



PPCmetrics AG  
Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research. [www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)

# Der Einsatz von strukturierten Produkten bei Pensionskassen

## Vermehrte Transparenz und Liquidität könnten die Akzeptanz erhöhen

Von Dominique Ammann\*

### Keine massgeschneiderten Produkte

Ein anderes Bild zeigt sich beispielsweise bei Anlagen in Rohstoffen. Diese Anlagekategorie hat bei Pensionskassen eine viel kleinere Bedeutung, die investierbaren Volumina sind entsprechend geringer, und der Einsatz von Einzelmandaten ist grösseren Pensionskassen vorbehalten. Rohstoffanlagen erfolgen in den meisten Fällen über Terminkontrakte. Zur Steuerung der Rohstoffterminmärkten inhärenten Problematik der «Backwardation» contra «Contango» sind viele Pensionskassen an Lösungen interessiert, die durch das Angebot von ETF nicht in jedem Fall abgedeckt werden können. Hier kommen nun Tracker-Zertifikate zum Zuge, welche diesen Bedürfnissen Rechnung tragen können. Die Anleger sind in diesem Fall auch bereit, das Emittentenrisiko ohne Entschädigung zu tragen.

Der weitaus grösste Teil der strukturierten Produkte sind solche mit Optionseigenschaften. Bei deren Einsatz muss die Pensionskasse unterscheiden, ob sie diese Instrumente zu strategischen oder taktischen Zwecken einsetzen will. Der strategische Einsatz von strukturierten Produkten drängt sich dann auf, wenn entweder eine kassenspezifische Verpflichtungsstruktur abgebildet werden soll oder die Pensionskasse ein Anlagerisiko langfristig absichern möchte. Bis heute existieren noch keine auf die Leistungsverpflichtungen von Pensionskassen abgestimmten strukturierten Produkte. Falls in Zukunft die sogenannten Liability Driven Investments (LDI) bei Pensionskassen an Bedeutung gewinnen werden, ist davon auszugehen, dass auch ein entsprechendes Angebot an strukturierten Produkten lanciert würde.

Hingegen steht zur Absicherung von Anlagerisiken bereits heute eine Vielzahl von Kapitalschutzprodukten zur Verfügung. Allerdings weisen die meisten dieser Produkte eine im Vergleich zu den langfristigen Verpflichtungen einer Pensionskasse viel zu kurze Laufzeit auf. Wenn diese kurzfristigen Absicherungsprodukte mehrmals hintereinander eingesetzt werden, können bei stagnierenden Märkten hohe Absicherungskosten entstehen. Langfristige Kapitalschutzprodukte mit einer Laufzeit von beispielsweise 10 Jahren stellen für Pensionskassen keine tatsächliche Sicherheit dar, denn die für die Erfüllung der Verpflichtungen notwendige Anlagerendite von zwei-

schersweise 4% bis 5% pro Jahr wird infolge der Absicherungskosten deutlich verfehlt.

### Anlagetaktische Motive

Strukturierte Produkte können auch aus anlagetaktischen Motiven eingesetzt werden. Taktisches Anlagemanagement beabsichtigt das gewinnbringende Ausnutzen kurzfristiger Markterwartungen. Viele Markterwartungen, wie beispielsweise die Erwartung steigender oder sinkender Zinsen, fallender oder haussierender Aktienkurse oder die Erwartung höherer oder tieferer Marktvolatilitäten, können mit kostengünstigen «Plain-Vanilla»-Derivaten, wie sie etwa an der Eurex gehandelt werden, effizient umgesetzt werden. Bei grösseren Volumen können entsprechende Offerten bei mehreren Banken eingeholt werden. Dadurch ist auch eine kompetitive Preisfindung möglich.

### Schwer zu beurteilende Exotika

Viele strukturierte Produkte weisen zusätzliche exotische Komponenten wie beispielsweise einen «Knock-in»- oder «Knock-out»-Level auf. In der Praxis zeigt sich immer wieder, dass schon die richtige Einschätzung des Renditetrends (steigt oder sinkt eine Aktie oder ein Aktienindex?) sehr schwierig ist. Deshalb darf bezweifelt werden, dass die korrekte Bildung komplexerer Markterwartungen, was für den gewinnbringenden Einsatz von Produkten mit exotischen Optionen notwendig ist, überhaupt möglich ist. Welcher Anleger kann beispielsweise tatsächlich beurteilen, ob eine Aktie während einer bestimmten Laufzeit einen vorgegebenen «Knock-in»-Level unterschreitet oder nicht?

Im Weiteren gilt es zu beachten, dass je exotischer die strukturierten Produkte sind, desto höher sind die impliziten Kosten und desto schwieriger ist die Einschätzung des fairen Preises eines bestimmten strukturierten Produktes. Derartige Produkte können auch nicht mit Hilfe einer Optionspreisformel relativ einfach bewertet werden. Hier ist das spezifische Know-how des Finanzingenieurs gefragt, der anhand von Simulationsverfahren Verlauf und Kosten dieser Produkte fachgerecht bestimmen kann. Dieses Fachwissen ist in der Regel bei den Anbietern von strukturierten Produkten vorhanden. Für viele

Investoren hingegen bleiben Analyse und Bewertung exotischer Produkte ein Buch mit sieben Siegeln. Diese Know-how-Asymmetrie führt meistens dazu, dass die impliziten Kosten von strukturierten Produkten relativ hoch sind. Mit zunehmender Komplexität der Produkte wird auch deren Benchmarking und damit die Erfolgsbeurteilung schwieriger. Aus diesen Gründen und der damit verbundenen ungenügenden Transparenz verzichten viele Pensionskassen auf den Einsatz von komplexen strukturierten Produkten.

### Grundsatzfragen

Ein weiterer Grund für die Zurückhaltung von Pensionskassen beim Einsatz von strukturierten Produkten ist die Abhängigkeit vom jeweiligen Emittenten. Da in der Regel der Markt für diese Produkte nur vom Emittenten gewährleistet wird, besteht ein Liquiditätsrisiko. Wenn die strukturierten Produkte die Erwartungen der Anleger

nicht erfüllen und diese die Positionen verkaufen möchten, sind sie auf die Preisstellung des Market Maker, in diesem Falle des Emittenten, angewiesen. Je nach offeriertem Preis muss der Anleger weitere Kosten in Kauf nehmen, die er bei der Produktewahl möglicherweise vernachlässigt hat.

Die Zukunft wird zeigen, ob sich die strukturierten Produkte nicht nur bei Privatanlegern durchsetzen werden. Alle Bemühungen seitens der zahlreichen Anbieter, welche die Transparenz und die Liquidität dieser Produkte verbessern, können dazu beitragen. Die Pensionskassen müssen unabhängig davon vor jeder Investition in strukturierte Produkte folgende sechs Fragen geklärt haben:

1. Entspricht das Produkt meinen Anlagebedürfnissen?
2. Kann dieses Anlagebedürfnis nicht auch mit einfachen Derivaten umgesetzt werden?
3. Welche Marktchancen und Marktrisiken impliziert das Produkt?
4. Welches Gegenparteirisiko ist mit dem Produkt verbunden?
5. Wie ist die Liquidität des Produktes gewährleistet?
6. Welche sichtbaren und nicht sichtbaren Kosten sind in dem strukturierten Produkt enthalten?

Strukturierte Produkte sind bei Privatanlegern offensichtlich sehr beliebt, wie die starke Entwicklung von Anzahl und Volumen der strukturierten Produkte belegt. Pensionskassen beurteilen den Einsatz dieser Instrumente differenzierter und verfügen auch über grössere Möglichkeiten, ihre Anlagebedürfnisse mit massgeschneiderten Lösungen gezielter und kostengünstiger umzusetzen. Nachfolgend werden einige grundsätzliche Überlegungen zum Einsatz von strukturierten Produkten bei Pensionskassen dargestellt.

### Unbeliebte Tracker

Vorab ist bei strukturierten Produkten zu unterscheiden zwischen den Indexprodukten, den sogenannten Tracker-Zertifikaten, und den diversen Produkten mit Optionskomponenten. Tracker-Zertifikate versuchen einen Index oder einen klar definierten Basket, bestehend aus einzelnen Aktien, abzubilden. Somit sind Tracker-Zertifikate eine Variante zur Umsetzung von Indexanlagen analog den indexierten Vermögensverwaltungsmandaten mit Einzelanlagen oder Exchange Trades Funds (ETF). Die Pensionskassen verfügen in der Regel über genügend grosse Anlagevolumen, um Einzelmandate zu erteilen. Einzelmandate sind kostengünstiger als Tracker-Zertifikate. Zudem ist wie bei allen strukturierten Produkten zu beachten, dass im Unterschied zu Einzelmandaten oder ETF ein Gegenparteirisiko besteht. Der Emittent des Tracker-Zertifikates garantiert für sein Produkt, dies im Unterschied zum Aktienindexmandat, bei dem der Investor Eigentümer der Aktien ist. Bei einem ETF genießt der Anleger den Schutz des Anlagefondsgesetzes. Selbstverständlich kann das Emittentenrisiko durch die Wahl einer Gegenpartei mit hohem Rating minimiert werden, allerdings wird das Gegenparteirisiko nicht entschädigt. Das Tracker-Zertifikat garantiert im besten Fall die Indexrendite abzüglich Kosten, gewährt aber keine Prämie für das Emittentenrisiko. Aus diesen Gründen stehen Tracker-Zertifikate auf Aktienindizes bei Pensionskassen nicht im Vordergrund.

\* Dominique Ammann ist Partner bei der PPCmetrics AG.

