerging Markets») zu investieren, so wäre in diesem Fall von einem Satelliten zu sprechen, da die SAA zwar 16.9 Prozent «MSCI Aktien Welt ex Schweiz» enthält, nicht aber «MSCI Emerging Markets».

### SAA entscheidend

Würde umgekehrt die SAA der spezifischen VE eine Allokation in «MSCI Emerging Markets» vorsehen, so würde es sich um eine Kernanlage handeln. Da in Schwellenländeraktien auch indexiert investiert werden kann, wird ersichtlich, dass Satelliten nicht per Definition aktiv umgesetzt werden müssen. Im täglichen Geschäft werden aber unter Satelliten viele andere Anlagen wie Insurance Linked Securities, Private Debt und Private Equity verstanden, wo kaum investierbare Indizes existieren und die Umsetzung zwangsläufig aktiv erfolgt.

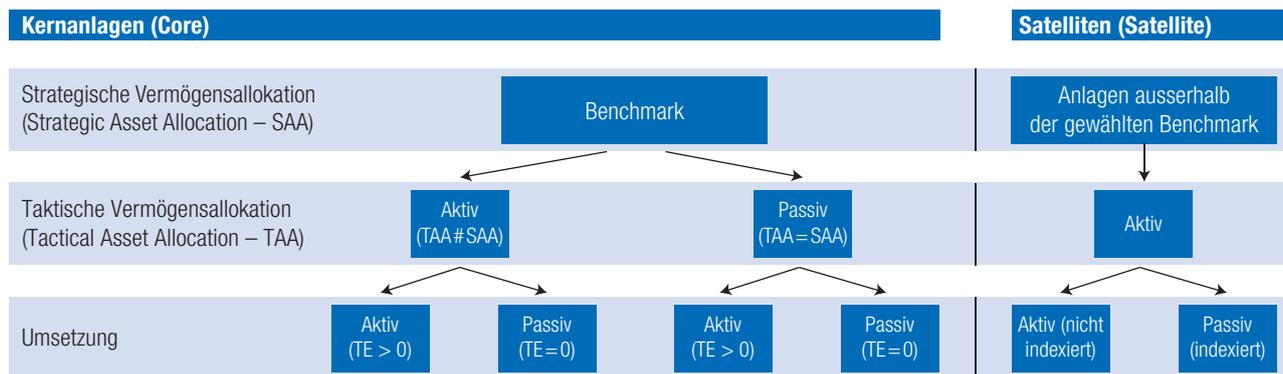
Die Ausführungen haben gezeigt, dass auch passives Investieren aktive Komponenten enthält. Im Minimum beschränken sich diese auf die Definition der SAA, wobei aber in den meisten Fällen weitere aktive Elemente hinzukommen. Viele VE, die sich als «passiv» bezeichnen, dürften bei genauer Betrachtung de facto eine aktive Anlagestrategie verfolgen, die sie ganz oder teilweise mit passiven Produkten umsetzen. **I**

### Strategische Vermögensallokation gemäss CS-PK-Index und übliche Benchmarks

Anlage	Gewichtung %	Üblicher Vergleichsindex (Benchmark)*
Barbestände	4.7	CGBI CHF drei Monate
Obligationen CHF	25.9	Swiss Bond Index AAA-BBB
Obligationen Fremdwährungen	7.8	BarCap Global Aggr. ex CHF, hedged CHF
Aktien Schweiz	13.2	SPI
Aktien Ausland	16.9	MSCI World ex Schweiz
Alternative Anlagen	5.9	
Immobilien	22.2	KGST
Hypotheken	2.0	
Rest	1.4	
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	

\*Basierend auf einer nicht-repräsentativen Umfrage

### Kernanlagen und Satelliten



TE: Tracking Error